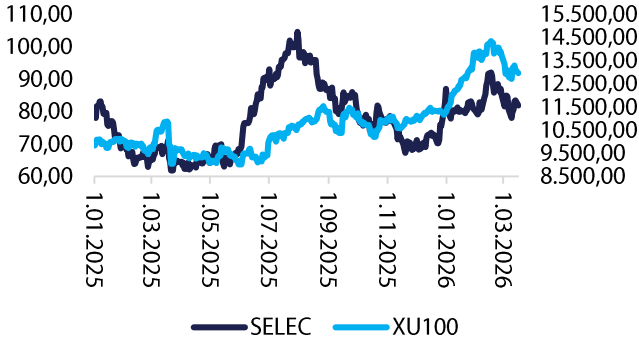


Son Fiyat	81,85
Piyasa Değeri (mİn TL)	50.829
Piyasa Değeri (mİn \$)	1.155
HEDEF FİYAT	140,00
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	71,04%
FD/FAVÖK	9,99
PD/DD	1,70
Hisse Sayısı (mİn lot)	621
FDPO (%)	14,91
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mİn TL)	121



ORTAKLIK YAPISI	%
Selçuk Ecza Holding	82,42
Diğeri	17,58

SELEC	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-1,92	-11,03	18,78
Getiri (\$)	-1,90	-12,00	-1,41
Getiri (XU100-Rölatif)	-0,88	-1,39	-0,74

Çeyreklik	2025/09	2025/12
Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	11,16	8,98
Brüt Kar Marjı (Ç%)	8,87	8,25
FAVÖK Marjı (Y%)	4,52	2,56
FAVÖK Marjı (Ç%)	2,66	3,50
Net Kar Marjı (Y%)	1,60	-0,22
Net Kar Marjı (Ç%)	-0,53	0,39
Net Borç (mİn TL)	-7.417,56	-6.770,66
İşletme Sermayesi (mİn TL)	12.036,13	12.170,75
Cari Oran	1,33	1,38
Serbest Nakit Akımı (mİn TL)	-6.746,87	8.332,63
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	1,92	0,67
Brüt Kar Büyüme (Y%)	1,63	-20,25
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	50,05	-20,25
FAVÖK Büyüme (Y%)	7,00	-42,02
FAVÖK Büyüme (Ç%)	-14,77	-35,50
Net Kar Büyüme (Y%)	736,16	0,00
Net Kar Büyüme (Ç%)	0,00	-89,89

Selçuk Ecza Deposu – Olumlu – 140 TL – AL

Gelecek daha da iyimserleşiyor

Selçuk Ecza Deposu, 2025 yılında %37,6 pazar payı ile sektör liderliğini korurken, yönetim bu seviyenin şirketin uzun vadeli potansiyelinin altında olduğunu ve **normalleşmiş pazar payının yaklaşık %40 seviyesinde** değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamıştır. Son iki yılda gözlenen pazar payı kaybının temel nedeni, şirketin bilinçli şekilde **karlılık odaklı bir strateji izlemesi** olmuştur. Bu stratejik tercih doğrultusunda agresif iskonto ve finansman uygulamalarından kaçınılmış, kısa vadeli hacim yerine sürdürülebilir karlılık önceliklendirilmiştir. 2026 yılı başı itibarıyla ise pazar payında yeniden toparlanma eğilimi dikkat çekmektedir.

Operasyonel tarafta şirket, ölçek avantajını koruyarak güçlü performans sergilemeye devam etmiştir. 2025 yıl sonu itibarıyla **110 depo ve yaklaşık 2.400 araçlık filo** ile Türkiye genelinde yaygın bir dağıtım ağına sahip olan şirket, yüksek stok çeşitliliği ve güçlü lojistik altyapısı sayesinde hizmet kalitesini üst seviyede tutmaktadır. Günlük birçok bölgede **3–5 sevkiyat frekansına ulaşılması**, müşteri memnuniyetini desteklerken aynı zamanda arz sürekliliğini sağlamaktadır. Bu yapı, şirketin hem operasyonel verimliliğini artırmakta hem de maliyet tarafında önemli bir avantaj yaratmaktadır.

Finansal açıdan bakıldığında, şirketin **güçlü bilanço yapısını koruduğu** görülmektedir. 2025 yıl sonu itibarıyla **yaklaşık 6,8 milyar TL net nakit pozisyonu** bulunurken, finansal borçların büyük ölçüde kapatılması bilanço kalitesini desteklemiştir. İşletme sermayesi yönetiminde disiplin korunmuş, **nakit çevrim süresi yaklaşık 20 gün seviyesinde** gerçekleşmiştir. Bu yapı, şirketin hem likidite hem de faiz şoklarına karşı dayanıklılığını artırmaktadır.

Şirketin 2025 yılı finansallarında ciro tarafında güçlü bir büyüme görülmüş ve **hasılat yaklaşık 172 milyar TL** seviyesine ulaşmıştır. Ancak karlılık tarafında belirgin bir baskı oluşmuş, **FAVÖK marjı %2,5–2,7 bandında** gerçekleşmiştir. Marjlardaki daralmanın temel nedenleri arasında **ilaç fiyat güncellemelerinin yıl sonuna sarkması** ve **referans euro kuru ile piyasa kuru arasındaki makasın açılması** öne çıkmaktadır. Bu gelişmeler özellikle brüt kar marjı üzerinden aşağı yönlü baskı yaratmıştır.

