

## Teknosa

### Başarılı Dönüşüm Yolculuğu

Teknosa'yı, 12 aylık 48,00 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza dahil ediyor ve %69 getiri potansiyeli ile AL tavsiyesi veriyoruz. Değerlememizde öne çıkan katalizörler: i) Teknosa'nın sektörde köklü ve sağlam bir oyuncu olması, ii) Dijital dönüşüm yolculuğu ile verimlilik artışı, iii) İklimsa'nın yanı sıra tamamlayıcı ürün ve hizmetler ile değer yaratma kapasitesi.

**Sektörde köklü ve sağlam bir oyuncu...** Teknosa, Türkiye'de geniş mağaza ağı, teknosa.com ve mobil platformlarıyla, hızla büyüyen teknoloji pazarında önemli bir konumda yer almaktadır. 2000 yılında Sabancı Holding bünyesinde kurulan Teknosa, hem mağazacılık hem de e-ticaret alanlarında faaliyet gösterirken, İklimsa markası ile iklimlendirme sektöründe de etkin bir rol üstlenmektedir. Teknosa'nın, marka değeri, yaygınlığı, ürün çeşitliliği ve dinamik yapısı sayesinde pazarda normalleşen talep ortamına rağmen cazip bir yatırım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. Teknosa'nın dönüşüm stratejisi kapsamında müşteri odaklı yeni konsept mağazalarının yanı sıra pazaryeri platformu ve dijital projeler, şirketin çok kanallı (omnichannel) yapısını güçlendirmeye devam ederken, E-ticaret operasyonları, hem müşteri deneyimini geliştirmekte, hem de satış performansını artırmaktadır. Kısa vadeli talep baskılarına rağmen orta uzun vadede elektronik cihazlara talebin artmasını, Teknosa'nın sahip olduğu çoklu kanal yapısı ile pazarın üzerinde bir performans göstermesini bekliyoruz.

**Çoklu kanal stratejileri dijital dönüşümü destekliyor...** Teknosa, 2019 yılından bu yana büyük bir dönüşüm sürecine girerken, bu süreçte çoklu kanal yapısı, pazaryeri lansmanı, mağaza optimizasyonu, ürün portföyünün genişletilmesi, stok yönetiminin iyileştirilmesi ve sıkı maliyet kontrolü gibi birçok stratejik girişim hayata geçirmiştir. Dönüşüm programının ilk üç aşamasının tamamlanmasıyla Teknosa, pazarın üzerinde büyüme kaydetmiş ve özellikle maliyet tarafı üzere finansal performansında kayda değer iyileşmeler sağlamıştır. Devam eden dijital dönüşüm ve pazaryeri getirilerinin hızlanmasıyla birlikte Teknosa'nın çoklu kanal yapısından ve mağaza içi müşteri deneyimini iyileştirmeden faydalanarak pazarın üzerinde büyüme performansını sürdüreceğini düşünüyoruz. Özellikle online kanalın, Teknosa için en önemli büyüme alanlarından biri olmaya devam edeceğini, İklimsa, Preo ve Teknosacell gibi katma değerli servislerin büyümeye katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

**Geleceğe dönük beklentilerimiz...** Teknosa, 3Ç24'te 16 milyar TL ciro elde etti. Şirketin 2024 yılı sonunda yıllık bazda %46 artışla 65,5 milyar TL ciro, 2,3 milyar TL FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. 2025 yılının ilk yarısında, yüksek faiz oranları nedeniyle kredi kartı maliyetlerinin artan finansal giderlerin temel nedeni olmaya devam etmesini, alınacak tedbirlerin pozitif etkisiyle 2025 yılı sonunda şirketin net karının 61 milyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Elektronik aletlere artan talep ile 2025 yılında da operasyonel tarafın güçlü kalmaya devam edeceğini ve cironun yıllık %30 artışla 90 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz.

