

Selçuk Ecza Deposu

14/04/2026

Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 40%

SELEC için önerimizi GÖZDEN GEÇİRİLİYOR'dan AL'a yükseltiyoruz ve 12 aylık hedef fiyatımızı TL122 olarak belirliyoruz; bu da %40 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse, güçlü nakit üretimi, defansif iş modeli ve iyileşen regülasyon ortamı ile desteklenen cazip bir risk-getiri profili sunmaktadır. Mevcut seviyelerde hisse, 2026 tahminlerimize göre iskontolu işlem görürken, aşağı yönlü risklerin görece sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Hisse 2026T 4,2x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmekte olup, bu da benzer şirketlere göre 48% iskontoya işaret etmektedir.

Fiyatlandırma mekanizmasındaki son düzenlemeler destekleyici. Son dönemde yapılan regülasyon değişiklikleri, ilaç sektörü için daha destekleyici ve öngörülebilir bir fiyatlandırma çerçevesi oluşturmuştur. Cumhurbaşkanlığı Kararı (No. 11031) ile ilaç fiyatlandırmasında kullanılan Euro kuru iki aşamalı olarak TL29,12 seviyesine yükseltilmiş olup, yaklaşık %15'lik kümülatif artışa işaret etmektedir. Bu artış, Aralık 2025'te yapılan düzenleme ile birlikte toplamda yaklaşık %30'a ulaşarak gelir görünülüğünü ve marjları desteklemektedir. Buna paralel olarak, Ağustos 2025 düzenlemesi ile toptancı marjlarını belirleyen eşik fiyatların ilaç fiyat artışlarına endekslenmesi sağlanmış ve sabit eşiklerden kaynaklanan yapısal marj erozyonu sorunu giderilmiştir. Önümüzdeki dönemde sektör oyuncularını uyarılama katsayısının %70'e çıkarılması ve toptancı marjlarında ilave artış yapılmasını talep etmekte olup, bu durum değerlememiz açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Güçlü rekabetçi konum ile desteklenen pazar payı toparlanması. Kademeli gerileme döneminin ardından Selçuk Ecza, 2025 yılında pazar payını yeniden artırmaya başlamış ve 4Ç25 itibarıyla %37,6 seviyesine ulaşmıştır. Şirket, 2026 yılında pazar payındaki toparlanma eğiliminin devam etmesini beklemektedir. Mevcut güçlü rekabetçi konumu, geniş ürün portföyü, yaygın operasyonel ağı ve tarihsel pazar payı bandı dikkate alındığında, uygun piyasa koşulları altında yeniden %40 seviyelerine yaklaşabileceğini öngörmektedir. Bu toparlanma, kârlılık ve hacim büyümesi arasında daha dengeli bir stratejinin benimsendiğine işaret etmektedir.

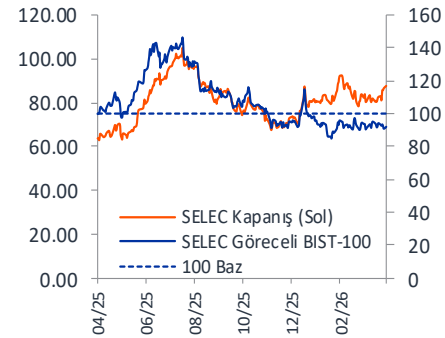
Görünür 2026 yılı görünümü. 2026 yılında, üst üste gelen ilaç fiyat artışları, devam eden pazar payı kazanımları ve disiplinli operasyonel gider yönetimi ile toparlanma bekliyoruz. Yıl genelinde yaklaşık %14 reel gelir büyümesi ve %5,1 FAVÖK marjı öngörüyoruz. İlaç sektörünün talep yapısının inelastik olması ve daha destekleyici fiyatlandırma çerçevesi, makro volatiliteye karşı dayanıklılık sağlamaktadır. Maliyet tarafında, personel giderleri toplam operasyonel giderlerin (amortisman hariç) %74'ünü oluşturmakta olup, 2026 yılı için ortalama ücret artışının %30 seviyesinde olması beklenmektedir. Düşük baz ve stok kârlarının etkisiyle özellikle 1Y26'da güçlü bir kâr momentumu bekliyor ve bunu önemli bir katalist olarak görüyoruz. Marj görünümü açısından ana belirsizlik, petrol fiyatlarında olası artıştır; ancak akaryakıt giderleri toplam operasyonel giderlerin yalnızca yaklaşık %4'ünü oluşturmakta olup, 2026 tahminlerimizde halihazırda %19'luk artış öngördük.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	87.25
12 Aylık Hedef Fiyat*	121.80
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	121.80
Piyasa Değeri (mn)	54,182
Halka Açık PD (mn)	8,073
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	93.9
Hisse sayısı (Adet mn)	621
Takas Saklama Oranı (%)	15
Yabancı Oranı (%)	12

