Şirket Raporu

LOGO YAZILIM

Yapay Zekâ ve Bulut Çağında Kurumsal Yazılım (ERP)

10 Eylül 2026

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Regülasyonların olumlu etkisi, ön ödemeli gelir modeli ve iş ortakları üzerinden genişleyen iş modeli sayesinde Logo Yazılım'ın sermaye getirisinin (ROIC) 2028'e kadar %20'nin üzerinde kalmasını ve sonrasında kademeli olarak hafifçe %16'ya gerilemesini bekliyoruz. Bu görünüm hisse için 203TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı ve %47 yükseliş beklentimizi destekliyor. Türkiye'nin öncü KOBİ yazılım sağlayıcısının hissesi, yatırımcıların yapay zekâ dönüşümü, faturalanan gelirde daralma ve abonelik modeline geçişin kârlılığa etkisini sorgulamasıyla yılbaşından bu yana BIST-100'ün yaklaşık %26 altında performans gösterdi.

Düşüş artık Logo'ya özgü: küresel ERP hisseleri Temmuz'dan bu yana toparlanırken Logo geride kaldı — Şubat başından bu yana Logo hisseleri USD bazında %28, benzerleri ise %7 düştü ve iskonto açıldı. Logo, benzerlerinin 19,8x seviyesindeki FD/SNA çarpanına karşılık 2026T 15,2x çarpanı ile işlem görüyor. Ayrıca 203TL hedef fiyatımız, Ar-Ge vergi istisnasının 2028'de sona ereceğini varsayıyor; istisnanın kalıcı uzatılması hedef fiyatımızı 255 TL'ye yükseltiyor. Modelde güçlü nakit yaratımı ve Romanya operasyonunun satışıyla desteklenen temettü dağıtım oranının da %80-%100 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

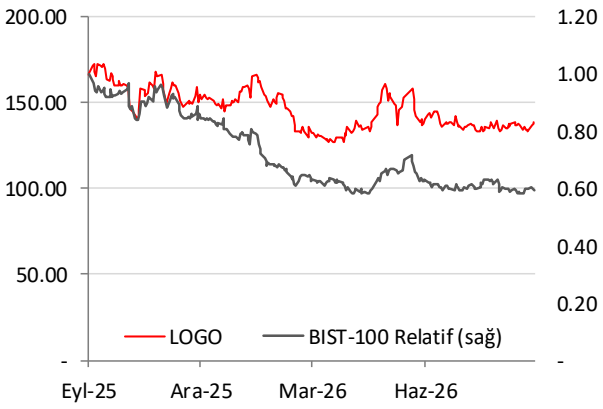
Bu raporda yatırım tezini üç temel soru üzerinden ele alıyoruz: i) yapay zekâ Logo'nun değerlemesi açısından risk oluşturuyor mu? ii) abonelik ve bulut tabanlı modellere geçiş değer yaratıyor mu, yoksa yalnızca gelirin muhasebeleştirilme sürecini mi değiştiriyor? ve iii) faturalanan gelirler zayıflarken kârlılık korunabilir mi? İlk soruya ilişkin olarak, yapay zekâ kaynaklı doğrudan ikame riskini sınırlı görüyoruz. İkinci olarak, abonelik modeline geçiş gelirlerin öngörülebilirliğini artırırken, buluta geçişin ekonomik katkısının henüz kanıtlanmadığını düşünüyoruz. Üçüncü olarak ise maliyet bazının bir bölümünün faturalanan gelirle birlikte hareket etmesi sayesinde marjların görece dayanıklı kalmasını bekliyoruz.

Yapay zekâ ERP'yi dönüştürüyor ortadan kaldırmıyor. SAP, Oracle ve Microsoft'un yapay zekâ ajanlarını iş akışlarına entegre etmesi bu görüşümüzü destekliyor. Logo tarafında ise faturalanan gelirin yaklaşık %60'ının kullanıcı sayısından ziyade şirket veya belge bazlı olması, yapay zekâ kaynaklı kullanıcı sayısı azalmasının kısa vadeli gelir riskini sınırlıyor.