### TKNSA

### AL

Hedef fiyat TL 48,00  
Getiri potansiyeli %69

#### Hisse bilgileri

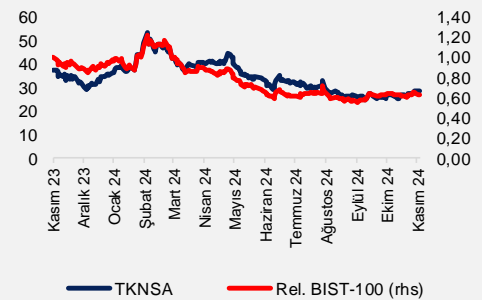
Hisse Kodu	TKNSA TI
Hisse fiyatı (27 Kasım 2024)	28,54
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	24 / 53
Piyasa Değ. (milyon TL - \$ mn)	5736,5 - 165,9
Hisse adedi (milyon)	201
Halka Açıklık Oranı	%50

Ort. Günlük İşlem Hacm	1 Ay	3 Ay	12 Ay
USD mn	1,5	1,9	3,2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	7%	1%	-4%
USD	6%	0%	-18%
BIST-100'e göre performans	-1%	3%	-26%

TL mn	2023	2024T	2025T
Net satışlar	47.322	65.462	82.802
FAVÖK	1.038	2.283	3.085
Net kâr	750	-	61

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	43,6x	-	92,9x
F/DD	1,6x	2,5x	2,6x
FD/FAVÖK	4,1x	1,9x	1,5x



Oğuzhan Kaymak  
+90 212 355 2622  
oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Kenan Tosun  
+90 212 355 2637  
ozgur.tosun@tacirler.com.tr

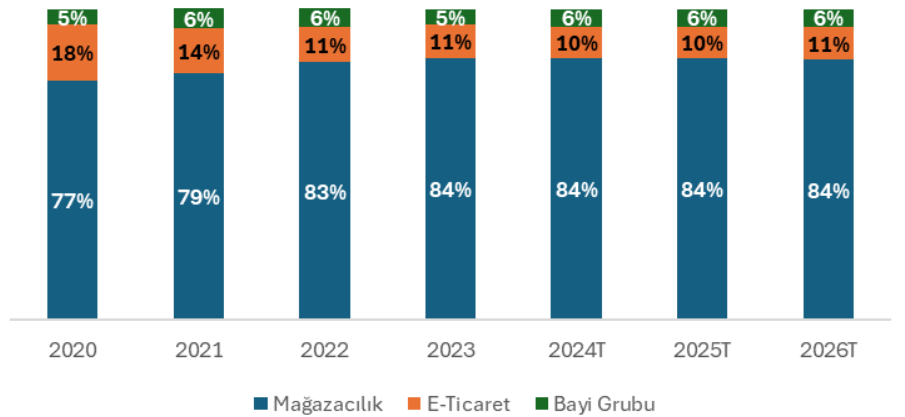
**Riskler:** i) Beklenenden daha yüksek maliyet artışları, ii) Tüketicilerin elektronik cihazlara yönelik iştahında azalma, iii) Ekonomik Programdan dönüş ve döviz kurlarındaki keskin dalgalanmalar, iv) E-ticaret ve pazaryeri platformları arasındaki yoğun rekabet ortamı ana risk unsurları olarak öne çıkıyor.

## Yatırım Teması

### Teknoloji perakende sektöründe köklü bir oyuncu

Türkiye’de teknoloji perakendeciliğinde önemli bir konumda bulunan Teknosa, 2000 yılında Sabancı Holding bünyesinde faaliyetlerine başlamıştır. Şirket bugün, Türkiye genelinde 64 ilde 176 mağazası, teknosa.com ve mobil platformları aracılığıyla müşterilerine hizmet vermektedir. Teknosa, hem fiziksel hem de dijital kanallarda olmak üzere çok kanallı (omnichannel) bir yapı uygularken, ayrıca İklimsa markasıyla iklimlendirme sektöründe de aktif bir rol üstlenmektedir. Teknosa’nın faaliyetlerini mağazacılık, e-ticaret ve bayi ağı olarak üç kategoriye ayırabiliriz. Şirket, mağaza ve online kanallar üzerinden teknoloji perakendeciliği yaparken, bayi grubu markası İklimsa ile kurumsal satış hizmetleri ve güneş enerjisi sistemleri (GES) alanlarında faaliyet göstermektedir. Ayrıca Teknosa’nın, İklimsa’nın yanı sıra Preo, Teknosacell, Teknoclub ve Tekno Hizmet gibi marka ve servisleri bulunmaktadır. 2023 itibarıyla satış gelirlerinin %84’ü mağazacılıktan, %11’i e-ticaretten ve %5’i İklimsa’dan elde edilmektedir. Şirketin, değerlendirme periyodu sonunda mağazacılık, e-ticaret ve bayi grubu satış gelir dağılımlarını sırasıyla %82, %16 ve %5 olarak tahmin ediyoruz.