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	4.6	0.3	37.7
ABD \$	3.1	-3.7	17.0
BIST-100 Relatif	-2.6	-19.7	-8.1

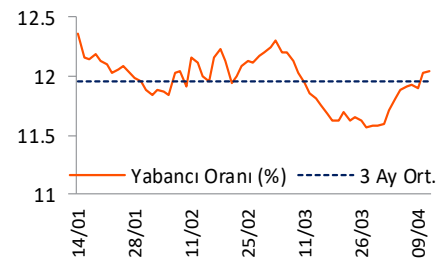
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	13.4	10.7	8.5
PD/DD	1.5	1.3	1.1
FD/FAVÖK	4.2	4.0	4.0

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	78.00	92.00
---------------------------	-------	-------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	12.04
-------------------	----------	-------



Ezgi Akalan Demirak

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Selçuk Ecza Deposu

Ortaklık Yapısı (%)

Selçuk Ecza Holding A.Ş.	82.42
Diğer	17.58

Faaliyet Konusu

İlaç üretici firmalar ile hastane ve eczaneler arasındaki ilaç dağıtımının koordine edilmesidir.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	214,647	219,314	250,278	271,262	278,325
Brüt Kar (Zarar)	21,719	18,103	25,697	27,187	27,239
Operasyonel Giderler	13,061	13,617	14,302	15,097	15,148
Esas Faaliyet Karı	8,658	4,487	11,395	12,091	12,092
Fa'al. Diğer Gelirler (Giderler)	-1,052	-1,848	-2,112	-2,292	-2,352
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	8,792	6,627	3,210	2,944	4,284
Net Finansman Gelir (Gideri)	-11,079	-7,695	-4,817	-3,170	-2,902
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	5,319	1,571	7,676	9,574	11,121
Vergi Giderleri (Gelirleri)	1,883	2,055	3,070	3,830	3,892
Net Kar	3,436	-484	4,605	5,744	7,229
Düzeltilmiş Net Kar	3,436	-484	4,605	5,744	7,229
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	11,724	10,357	15,953	16,927	16,324
FAVÖK	9,699	5,623	12,692	13,496	13,534

Büyümler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Büyümler					
Net Satışlar	-	2.2%	14.1%	8.4%	2.6%
Faaliyet Karı	-	-48%	154%	6%	0%
FAVÖK	-	-42%	126%	6%	0%
Net Kar	-	n.m	n.m	25%	26%

Operasyonel Performans	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Brüt Marj	10.1%	8.3%	10.3%	10.0%	9.8%
Faaliyet Kar Marjı	4.0%	2.0%	4.6%	4.5%	4.3%
FAVÖK Marjı	4.5%	2.6%	5.1%	5.0%	4.9%
Efektif Vergi Oranı	45.1%	166.8%	40.0%	33.1%	23.7%
Net Kar Marjı	1.6%	-0.2%	1.8%	2.1%	2.6%
Özkaynak Karlılığı	-	a.d	11.4%	12.8%	14.3%
Aktif Karlılığı	-	a.d	4.2%	4.8%	5.5%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	43.0%	55.7%	55.5%	52.6%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	-6.8%	4.1%	1.1%	1.5%	1.6%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-4.0%	4.8%	2.0%	2.1%	2.5%