Şirket, 2025 yılını **yaklaşık 380 milyon TL net zarar** ile tamamlamıştır. Bu zarar operasyonel performanstan ziyade **parasal pozisyon kaybı ve ertelenmiş vergi etkisinden** kaynaklanmıştır. Yönetim, operasyonel olarak güçlü bir yıl geçirildiğini ve nakit üretim kapasitesinin korunduğunu özellikle vurgulamaktadır. Nitekim **faaliyetlerden elde edilen nakit akışı 10 milyar TL'nin üzerinde**, serbest nakit akışı ise yaklaşık **6,4 milyar TL** seviyesinde gerçekleşmiştir.

Operasyonel giderler tarafında ise disiplinli yapı korunmuş ve giderlerin satışlara oranı kontrol altında tutulmuştur. **Personel giderleri toplam giderlerin en büyük kalemi olmaya devam ederken**, diğer gider kalemlerinde optimizasyon sağlanmıştır. Şirket, maliyet kontrolünü 2025 yılında olduğu gibi öncelikli alanlardan biri olarak yönetmeye devam etmiştir.

Şirket yönetimi 2026 yılına ilişkin daha dengeli ve temkinli bir görünüm sunarken, özellikle **pazar payında yeniden artış ve karlılıkta toparlanma** beklentisini ön plana çıkarmaktadır. 2025 yılında karlılık odaklı strateji nedeniyle kaybedilen pazar payının, 2026 yılında daha dengeli bir yaklaşım ile geri kazanılması hedeflenmektedir. Bu süreçte şirketin en önemli rekabet avantajları olarak **yüksek hizmet seviyesi, geniş ürün portföyü ve güçlü operasyonel altyapı** öne çıkmaktadır.

Karlılık tarafında ise 2025 yılına kıyasla daha olumlu bir görünüm beklenmektedir. Özellikle regülasyon tarafında yapılan değişiklikler bu beklentiyi desteklemektedir. **Referans euro katsayısının %60'tan %65'e çıkarılması** ve yıl içinde yapılan fiyat düzenlemeleri ile birlikte **kümülatif yaklaşık %34'lük fiyat artışı**, sektör genelinde olduğu gibi şirket marjları üzerinde de destekleyici bir etki yaratacaktır. Bununla birlikte sabit marj yapısının devam etmesi karlılık üzerindeki yapısal baskının tamamen ortadan kalkmasını sınırlamaktadır.

Operasyonel giderler açısından şirket, 2026 yılında **giderlerin satışlara oranını düşürmeyi** hedeflemektedir. Personel giderlerinde enflasyona paralel artış beklenirken, diğer gider kalemlerinde sıkı kontrolün sürdürülmesi planlanmaktadır. Satış hacmindeki artış ile birlikte operasyonel kaldıraç etkisinin devreye girmesi beklenmektedir.

Yatırım tarafında ise şirketin temkinli yaklaşımı devam etmektedir. 2026 yılında büyük ölçekli kapasite artırımı yerine ağırlıklı olarak **depo yenilemeleri ve bakım yatırımları** yapılması planlanmaktadır. Bu yaklaşım, nakit üretiminin korunması ve bilanço gücünün sürdürülebilirliği açısından önemli görülmektedir.

Sektörel olarak değerlendirildiğinde, ilaç dağıtım sektörü **defansif yapısını korumaya devam etmektedir**. Talebin ekonomik döngülere karşı görece dirençli olması, Türkiye'de artan sağlık harcamaları ve demografik büyüme gibi faktörler orta ve uzun vadede sektörü desteklemektedir. Ancak regülasyon ve kur dinamikleri karlılık üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir.

Özellikle 2025 yılının son çeyreğinde görülen **yüksek parasal pozisyon kaybı**, yönetimin de beklentilerinin üzerinde gerçekleşmiş olup detaylı analiz sonrası daha kapsamlı açıklama yapılacağı belirtilmiştir.

Ertelenmiş vergi kalemleriyle ilgili olarak, bu kalemlerin **stoklar ve maddi duran varlıklar üzerinden oluşan geçici farklardan kaynaklandığı** ifade edilmiştir. Muhasebe ve vergi hesaplamaları arasındaki farklılıkların dönemsel etkileri, ertelenmiş vergi gelir veya gideri olarak finansallara yansımaktadır.

Pazar payı dinamiklerine ilişkin sorulara verilen yanıtlarda, son dönemde pazar payı kazanımının ağırlıklı olarak **kooperatifler ve agresif iskonto uygulayan rakipler** tarafından gerçekleştirildiği belirtilmiştir. Ancak yönetim, bu tür stratejilerin sürdürülebilir olmadığını ve Selçuk Ecza Deposu'nun uzun vadeli rekabet avantajının **hizmet kalitesi ve operasyonel güvenilirlikten** geldiğini vurgulamaktadır.

2026 yılına ilişkin yatırım planları sorulduğunda, şirketin büyük ölçekli yeni yatırım planı bulunmadığı, mevcut altyapının korunarak **bakım ve yenileme yatırımlarıyla ilerlenmesinin** planlandığı ifade edilmiştir. Bu yaklaşım, şirketin temkinli büyüme stratejisi ile uyumlu görünmektedir.

Genel olarak yönetim, 2026 yılında **daha güçlü pazar payı, iyileşen karlılık ve sürdürülebilir nakit üretimi** ile daha dengeli bir finansal performans beklediklerini ifade etmektedir.

Toplantıyı olumlu bulmakla birlikte 140 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No:74 A/53 34394
Şişli/İstanbul