Abonelik modeline geçiş gelirlerde öngörülebilirliği artırırken, kısa vadede faturalanan gelirler zayıf seyrediyor; bulut geçişinin değer yaratma potansiyeli ise henüz belirsiz. Tekrarlanan gelirlerin toplam gelirler içindeki payı 2023'te %73'ten 2Ç26'da %86'ya yükselerek gelirlerin giderek daha öngörülebilir hale gelmesini sağladı. Buna karşın, zayıf talep ve makro baskılar nedeniyle öne çekilen satın alımların azalması da faturalanan geliri kısa vadede baskılamaya devam ediyor. Nihayetinde, bulut tabanlı modelin değer yaratması abone devamlılığına ve kullanım süresinde elde edilen gelire bağlı; bu katkı henüz kanıtlanmış değil.

Kârlılık, faturalanan gelirdeki zayıflığın ima ettiğinden daha dayanıklı. 2026'da faturalanan gelirin reel olarak %3 gerilemesini (2Y26:-%2), buna karşılık UFRS gelirlerinin (TMS29) %2,4 büyümesini (2Y26: yatay) bekliyoruz. 2027'de ise reel büyümenin %3,5'e toparlanacağını öngörüyoruz. 2026T FAVÖK marjı tahminimiz, şirketin yaklaşık %31 seviyesindeki öngörüsüne karşılık %33,5 seviyesinde. Bunun temel nedeni, zayıf faturalanan gelirin performansa bağlı prim karşılıklarını azaltarak marja geçici destek sağlaması; faturalanan gelir toparlandıkça bu katkının tersine dönmesini bekliyoruz. Öte yandan, azalan sosyal güvenlik teşvikleri, fintech yatırımları ve organizasyonel dönüşüm maliyetleri marj daralmasına yol açıyor.

Bloomberg Kodu				LOGO TI
Tavsiye				Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat, TL				203.00 (önceki 203.00)
Güncel Fiyat, TL				138.10
Getiri Potansiyeli				47%
Halka Açıklık Oranı				64%
Piyasa Değeri, mn TL				13,120
Firma Değeri, mn TL				11,188
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	1,099	1,495	2,151
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,368	-1,259	-1,681	-1,030
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%	14.2%	14.7%	16.2%
Temettü Verimi	3.6%	3.8%	6.7%	11.4%
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%	-26.8%	36.0%	43.9%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	9.2	11.9	8.8	6.1
FD/FAVÖK	5.8	4.2	3.3	2.6
FD/Ciro	2.0	1.4	1.0	0.8
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	2.1%	-1.4%	-12.3%	-4.8%
BİST-100 Relatif	-3.0%	-6.6%	-36.6%	-26.1%
AOİH, mn TL	80	87	105	120



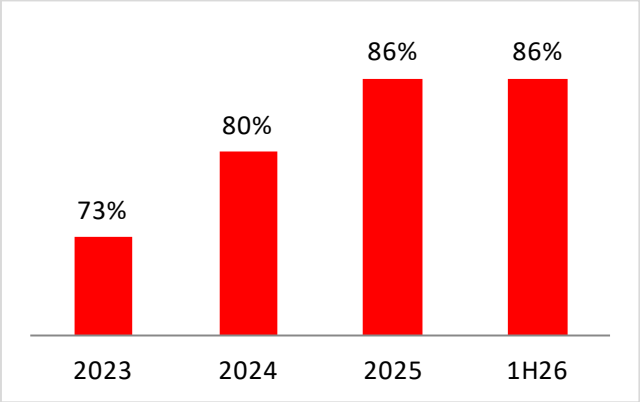
*Fiyat verisi 9 Eylül 2026 tarihlidir.

İÇERİK

Temel Grafikler – Görsel Özet 3
Finansallar 4
Yatırım Teması 5
Değerleme 9
Riskler 12
Şirket Görünümü 13
Kâr Değerlendirmesi 17
Sektörel Görünüm 18
Yapay Zekâ Tartışması 21