Rasyo Analizi	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Düzeltilmiş F / K (x)	17.7	a.d	13.2	10.6	8.4
FD / FAVÖK (x)	5.5	9.4	4.2	3.9	3.9
FD / Satışlar (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PD / Defter Değeri (x)	1.6	1.6	1.4	1.3	1.1
Nakit Akışı / PD	a.d	17.5%	8.2%	9.3%	11.6%
Hisse Başı Kazanç (₺)	5.53	n.m	7.42	9.25	11.64
Hisse Başı Temettü (₺)	0.32	0.51	0.44	1.23	1.58
Temettü Verimi	0.4%	0.6%	0.5%	1.1%	1.2%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-7,225	-8,633	-10,432	-14,963	-21,949
Net Borç / FAVÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d
Net Borç / Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	99,970	87,782	99,479	111,454	121,016
Nakit ve Nakit Benzerleri	22,861	9,647	11,721	16,557	23,846
Ticari Alacaklar	53,589	54,269	61,544	66,704	68,441
Stoklar	20,927	21,271	23,550	25,594	26,329
Diğer Dönen Varlıklar	2,592	2,594	2,665	2,599	2,400
Duran Varlıklar	15,842	15,399	15,079	14,558	13,972
Maddi Duran Varlıklar	11,951	12,054	11,659	11,232	10,906
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	96	50	35	25	17
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	3,796	3,296	3,385	3,302	3,049
Toplam Varlıklar	115,812	103,182	114,559	126,012	134,988
Kısa Vadeli Yükümlülükler	75,150	63,609	70,648	76,967	79,432
Finansal Borçlar	13,302	855	1,120	1,412	1,714
Ticari Borçlar	59,307	60,340	66,773	72,569	74,654
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,540	2,414	2,755	2,986	3,064
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,453	1,358	1,535	1,662	1,701
Finansal Borçlar	102	160	169	182	182
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,350	1,198	1,365	1,480	1,518
Özkaynaklar	39,210	38,215	42,376	47,384	53,856
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	39,210	38,215	42,376	47,384	53,856
Ödenmiş Sermaye	813	621	621	621	621
Rezerv ve Diğer Kalemler	34,738	37,907	37,150	41,126	46,207
Dönem Net Karı (Zararı)	3,436	-484	4,605	5,744	7,229
Toplam Kaynaklar	115,812	103,182	114,559	126,012	134,988

Nakit Akım (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	-14,644	9,051	2,668	3,988	4,316
Düzeltilme Öncesi Kar	3,436	-484	4,605	5,744	7,229
Amortisman & İtfa Payları	1,041	1,136	1,297	1,405	1,442
İşletme Sermayesindeki Değ.	-14,894	11,917	-6,392	-4,588	-3,945
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-4,818	-3,889	-2,112	-2,292	-2,352
Yatırım Faal. Kay. Nakit	6,042	1,573	2,312	1,676	2,742
Sabit Sermaye Yatırımları	-790	-787	-898	-974	-1,113
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	6832	2,360	3210	2,650	3,855
Serbest Nakit Akım	-8602	10,624	4980	5,664	7,058
Finansman Faal. Kay. Nakit	8,260	-11,845	-2,589	-3,046	-3,263
Finansal Borçlardaki Değişim	8,732	-11,297	274	305	302
Temettü Ödemeleri	-315	-366	-273	-629	-664
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-156	-182	-2589	-2,722	-2,902
Net Nakit Değişimi	-342	-1,221	2,392	5,268	7,650

Tüm rakamlar, UMS 29 kapsamında 2026 yıl sonu satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir.

Regülasyon tarafında son bir yılda neler değişti?

Son dönemde yapılan düzenlemeler, ilaç sektörü için daha destekleyici ve öngörülebilir bir fiyatlama çerçevesi oluşturmuştur. 12 Mart 2026 tarihinde yayımlanan Cumhurbaşkanlığı Kararı (No. 11031) ile ilaç fiyatlandırmasında kullanılan Euro kuru hesaplaması iki aşamalı olarak revize edilmiştir. Buna göre kur, %60 uyarlama katsayısı ile TL25,33 seviyesinden TL26,88'e yükseltilmiş, ardından katsayının %65'e çıkarılmasıyla 1 Nisan 2026 itibarıyla TL29,12 seviyesine ulaşmıştır. Bu, yaklaşık %15'lik kümülatif bir artışa işaret etmekte olup, Aralık 2025'te yapılan %16,9'luk artışla birlikte toplam düzenleme yaklaşık %30 seviyesine ulaşarak gelir görünürlüğünü ve marj toparlanmasını desteklemektedir.

