

LOGO YAZILIM

Faturalanan gelirlerdeki düşüş takip edilmeli...

Logo Yazılım (LOGO TI, E.Ü.G., 12A HF: TRY203) 2Ç26'da beklentilere genel olarak paralel, reel bazda yıllık %1 artışla TRY370mn net kâr açıkladı. Reel bazda yıllık %2 artan TRY1.743mn ciro, TRY1.693mn seviyesindeki piyasa beklentisinin %3 üzerinde gerçekleşirken, TRY729mn FAVÖK ve %41,8 FAVÖK marjı da genel olarak beklentilere paraleldi.

Operasyonel görünüm ise raporlanan finansallardan daha zayıf kalmaya devam etti. Fatura edilen gelirler 2Ç26'da reel bazda yıllık %10, 1Y26'da ise %4 daralırken, orta segmentte devam eden abonelik dönüşümü ve zayıf talep nedeniyle LEM faturalamaları 1Y26'da %21 geriledi. IFRS gelir büyümesi ise önceki dönemlerde tahsil edilen avansların desteğini sürdürdü. Sözleşme yükümlülükleri yıl sonuna göre reel bazda yaklaşık %20 azalarak TRY2.660mn'ye gerilerken, yaklaşık TRY660mn tutarında, diğer bir ifadeyle 1Y26 gelirlerinin %20'sine denk gelen gelir, daha önce fatura edilmiş sözleşmelerden muhasebeleştirildi.

Yönetim, %12,2 reel fatura edilen gelir büyümesi, %11,6 reel IFRS gelir büyümesi ve yaklaşık %31 FAVÖK marjı öngören 2026 yılı beklentilerini korudu. Ancak 1Y26'da fatura edilen gelirlerin reel bazda %4 daralmasının ardından bu hedeflere ulaşılması, 2Y26'da yaklaşık %25 reel büyüme gerektiriyor. Bu beklentiye ulaşılması güç buluyoruz.

Tahminlerimizi güncelledik. Artık 2026 yılında reel bazda yaklaşık %3 fatura edilen gelir daralması, %2,4 IFRS gelir büyümesi ve %33,5 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Ayrıca, zayıf LEM faturalamalarının gecikmeli etkisi ve abonelik dönüşümünün yıl geneline yayılması nedeniyle 2027 reel gelir büyümesi tahminimizi %3,5'e indirirken, %32 seviyesinde FAVÖK marjı dip noktası olarak görüyoruz. Güncellenen makro varsayımlarımız doğrultusunda tahmin dönemi risksiz faiz oranını %25'e yükseltmemiz ve güncellenen modelimizle birlikte 12A HF'mizi TRY225'ten TRY203'e indiriyoruz. Buna rağmen yaklaşık %51 getiri potansiyeli sunması sebebiyle "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Yorum: Sonuçlar FAVÖK ve net kâr tarafında genel olarak beklentilere paralel gerçekleşse de, faturalamalardaki zayıflık temel endişe olmaya devam ediyor. Geçmiş dönem avanslarının gelirler üzerindeki desteğinin zaman içinde azalmasıyla, 2027 yılı finansal performansı, faturalamalar ve abonelik yenilemelerdeki toparlanmaya daha fazla bağlı olacak. Sonuçlara negatif piyasa tepkisi bekliyoruz.

LOGO: Çeyrekssel Özet -TMS29 Sonrası

milyon TL	Özet Finansallar			Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	Piyasa	AK iyasa Fark	
Net Satışlar	1,743	1,715	2%	1,693	1,680	3%
FAVÖK	729	712	2%	720	723	1%
FAVÖK Marjı	41.8%	41.6%	28 bps	42.5%	43.0%	-70 bps
Net Kar	370	365	1%	365	363	1%