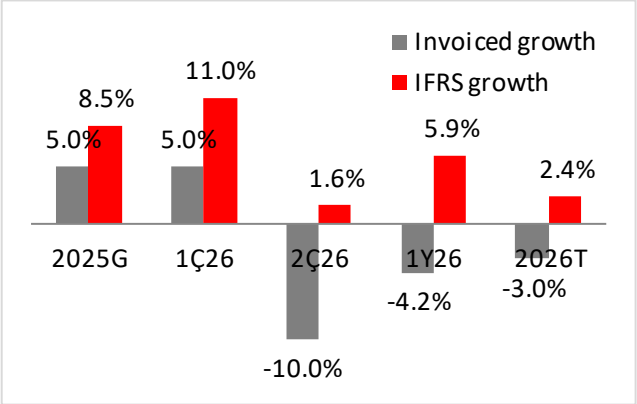
Temel Grafikler – Görsel Özet

Şekil 1: Tekrarlayan Gelirlerin Payı, 2023-1Y26



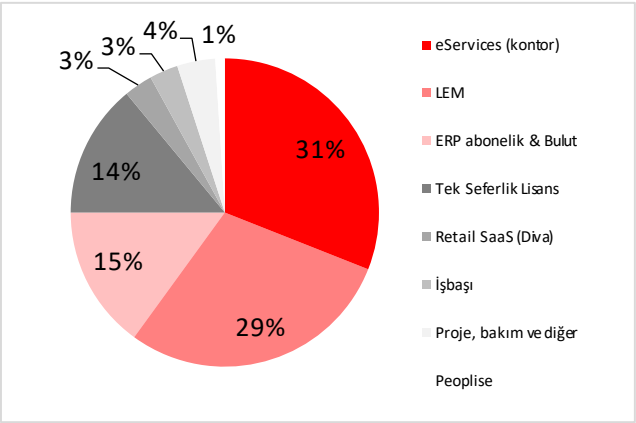
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. Faturalanan gelirlere oranı.

Şekil 2: Faturalanan vs. UFRS Gelir Büyümesi (y/y, reel)



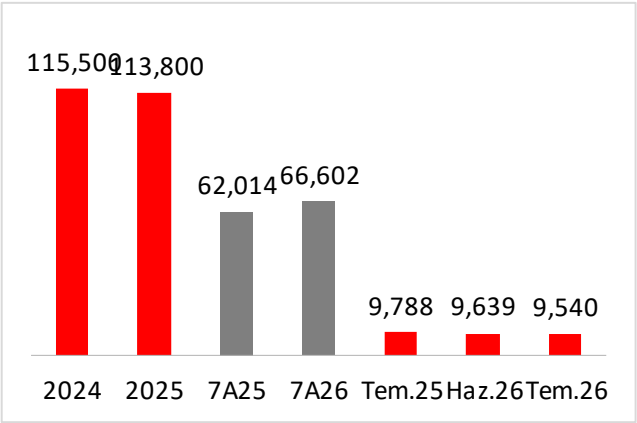
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma.

Şekil 3: 2025 Faturalanan Gelir Dağılımı



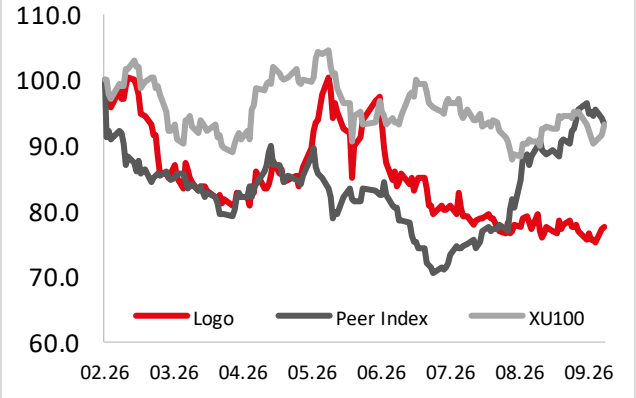
Kaynak: Şirket açıklamaları, Ak Yatırım tahminleri. Faturalandırılmış gelirindeki paylar %86'lık yinelenen gelir payı seviyesine göre düzenlendi.

Şekil 4: Türkiye'de Yeni Şirket Tescilleri



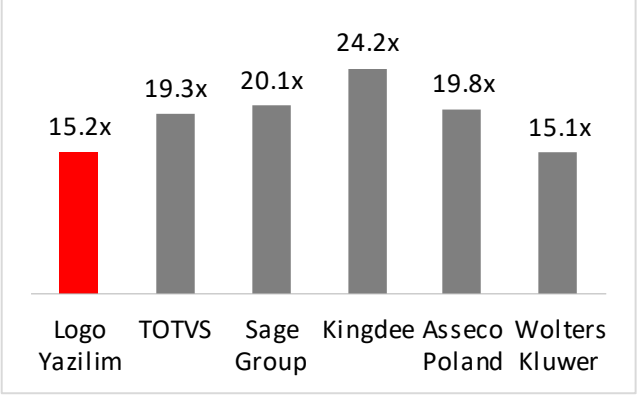
Kaynak: TOBB, Ak Yatırım Araştırma.