### Teknosa - Satış Gelirlerinin Dağılımı (%)



Kaynak: Şirket verileri, Tacirler Yatırım Araştırma

## Dijital Dönüşüm Yolculuğu

2019 yılında başlatılan dönüşüm stratejisi ile Teknosa, yalnızca dijital altyapısını yenilemekle kalmamış; mağazacılık, e-ticaret ve pazaryeri alanlarındaki stratejik adımlarıyla çok kanallı yapısını güçlendirmiştir. Bu dönüşüm hamleleri, bu süreçte Teknosa'nın pazarın üzerinde bir büyüme yakalamasına katkıda bulunmuştur. 2019-2023 yılları arasında mağaza ve çevrimiçi trafik iki katına çıkarken, online kanal 18 kat büyümüştür. Aynı dönemde, e-ticaretin perakende satış gelirleri içerisindeki payı %7'den %15'e yükselmiş, pazaryeri platformunda 2024 itibarıyla 193 bin SKU ve 901 satıcıya ulaşılmıştır. Aynı dönemde, operasyonel giderlerin satışlara oranı 4,5 baz puan iyileşmiştir. Önümüzdeki dönemde de, e-ticaret ve dijitalleşme stratejisinin Teknosa'nın büyümesinde kritik bir rol oynamaya devam edeceğini düşünüyoruz.

## İklimsa ve Ek Servisler

Teknosa, İklimsa markası ile iklimlendirme çözümleri sunarak bu sektörde de aktif bir rol üstlenmektedir. İklimsa, 5 marka ve 200 model ile kurumsal satış hizmetleri ve Güneş Enerji Sistemleri (GES) alanında hizmet vermekte olup, 500'den fazla bayi ve geniş servis ağı aracılığıyla klima çözümleri sağlamaktadır. Şirket verilerine göre İklimsa, bu yıl split klima segmentinde %30, ticari klima segmentinde ise %20 büyüme kaydetmiştir. Aynı zamanda Güneş Enerjisi Sistemleri alanında geçen yılın Eylül ayına göre %129 kapasite artışı sağlanmıştır. Buna ek olarak, Teknosa müşterilerine Preo, Teknosacell, Teknoclub ve Tekno Hizmet gibi markalarla çeşitli ek hizmetler vermektedir.

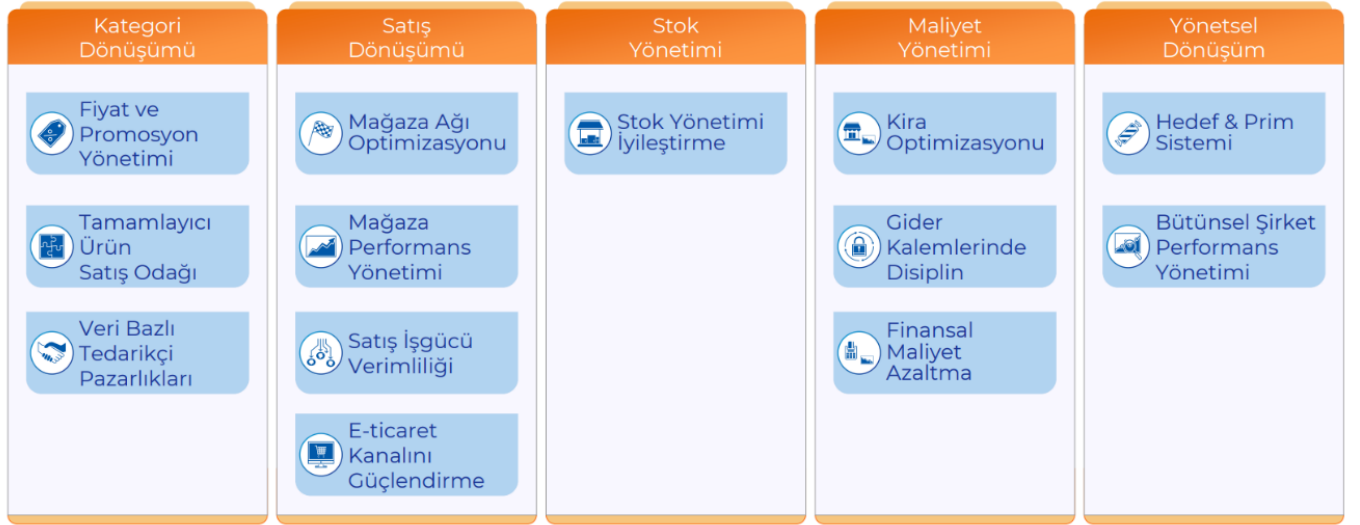
- **Preo** 5 farklı kategori ve 100'e yakın segmentte toplamda 14 milyona yakın ürün satılmıştır.
- **TeknoCell** 2024 yılında, 500 bini aşan abone sayısı mevcuttur.
- **TeknoClub** Üç yıl önce başlatılan TeknoClub sadakat programı, 9A24 itibarıyla 4 milyon 200 bin üyeyi aşmıştır.
- **TeknoHizmet** TeknoHizmet ile Teknosa, garantisi devam eden bütün ürünler için teknik servis hizmeti sunmaktadır.