Buna ek olarak, 21 Mart 2025 tarihli 9640 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile depocu satış fiyatları barem değerlerinin Avro değişim oranına bağlı güncellenmesine yönelik mekanizma düzenlenmiş; 16 Ağustos 2025 tarihli 10210 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile ise bu mekanizmanın depocu açısından da geçerli olduğu açık şekilde netleştirilmiştir. Bu değişiklikler, fiyat artış dönemlerinde sabit eşiklerden kaynaklanan marj erozyonu riskini azaltarak depocu brüt kârlılığını destekleyen daha öngörülebilir bir çerçeve sunmaktadır. Şirket'in brüt kâr marjı, fiyat dilimine bağlı kademeli regülasyon yapısı çerçevesinde belirlenmekte olup, yüksek fiyat segmentinin satış karması içindeki payındaki artış marj üzerinde aşağı yönlü baskı oluştururken, düşük ve orta segment ürünlerin payındaki artış marjı destekleyici etki yaratmaktadır.

Genel olarak bu düzenlemeler, geçmişteki marj baskılarını azaltarak Selçuk Ecza için daha sürdürülebilir bir operasyonel ortam yaratmaktadır. Marj görünümü; fiyat segmenti dağılımı, regülasyon çerçevesi ve operasyonel verimlilik bileşimiyle şekillenmektedir. Önümüzdeki dönemde marj görünümü üzerinde; (i) fiyat segmenti dağılımındaki değişim, (ii) ilaç dışı ürünler grubunun toplam satış karması içindeki payı ve (iii) operasyonel verimlilik kazanımları temel belirleyiciler olarak öne çıkmakta olup, tahminlerimiz mevcut düzenleyici çerçevenin korunduğu varsayımına dayanmaktadır.

Sektör oyuncuları ise önümüzdeki dönemde uyarlama katsayısının %65'ten %70'e çıkarılması ve dağıtıcı marjlarının yukarı yönlü revize edilmesi gibi ilave düzenlemeleri gündeme getirmektedir.

2025 marj baskısının öne çıktığı, ancak nakit üretiminin iyileştiği bir yıl oldu.

2025 itibarıyla Selçuk Ecza'nın konsolide gelirleri yıllık %2,2 artışla TL172 milyar seviyesine ulaşarak dağıtım iş modelinin dayanıklı ve hacim odaklı yapısını yansıtmıştır. Ancak marj daralması nedeniyle kârlılıkta belirgin bir zayıflama görülmüştür. Brüt kâr %16,7 düşüşle TL14,2 milyara gerilerken, brüt kâr marjı %8,25'e düşmüştür. FAVÖK ise %40,9 düşüşle TL4,75 milyar seviyesine gerileyerek %2,76 FAVÖK marjına işaret etmektedir. Net kâr tarafında ise şirket, 2024'teki TL2,69 milyar kâra kıyasla 2025'te TL380 milyon net zarar açıklamıştır.

Marjlardaki baskıya rağmen operasyonel giderler disiplinli bir şekilde yönetilmiş, amortisman hariç satışlara oranı %5,7 ile yatay kalmıştır. Verimlilik göstergelerinde iyileşme gözlenmiş; depo başına personel sayısı %1,3 azalırken, depo başına net satışlar yıllık %4 artmıştır. İşletme sermayesindeki iyileşmenin de katkısıyla şirket TL6,4 milyar güçlü bir serbest nakit akımı yaratmış ve zayıf kârlılığa rağmen nakit üretimindeki dayanıklılığını korumuştur. Şirket'in iş modeli, güçlü nakit dönüşüm döngüsü ile desteklenmektedir. Yüksek hacimli satış yapısına rağmen etkin tahsilat ve tedarikçi ödeme dengesi sayesinde işletme sermayesi ihtiyacı sınırlı kalmakta, bu durum nakit üretimini destekleyen temel unsurlardan biri olmaktadır.

Net nakit pozisyonu önemli bir güç unsuru olmaya devam ediyor.

2025 itibarıyla şirketin TL7,6 milyar nakit ve finansal yatırımlarına karşılık TL796 milyon finansal borcu bulunmakta olup, yaklaşık TL6,8 milyar net nakit pozisyonuna işaret etmektedir. Düşük kaldıraç ve güçlü bilanço yapısı, şirkete önemli finansal ve operasyonel esneklik sağlamaktadır. Güçlü likidite pozisyonu, temettü ödeme kapasitesini desteklerken sıkı para politikası ortamında yüksek finansman maliyetlerine maruziyeti sınırlamakta ve şirketin sektör içinde defansif yatırım profilini güçlendirmektedir.

