

## Selçuk Ecza

Nötr

## Operasyonel sonuçlar beklentimize paralel

Analist: Aytunç Uz

[aytunc.uz@akyatirim.com.tr](mailto:aytunc.uz@akyatirim.com.tr)

**Selçuk Ecza** 2Ç25'te beklentimiz olan 201 milyon TL net karın oldukça altında 321 milyon TL net zarar açıkladı. Şirket için piyasa tahmini bulunmamaktadır. Şirket beklentimiz olan 662 milyon TL'ye yakın 641 milyon TL FAVÖK açıkladı. Net zarardaki sapmamızın ana sebebi beklentimizin üzerinde kalan parasal kayıptır.

**Pazarın cirosu hacim ve fiyatın olumlu katkılarıyla 2Ç25'te yıllık %40 arttı.** Referans Euro kuru Ekim 2024'te %23,5 oranında artırıldı. Selçuk Ecza'nın hacim bazında pazar payı 2Ç25'te yıllık 1,0 puan arttı.

**2Ç25'te net satışlar yıllık %7 arttı.** Satış iskontolarındaki yüksek artışa rağmen satış hacmindeki artış, net satışların büyümesine yol açtı.

**2Ç25'te FAVÖK yıllık %24 daraldı.** 2Ç25'te FAVÖK marjı yıllık 0,7 puan daraldı. Brüt kâr marjı 2Ç25'te yıllık 0,7 puan daraldı. Faaliyet giderleri marjı yıllık yatay kaldı. 16 Ağustos'ta Resmi Gazete'de yayınlanan Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi, Depocu Satış Fiyat (DSF) aralıklarının da referans Euro kuru ile uyumlu olarak güncelleneceğini açıklığa kavuşturdu. Söz konusu karar ile Selçuk Ecza güncelleme dönemlerinde brüt kar marjı erozyonuna karşı korunma elde etmiş oldu.

**2Ç25'te net nakit bir önceki çeyreğe göre %9 daralarak 7,3 milyar TL oldu.** 2Ç25'te işletme sermayesi ihtiyacı bir önceki çeyreğe göre 136 milyon TL azaldı. İşletme Sermayesi/Net Satışlar bir önceki çeyreğe göre 0,2 puan daraldı.

**Yorum:** Açılışta "Nötr" piyasa tepkisi bekliyoruz. 2Ç25'te yüksek oranda sapmamızdan sonra parasal kayıp tahminlerimizi yükselttik. Makro tahminlerimiz ve hedef fiyatımızı bir çeyrek ileri taşımamızdan ötürü, hedef fiyatımızı 90 TL'den 100 TL'ye yükselttik. Tavsiyemizi Nötr seviyesinde koruduk.

|                       |                       |
|-----------------------|-----------------------|
| Bloomberg Kodu        | SELEC TI              |
| Tavsiye               | Nötr                  |
| Hedef Fiyat, TL       | 100.00 (önceki 90.00) |
| Güncel Fiyat, TL      | 95.90                 |
| Getiri Potansiyeli    | 4%                    |
| Halka Açıklık Oranı   | 15%                   |
| Piyasa Değeri, mın TL | 59,554                |

## Finansal Veriler

|                              | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Özet UFRS Finansallar</b> |         |         |         |         |
| Ciro, mın TL                 | 128,620 | 169,356 | 199,287 | 240,713 |
| FAVÖK, mın TL                | 5,812   | 5,349   | 7,460   | 9,632   |
| Net Kâr, mın TL              | 2,059   | 744     | 2,910   | 4,425   |

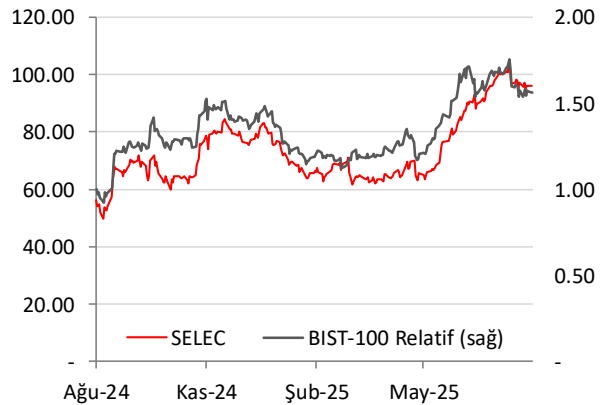
|                  |        |         |         |         |
|------------------|--------|---------|---------|---------|
| <b>Borçluluk</b> |        |         |         |         |
| Net Borç, mın TL | -5,667 | -10,281 | -16,034 | -22,077 |
| Net Borç/FAVÖK   | -1.0   | -1.9    | -2.1    | -2.3    |