Kaynak: Şirket verileri, Tacirler Yatırım Araştırma

## Teknosa Dönüşüm Yolculuğu

Teknosa, 2019 yılı sonunda kapsamlı bir dönüşüm programı başlatmıştır. Programın ilk aşamasında şirket, finansal ve operasyonel dönüşüme odaklanmıştır. Maliyet yönetimini daha etkin hale getirerek ana faaliyetlerin korunması ve büyütülmesi amaçlanmıştır. Bu strateji doğrultusunda mağaza ve dijital platform kanallarının entegrasyonu sağlanmış; müşterilerine daha dijital bir mağaza içi deneyim sunulması için dokunmatik ekranlar, mobil ödeme terminaleri ve deneyim alanları gibi teknolojik yenilikler mağazalara eklenmiştir. Ayrıca, sıkı kira pazarlıkları, maliyet disiplini, fiyat ve promosyon yönetimi ile mağaza performansını iyileştiren optimizasyon planları hayata geçirilmiştir. Bu önlemler, mağaza operasyonlarının verimliliğini artırarak dönüşüm sürecinde Teknosa'nın büyümesine ve finansal performansına önemli katkılar sağlamıştır.



Kaynak: Şirket verileri, Tacirler Yatırım Araştırma

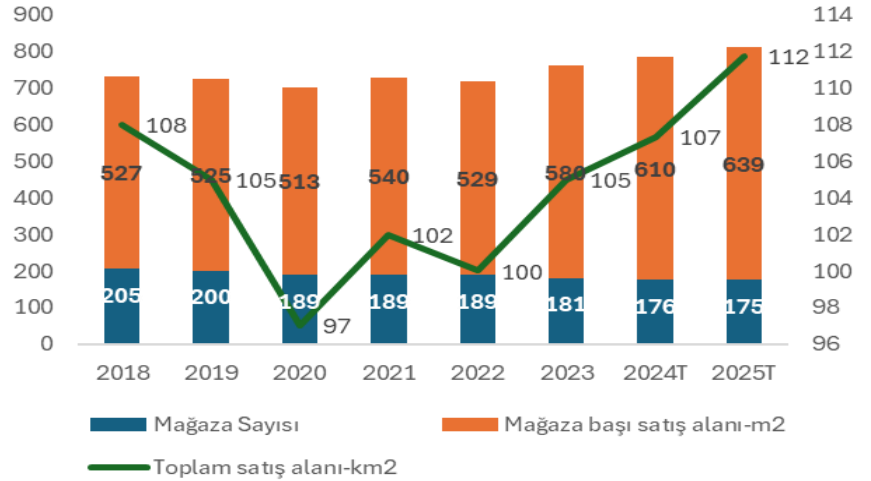
### Maliyet Kontrolü ve Verimlilik Artışı

Yoğun rekabetin hakim olduğu teknoloji perakendeciliği sektöründe Teknosa, son yıllarda dönüşüm yolculuğunun bir parçası olarak maliyet kontrolü ve verimlilik artırıcı stratejilere özellikle önem vermektedir. Nakit akışı optimizasyonu, etkin stok yönetimi ve işletme giderlerinin sıkı kontrolü gibi verimlilik odaklı yaklaşımlar, Teknosa'nın bilanço sağlığını desteklemektedir. 2018 yılında kira giderleri toplam satışların %5,3'ünü oluştururken, 2024 yılı ilk dokuz ay itibarıyla bu oran %1,7'ye kadar gerilemiştir. Yaklaşık 3-3,5 puanlık bu iyileşmede, pandemi öncesinde birçok kira sözleşmesinin ciro endeksli hale getirilmesinin katkısı olmuştur. Devam eden maliyet optimizasyonu, etkin stok yönetimi ve nakit yönetiminde alınan aksiyonlar sayesinde Teknosa 2019 yılında operasyonel giderler/satışlar oranı %13'ten bugün %10,5'e kadar düşmüştür.