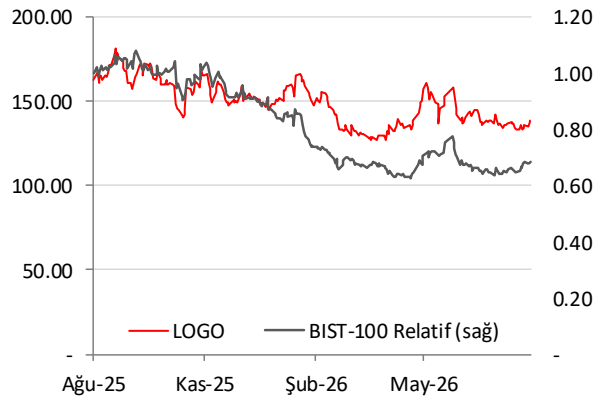
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	LOGO TI			
Tavsiye	ndeks Üz. Getiri (önceki Endeks Üz. Getiri)			
Hedef Fiyat, TL	203.00 (önceki 225.00)			
Güncel Fiyat, TL	138.40			
Getiri Potansiyeli	47%			
Halka Açıklık Oranı	64%			
Piyasa Değeri, mn TL	13,148			
Firma Değeri, mn TL	10,940			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	5,801	7,724	10,157	13,245
FAVÖK, mn TL	2,010	2,588	3,250	4,371
Net Kâr, mn TL	1,501	1,215	1,482	2,124
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,368	-1,259	-1,588	-950
Net Borç/FAVÖK	-0.7	-0.5	-0.5	-0.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	34.7%	33.5%	32.0%	33.0%
Net Marj	25.9%	15.7%	14.6%	16.0%
Temettü Verimi	3.6%	3.8%	7.4%	11.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	42.0%	33.2%	31.5%	30.4%
FAVÖK, y/y	32.0%	28.7%	25.6%	34.5%
Net Kâr, y/y	326.5%	-19.0%	22.0%	43.3%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	9.2	10.8	8.9	6.2
FD/FAVÖK	5.6	4.1	3.2	2.5
FD/Ciro	2.0	1.4	1.0	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-0.1%	-6.2%	-12.8%	-4.6%
BİST-100 Relatif	5.1%	-0.8%	-30.9%	-21.6%
AOİH, mn TL	77	116	107	127



Faturalamalardaki daralma, hem KOBİ segmentindeki zayıf talebi hem de peşin lisans ve LEM modelinden aylık abonelik modeline geçişi yansıtıyor. İlk unsur gelecekteki gelir tanımalarını olumsuz etkilerken, ikinci unsur gelir esas olarak faturalamanın zamanlamasını değiştiriyor.

Net nakit pozisyonu, çeyrek içinde ödenen TRY491mn temettü ve TRY131mn tutarındaki geri alımların etkisiyle 1Ç26'daki TRY1.269mn seviyesinden TRY1.058mn'ye geriledi. Buna karşın tahsilat performansı güçlü kalırken, aktifleştirilen ar-ge harcamaları nedeniyle yatırım harcamaları TRY632mn ile yüksek seyrini korudu.

Abonelik tarafındaki operasyonel göstergeler güçlü seyrini korurken, eService ARR %23, İşbaşı ARR %29 büyüdü ve SaaS gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payı %59'a ulaştı.

Milyon TL	Güncel Tahminler			Önceki Tahminler	
	2025	2026T	2027T	2026T	2027T
Gelirler	5,801	7,724	10,157	8,295	11,036
FAVÖK	2,010	2,588	3,250	2,572	3,531
Net Kar	1,501	1,215	1,482	1,244	1,688
Gelirler		-7%	-8%		
FAVÖK		1%	-8%		
Net Kar		-2%	-12%		
12A Hedef Fiyat		203		225	

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	2Ç26
Satış Gelirleri	1,715	1,743
Satışların Maliyeti	64	49
Brüt Kar	1,651	1,694
Operasyonel Giderler	1,159	1,208
Faaliyet Karı	492	486
Amortisman ve İtfa Payları	220	243
FAVÖK	712	729
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-131	-133
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-2	-12
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	53	14
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-11	18
Finansal Gelir / (Gider)	-95	-56
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-77	-98
Vergi Öncesi Kar	361	352
Vergi Geliri / (Gideri)	4	17
Vergi Sonrası Net Kar	365	370
Azınlık Payları	0	0
Net Kar	365.5	370
Bilanço (milyon TL)	4Ç25	2Ç26
Dönen Varlıklar	3,974	2,609
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,430	898
Finansal Yatırımlar	198	177
Ticari Alacaklar	1,824	998
Stoklar	34	8
Diğer Dönen Varlıklar	685	705
Duran Varlıklar	6,142	6,088
Finansal Yatırımlar	792	753
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,575	1,443
Maddi Duran Varlıklar	463	454
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,178	3,354
Diğer Duran Varlıklar	134	83
Toplam Varlıklar	10,116	8,697
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,581	3,442
Finansal Borçlar	8	11
Ticari Borçlar	502	389
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,070	3,043
Uzun Vadeli Yükümlülükler	820	821
Finansal Borçlar	8	8
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	812	812
Özkaynaklar	4,715	4,434
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,715	4,434
Azınlık Payları	0	0
Toplam Kaynaklar	10,116	8,697

AKYatırım

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 dayanarak 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 Internet 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.