|                 |      |      |      |      |
|-----------------|------|------|------|------|
| <b>Kârlılık</b> |      |      |      |      |
| FAVÖK Marjı     | 4.5% | 3.2% | 3.7% | 4.0% |
| Net Marj        | 1.6% | 0.4% | 1.5% | 1.8% |
| Temettü Verimi  | 0.4% | 0.4% | 0.2% | 1.0% |

|               |        |        |        |       |
|---------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>Büyüme</b> |        |        |        |       |
| Ciro, y/y     | 31.6%  | 31.7%  | 17.7%  | 20.8% |
| FAVÖK, y/y    | 18.0%  | -8.0%  | 39.5%  | 29.1% |
| Net Kâr, y/y  | 822.3% | -63.9% | 291.3% | 52.1% |

|                         |      |       |       |       |
|-------------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>Değerleme Verisi</b> | 2024 | 2025T | 2026T | 2027T |
| F/K                     | 18.3 | 80.1  | 20.5  | 13.5  |
| FD/FAVÖK                | 5.4  | 9.1   | 5.8   | 3.8   |
| FD/Ciro                 | 0.2  | 0.3   | 0.2   | 0.2   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Hisse Verileri</b> | 1A    | 3A    | 12A   | YBG   |
| Nominal Getiri        | -2.1% | 46.2% | 61.3% | 20.6% |
| BİST-100 Relatif      | -7.1% | 29.3% | 44.9% | 8.5%  |
| AOİH, mın TL          | 114   | 160   | 133   | 135   |



Piyasa verileri 18 Ağustos 2025 tarihlidir.

| Çeyrek Özet  |                  |        |         |        |          |                             |         |
|--------------|------------------|--------|---------|--------|----------|-----------------------------|---------|
| milyon TL    | Özet Finansallar |        |         |        |          | Beklentilerle Karşılaştırma |         |
|              | 2Ç25             | 2Ç24   | y/y     | 1Ç25   | ç/ç      | AK                          | AK Fark |
| Net Satışlar | 36,106           | 33,752 | 7%      | 39,741 | -9%      | 36,772                      | -2%     |
| FAVÖK        | 641              | 844    | -24%    | 869    | -26%     | 662                         | -3%     |
| FAVÖK Marjı  | 1.8%             | 2.5%   | -73 bps | 2.2%   | -233 bps | 1.8%                        | -2 bps  |
| Net Kar      | -321             | 179    | n.m.    | 2      | n.m.     | 201                         | n.m.    |

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

## Revizyonlar - TRY mn

|              | Yeni    |         |         | Eski    |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2025T   | 2026T   | 2027T   |
| Net Satışlar | 169,356 | 199,287 | 240,713 | 168,940 | 199,035 | 234,602 |
| % değişim    | 2%      | -3%     | 4%      | 1%      | -3%     | 2%      |
| FAVÖK        | 5,349   | 7,460   | 9,632   | 5,340   | 7,458   | 9,380   |
| FAVÖK Marjı  | 3.2%    | 3.7%    | 4.0%    | 3.2%    | 3.7%    | 4.0%    |
| Net Kar      | 744     | 2,910   | 4,425   | 918     | 3,729   | 6,505   |
| % değişim    | -72%    | 222%    | 31%     | -66%    | 234%    | 50%     |

## Eski Tahminlerle Fark

|              |        |        |        |      |
|--------------|--------|--------|--------|------|
| Net Satışlar | 0.2%   | 0.1%   | 2.6%   |      |
| FAVÖK        | 0.2%   | 0.0%   | 2.7%   |      |
| Net Kar      | -19.0% | -21.9% | -32.0% |      |
| Hedef Fiyat  |        | 100.0  |        | 90.0 |
| HF Değişim   |        | 11.2%  |        |      |

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.