## Mağaza Optimizasyonu ve Ürün Portföyü Genişlemesi

Teknosa'nın dönüşüm stratejisinin bir diğer ayağını mağaza optimizasyonu oluşturmaktadır. Şirket, mağaza ağını optimize ederek yüksek müşteri trafiğine sahip bölgelerde büyümeye, düşük trafiğe sahip lokasyonlardaki mağazaları ise yeniden yapılandırmaya odaklanmıştır. Mağaza içi müşteri deneyimini geliştiren teknolojik yenilikler ve modern mağaza konseptleri, müşterilere daha kişiselleştirilmiş bir alışveriş deneyimi sunmaktadır. Teknosa'nın, 2024 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla 64 ilde toplam 176 mağazası ve 106 bin metrekare satış alanı bulunmaktadır. 2020'de 527m<sup>2</sup> olan mağaza başına düşen satış alanı, her yıl düzenli olarak büyüyerek 3Ç24 itibarıyla 602 m<sup>2</sup>'ye ulaşmıştır. Tahminlerimize göre mağaza başına düşen satış alanı 2024 yılı sonunda 610 m<sup>2</sup>'ye ve 2025 yılı sonunda 639 m<sup>2</sup>'ye ulaşılıyor.

### Teknosa - Mağaza Sayısı ve Satış Alanı



Kaynak: Şirket verileri, Tacirler Yatırım Araştırma

Teknosa'nın stratejik dönüşümünün bir diğer aşaması, müşteri deneyimini iyileştirmek amacıyla ürün kategorilerinin yenilenmesini içermektedir. Bu süreçte, eğlence, inşaat malzemeleri, ofis kırtasiye ürünleri ve yenilenmiş telefonlar gibi yeni ürün kategorileri eklenmiştir. Ayrıca, bu dönemde özel markalı ürünlerin satışına başlanmıştır. Bu kapsamda, 1.000'den fazla üründen oluşan özel markası **Preo**, 500 binden fazla abonesi olan sanal şebeke operatörü **TeknosaCell**, sadakat programı **Tekno Club** ve garantisi devam eden bütün ürünler için teknik servis sunan **TeknoHizmet** gibi çeşitli farklılaşmış hizmetler sunulmaktadır.



Kaynak: Şirket verileri, Tacirler Yatırım Araştırma

### Pazaryeri Yatırımı ve Online Kanallar

Teknosa, dijitalleşme stratejisinin üçüncü aşamasında, pazaryeri platformu üzerinden çoklu satıcı yapısına geçiş yapmıştır. Bu platform, Teknosa'nın kendi ürün gamını genişletmekle kalmayıp, aynı zamanda üçüncü taraf satıcıların ürünlerini Teknosa kanalları aracılığıyla satmalarına olanak tanımaktadır.

2024 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla pazaryeri, 193 bin SKU ve 901 satıcıya ulaşmıştır. 9A24 itibarıyla pazaryerinin Teknosa.com üzerindeki hacim payı %34 seviyesindedir. 2019 yılına göre online kanalların perakendede sağladığı pay, %7'den %15'e yükselmiştir. Orta vadede hedef, bu oranı %20 seviyelerine çıkarmaktır. Aynı dönemde online net satış hacmi (NMV) 18 kat artış göstermiştir. E-ticaret brüt işlem hacminin ise 2024'te 15 milyar TL olması hedeflenmektedir.



Kaynak: Şirket verileri, Tacirler Yatırım Araştırma

Teknosa, mevcut makroekonomik koşullara rağmen, dijitalleşme ve verimlilik iyileştirmeleri odağında uzun vadeli büyüme hedefini ve stratejik yatırımlarına devam etmektedir.

Dönüşüm stratejisinin dördüncü ve son aşamasında şirket, 6 aşamadan oluşan programa 2023'ün üçüncü çeyreğinde başlamıştır. Yeni dijital konseptli mağaza açılışları gerçekleşirken, buna paralel olarak yüksek metrekareli alanlarda yeni mağazalar ve mevcut mağazaların relokasyonu ile optimize edilmektedir. Online kanalda yeni ödeme sistemleri, kredi opsiyonları, çeşitlendirilmiş teslimat süreçleri gibi gelişmelerle büyümeye devam ederken, müşteri deneyiminin bir üst seviyeye taşınması, güçlü pazar büyümesi ve E-ticaret altyapısının güçlenmesi hedeflenmektedir. Çoklu kanal gelişimi ile mağaza ve dijital kanallardaki deneyimini ortaklaştırılırken kanallar arası geçişlerin çok daha efektif hale gelmesi beklenmektedir. Tüm bu çözümler; Teknosa'nın yapay zeka yetkinliklerini en iyi şekilde kullanarak rekabet avantajları elde etmesini; satış, karlılık ve operasyonel verimlilik üzerinde önemli iyileştirmeler elde etmesini sağlayacaktır.