Selçuk Ecza Deposu

Değerleme

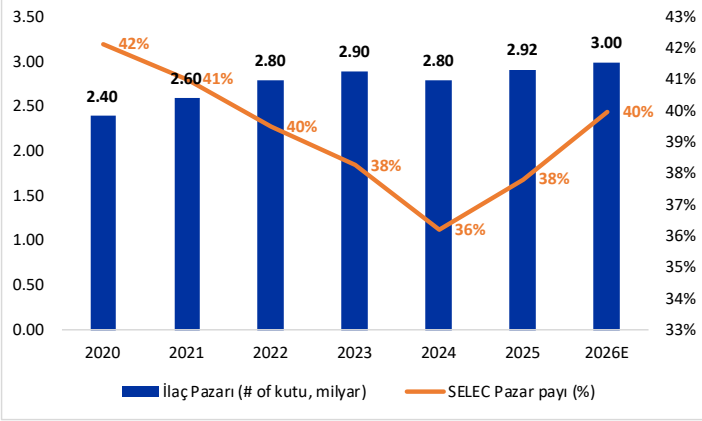
TL mn	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Gelirler	250278	328227	410864	508019	639754	783735	934846
Büyüme	45.5%	31.1%	25.2%	23.6%	25.9%	22.5%	19.3%
Brüt Kâr	25697	32897	40211	49355	63209	75447	88550
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	10.3%	10.0%	9.8%	9.7%	9.9%	9.6%	9.5%
<i>Faaliyet Kârı</i>	3519	11395	14630	17849	21953	30160	36365
<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	1.4%	3.5%	3.6%	3.5%	3.4%	3.8%	3.9%
(-) Vergiler	-879.8	-2848.7	-3657.4	-4462.4	-5488.2	-7540.0	-9091.2
(+) Amortisman	1297	1701	2129	2632	3315	4061	4844
FAVÖK	12692	16330	19978	24585	33475	40426	48083
<i>FAVÖK Marjı</i>	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	5.2%	5.2%	5.1%
<i>(+/-) Kazanılmamış Net Faiz Geliri</i>	-2515	-3298	-4128	-5105	-6428	-7875	-9393
Düzeltilmiş FAVÖK	10177	13032	15850	19480	27046	32550	38689
<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı</i>	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	4.2%	4.2%	4.1%
<i>(+/-) Net İşletme Sermayesi Değişimi</i>	-6392	-5551	-5824	-6952	-9706	-10050	-10597
Yatırım Harcamaları (Capex)	-898	-1178	-1643	-4318	-5438	-6662	-3739
Serbest Nakit Akımı	2006	3454	4725	3748	6414	8299	15261
Risksiz Faiz Oranı	30%	26%	26%	23%	20%	17%	16%
Özkaynak Risk Primi	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta	0.80	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Özkaynak Maliyeti	35%	31%	31%	28%	25%	22%	21%
Borçlanma Maliyeti	35%	31%	31%	28%	25%	22%	21%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	26%	25%	25%	22%	20%	17%	16%
Borç Ağırlığı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	33%	29%	29%	26%	24%	21%	20%
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	1508	2006	2122	1330	1842	1978	3043
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değerleri Toplamı	13829						
Terminal Büyüme Oranı	10%						
Terminal Değerin Bugünkü Değeri	35048						
Net Nakit (2025)	6771						
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	463						
Hesaplanan Özsermaye Değeri	56110						
Mevcut Piyasa Değeri	54182						
12A Hedef Özsermaye Değeri	75637						
12A Hedef Hisse Fiyatı	121.8						
Mevcut Hisse Fiyatı	87.3						
Artış Potansiyeli	40%						

Kaynak: İş Yatırım

Tüm rakamlar UMS 29 kapsamında nominal olarak sunulmuş olup, herhangi bir baz yıl uygulanmamıştır.