## Şirket Profili

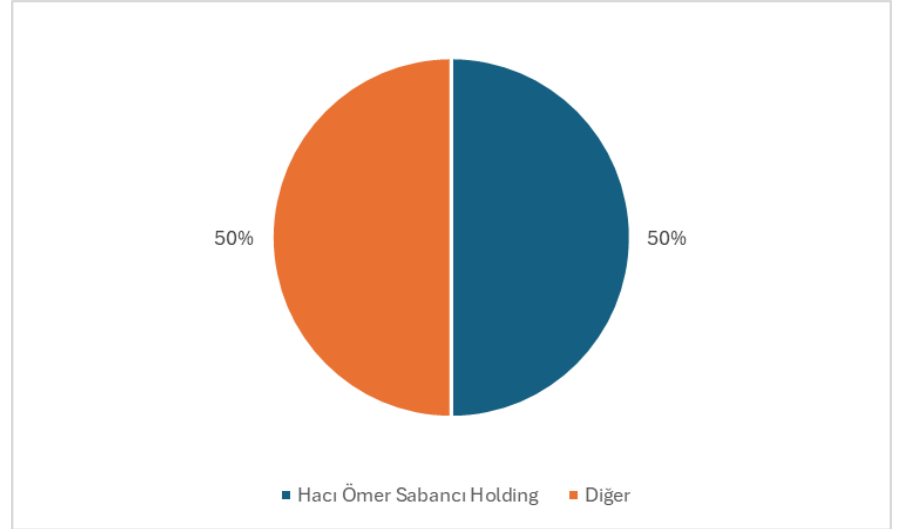
Sabancı Holding çatısı altında 2000 yılında kurulan Teknosa, 2012 yılından bu yana BIST'te işlem görmektedir. Teknosa faaliyetlerini, 64 ilde 176 mağazasıyla tüketici elektroniği perakendeciliği ve İklimsa çatısı altındaki ısıtma ve soğutma sistemleri olmak üzere iki ayrı iş kolu ile sürdürmektedir.

Teknosa, perakendecilik faaliyetlerini hem mağazacılık hem de e-ticaret kanalları ile yönetirken, ısıtma ve soğutma segmentinde bayi ağını kullanmaktadır. Şirket, tüketici elektroniği, görüntüleme, bilgi teknolojileri, telekomünikasyon ürünleri ve ev aletleri gibi pek çok kategoride geniş bir ürün portföyüne sahiptir.

İklimsa ise, Türkiye'nin dört bir yanında 500'den fazla satış-servis ağı ve 5 bölge müdürlüğüyle perakende ve kurumsal müşterilerine hizmet vermektedir.

## Ortaklık Yapısı

Kasım 2024 itibarıyla Şirketin yüzde 50'si Hacı Ömer Sabancı Holding'e, kalan yüzde 50'si ise halka açık olarak işlem görmektedir.



Kaynak: Şirket verileri, Tacirler Yatırım Araştırma

## Sektör Görünümü

Tüketici teknolojisi ürünleri pazarı, zincir mağazalar, geleneksel kanal, bilgisayar mağazaları, telekom bayileri ve teknoloji marketleri olmak üzere beş ayrı satış kanallı bir yapıya sahiptir. 2024 yılı ilk 9 ay sonuçlarına bakıldığı zaman Teknosa'nın da içinde yer aldığı ve TSS olarak adlandırılan teknoloji marketlerinin pazardaki payı %27'dir.

Bağımsız araştırma şirketi GFK'nın Teknoloji Perakende Panel Araştırması'na göre, 2024 yılı ilk 9 ay sonunda Beyaz Eşya ve Küçük Ev Aletleri de dahil olmak üzere, tüketici elektroniği pazarı büyüklüğü enflasyona göre düzeltilmiş olarak 650 milyar TL'dir. Pazar, 2023 yılı aynı dönemine göre, %3 oranında reel büyüme göstermiştir.

Tüketici teknolojisi ürünleri pazarını kategoriler ayrıntısında incelediğimizde, söz konusu dönem içinde en fazla büyümenin %8 oranında reel büyüme ile büyük beyaz eşya (klima dahil) kategorisinde olduğunu görüyoruz. Bu kategoriyi %4 büyüme ile telekom, paralel seviyede gerçekleşen küçük ev aletleri, %4 küçülme ile tüketici elektroniği ve %6 küçülme ile bilgi teknolojileri takip etmektedir.

Yine GFK şirketi tarafından Techonline 2024 yılı ilk 9 ay sonuçlarına bakıldığında geçen yılki seviyesine paralel olarak 149 milyar TL gerçekleşmiştir. Kategoriler bazında incelendiğinde en fazla büyümenin %19 reel büyüme ile büyük beyaz eşya (klima dâhil) kategorisinde olduğunu görüyoruz. Bu kategoriyi %1 büyüme ile tüketici elektroniği, %2 küçülme ile küçük ev aletleri, bilgi teknolojileri ve telekom takip etmektedir.



Kaynak: Şirket verileri, Tacirler Yatırım Araştırma



## Değerleme – İNA Tablosu

Teknosa için, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) modelimize göre 2024 – 2033 dönemlerine ait nakit akımları tahminlerimiz ile 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 48,00 TL olarak hesaplıyoruz. Belirlemiş olduğumuz hedef fiyat, %69 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Projeksiyon dönemimiz için hesapladığımız ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %24,5 seviyesinde bulunmaktadır.

TL mn	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satışlar</b>	<b>47.322</b>	<b>65.462</b>	<b>82.802</b>	<b>95.994</b>	<b>110.836</b>	<b>121.942</b>
<i>Büyüme %</i>	25,0%	38,3%	26,5%	15,9%	15,5%	10,0%
<b>FAVÖK</b>	<b>1.038</b>	<b>2.283</b>	<b>3.097</b>	<b>3.693</b>	<b>4.378</b>	<b>4.655</b>
<i>Büyüme %</i>	16,0%	119,8%	35,7%	19,3%	18,5%	6,3%
<i>FAVÖK Marjı %</i>	2,2%	3,5%	3,7%	3,8%	4,0%	3,8%
Vergiler	-60	-163	-259	-404	-537	-667
Yatırımlar	-578	-953	-1.206	-1.398	-1.614	-1.776
Net İşletme Sermayesi Değişimi	287	665	290	20	23	18
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>112</b>	<b>501</b>	<b>1.341</b>	<b>1.871</b>	<b>2.204</b>	<b>2.193</b>
<i>SNA Marjı %</i>	0,2%	0,8%	1,6%	1,9%	2,0%	1,8%
AOSM		24,4%	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%
<b>İNA</b>		<b>402</b>	<b>867</b>	<b>972</b>	<b>921</b>	<b>736</b>

Sonsuz Büyüme Oranı	5%
Sonsuz Büyüme Değeri	9.439
<b>Sonsuz Büyüme Değeri (BD)</b>	<b>991</b>
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	5.444
<b>Firma Değeri</b>	<b>6.436</b>
Net Borç	-972
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>7.408</b>
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>9.667</b>
Ödenmiş Sermaye	201
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>48,00</b>
Hisse Fiyatı	28,54
<b>Getiri Potansiyeli</b>	<b>69%</b>

## Projeksiyonlar

Bilanço	2021	2022	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	709	2.643	2.739	1.089	1.562
Ticari alacaklar	156	727	931	1.202	1.588
Stoklar	1.719	5.659	8.363	11.722	12.537
Diğer dönen varlıklar	39	211	347	775	931
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>2.624</b>	<b>9.240</b>	<b>12.427</b>	<b>14.788</b>	<b>16.618</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi duran varlıklar	84	447	752	1.482	1.778
Maddi olmayan duran varlıklar	50	214	246	451	519
Diğer duran varlıklar	243	1.080	1.265	1.281	411
<b>Duran varlıklar</b>	<b>378</b>	<b>1.741</b>	<b>2.263</b>	<b>3.214</b>	<b>2.708</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>3.001</b>	<b>10.981</b>	<b>14.690</b>	<b>18.002</b>	<b>19.326</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	96	587	1.041	1.190	1.250
Ticari borçlar	2.428	7.515	9.914	13.100	14.011
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	103	473	993	1.441	1.801
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>2.627</b>	<b>8.575</b>	<b>11.545</b>	<b>15.731</b>	<b>17.062</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	113	434	436	622	653
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	18	130	143	207	259
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>131</b>	<b>564</b>	<b>578</b>	<b>829</b>	<b>911</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>243</b>	<b>1.842</b>	<b>2.567</b>	<b>2.104</b>	<b>2.165</b>
Ana ortaklığa ait	243	1.842	2.567	2.104	2.165
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>3.001</b>	<b>10.981</b>	<b>14.690</b>	<b>18.002</b>	<b>19.326</b>
Net borç	-500	-1.622	-1.469	723	341
Net işletme sermayesi	-553	-1.129	-842	-176	114
<b>Oranlar</b>					
<b>Karlılık</b>					
Özsermaye kârlılığı	339,5%	50,2%	33,9%	-	2,9%
Net kâr	1,7%	1,6%	1,6%	-	0,1%
Aktif devri	3,0x	4,7x	3,7x	4,0x	4,4x
Kaldıraç	64,1x	6,7x	5,8x	7,0x	8,7x
Aktif kârlılığı	5,3%	7,5%	5,8%	-	0,3%
<b>Kaldıraç</b>					
Net borç/toplam varlıklar	7%	9%	10%	10%	10%
Net borç/özsermaye	-2,06	-0,88	-0,57	0,34	0,16
Net borç/FAVÖK	-0,74	-26,46	-1,42	0,32	0,11