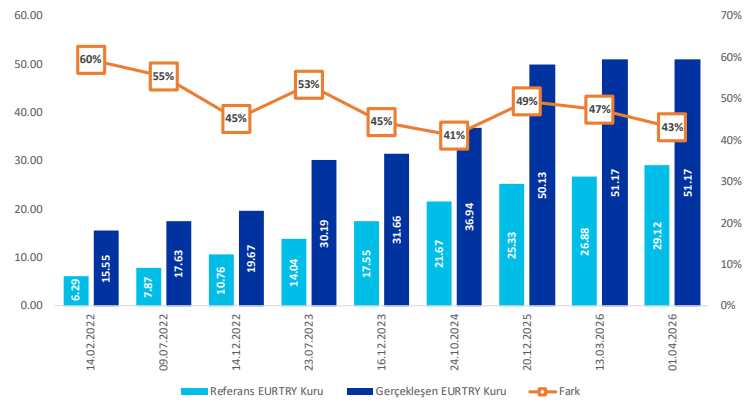
Selçuk Ecza Deposu

Selçuk Ecza'nın Pazar Payı Gelişimi



Kaynak: İş Yatırım, Şirket

Referans EUR/TRY vs. Gerçekleşen



Kaynak: İş Yatırım, Şirket

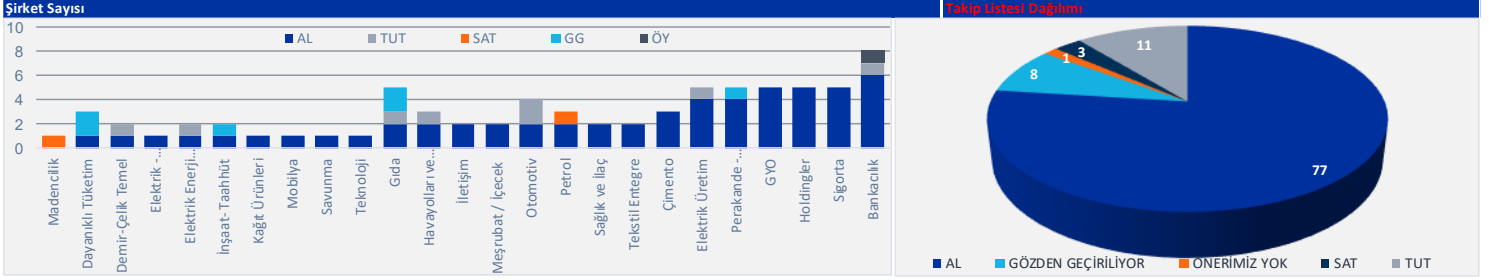
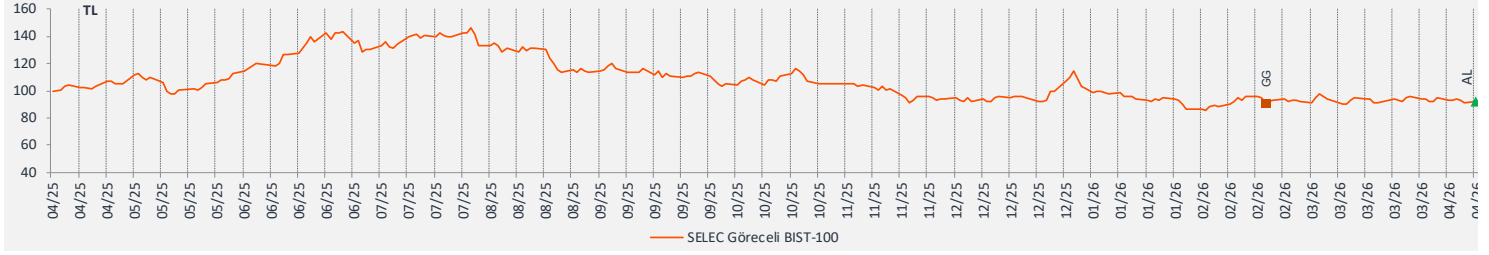
Depocuya Satış Fiyatları ve Kar Oranları

Eski Hali		Yeni Hali (13/03/2026)	
Depocuya Satış fiyatı (TL)	Depocu Karı	Depocuya Satış fiyatı (TL)	Depocu Karı
0-328	8%	0-441	8%
328-657	6%	441-883	6%
> 657	3%	> 883	3%

Kaynak: İş Yatırım, İEİS

Selçuk Ecza Deposu

Göreceli Getiri / Öneriler



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.