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Gelir tablosu	2021	2022	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>7.520</b>	<b>32.712</b>	<b>47.322</b>	<b>65.462</b>	<b>82.802</b>
Brüt kâr	1.267	2.848	5.045	7.758	9.896
Faaliyet giderleri	728	3.460	4.805	7.106	8.717
Esas faaliyet kârı	539	-612	240	653	1.179
<b>FAVÖK</b>	<b>681</b>	<b>61</b>	<b>1.036</b>	<b>2.283</b>	<b>3.077</b>
Net diğer gelir	-152	-520	-1.266	-2.851	-3.166
Net Yatırım Geliri	19	155	327	41	214
Vergi öncesi kâr	139	659	1.053	-1.697	82
Vergi gideri	-8	-136	-305	331	-20
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>131</b>	<b>523</b>	<b>748</b>	<b>-1.330</b>	<b>61</b>

## Nakit akış tablosu

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023	2024T	2025T
FAVÖK	681	61	1.036	2.283	3.077
Vergi gideri - EBIT	-135	153	-60	-163	-259
Yatırımlar	70	336	578	918	1.161
İşletme sermayesi değişimi	-327	-576	287	665	290
<b>Serbest nakit akışı (FCFF)</b>	<b>803</b>	<b>455</b>	<b>112</b>	<b>536</b>	<b>1.366</b>

## Büyüme ve marjlar

Büyüme ve marjlar	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net satışlar	%34	%335	%45	%38	%26
FAVÖK	%45	-%91	%1591	%120	%35
Net kâr	%43	%298	%43	-	-
Brüt marj	%17	%9	%11	%12	%12
Esas faaliyet kâr marjı	%7	-	%1	%1	%1
FAVÖK marjı	%9	%0	%2	%3	%4
Net marj	%2	%2	%2	-	%0
Serbest nakit akışı marjı	%11	%1	%0	%1	%2

## Hisse başına (TL)

Hisse başına (TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net kâr	0,7	2,6	3,7	-	0,3
Özsermaye	1,2	9,2	15,9	10,5	10,8
Temettü	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

## Değerleme

Değerleme	2021	2022	2023	2024T	2025T
F/K	38,8x	10,1x	6,6x	-	92,9x
F/DD	4,6x	6,8x	4,7x	2,7x	2,6x
FD/FAVOK	3,5x	2,4x	15,5x	2,1x	1,5x
FD/Net satışlar	0,3x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0

## Yatırım Merkezlerimiz

## Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

<b>Adana</b>	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
<b>Akatlar İrtibat Bürosu</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Ankara</b>	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
<b>Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu</b>	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
<b>Antalya</b>	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
<b>Bakırköy</b>	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
<b>Bodrum İrtibat Bürosu</b>	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
<b>Bursa</b>	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
<b>Çankaya İrtibat Bürosu</b>	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
<b>Denizli</b>	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
<b>Erenköy</b>	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
<b>Gaziantep</b>	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
<b>Girne</b>	Ziya Rızkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
<b>İzmir</b>	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
<b>İzmir Karşıyaka Şube</b>	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
<b>İzmir İrtibat Bürosu</b>	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
<b>İzmit</b>	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
<b>İzmit İrtibat Bürosu</b>	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
<b>Karadeniz Ereğli</b>	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
<b>Kartal</b>	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
<b>Kayseri</b>	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
<b>Marmaris İrtibat Bürosu</b>	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
<b>Merkez Şube</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Mersin</b>	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
<b>Trabzon İrtibat Bürosu</b>	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.