Şekil 5: Hisse Performansı: Logo -23%, Küresel ERP -7%



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma. 3 Şub 2026 – 08 Eylül 2026 arasında USD bazlı fiyat verileri üzerinden endekslendi.

Şekil 6: 2026T FD/SNA vs. Küresel ERP Benzerleri



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım tahminleri. KOBİ'ye odaklanan, yerel ürün sunan, bayii ağı kanalı kullanan şirketlerden oluşmaktadır.

Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	**5,801**	**7,724**	**10,157**	**13,245**
Satış Maliyetleri ve Operasyonel Giderler	-3,791	-5,136	-6,907	-8,874
Faaliyet Karı	1,253	1,568	1,869	2,517
FAVÖK	**2,010**	**2,588**	**3,250**	**4,371**
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	835	300	384	483
Finansal Gelir / (Gider)	-259	-348	-457	-596
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-324	-421	-301	-252
Vergi Öncesi Kar	**1,505**	**1,099**	**1,495**	**2,151**
Vergi Geliri / (Gideri)	-5	0	0	0
Net Kar	**1,501**	**1,099**	**1,495**	**2,151**
Hisse Başı Net Kar	16.2	11.8	16.1	23.2
Hisse Başı Temettü	5.4	5.4	9.5	16.1
Temettü Dağıtım Oranı	142%	33%	80%	100%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
FVÖK	**1,253**	**1,568**	**1,869**	**2,517**
Amortisman ve İtfa Payları	757	1,020	1,381	1,854
FAVÖK	2,010	2,588	3,250	4,371
İşletme Sermayesindeki Değişim	-193	-382	-483	-613
Ertelenmiş Gelirlerdeki Değişim	284	0	0	0
Sabit Sermaye Yatırımları	-947	-1,468	-1,828	-2,318
Vergi Ödemeleri	0	0	0	0
Serbest Nakit Akımı	**1,154**	**738**	**939**	**1,440**
Finansman Faaliyetlerden Nakit	343	843	511	2,083
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	**811**	**-105**	**428**	**-643**

Bilanço (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	**3,106**	**3,573**	**4,724**	**4,999**
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,383	1,278	1,706	1,063
Ticari Alacaklar	1,549	2,063	2,712	3,537
Stoklar	29	39	51	66
Diğer Dönen Varlıklar	146	194	255	333
Duran Varlıklar	**5,216**	**6,683**	**8,518**	**10,847**
Maddi Duran Varlıklar	404	538	707	922
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,698	3,593	4,725	6,161
Diğer Duran Varlıklar	2,114	2,552	3,086	3,764
Toplam Varlıklar	**8,322**	**10,256**	**13,242**	**15,846**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**3,890**	**4,034**	**4,216**	**4,447**
Finansal Borçlar	7	10	13	16
Ticari Borçlar	427	568	747	974
Müşteriye Yükümlülükler	2,713	2,713	2,713	2,713
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	743	743	743	743
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**697**	**941**	**1,139**	**1,390**
Finansal Borçlar	7	9	12	16
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	689	932	1,126	1,374
Özkaynaklar	**3,736**	**5,281**	**7,887**	**10,009**
Ödenmiş Sermaye	95	95	95	95
Azınlık Payları	0	0	0	0
Rezerv ve Diğer Kalemler	2,140	4,087	6,298	7,763
Dönem Net Karı / (Zararı)	1,501	1,099	1,495	2,151
Toplam Kaynaklar	**8,322**	**10,256**	**13,242**	**15,846**

Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	-1,368	-1,259	-1,681	-1,030
Net Borç / FAVÖK	-0.7x	-0.5x	-0.5x	-0.2x

Reel Büyüme	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	8.5%	2.4%	3.5%	4.4%
FAVÖK	1.0%	-1.0%	-1.1%	7.6%
Net Kar	225.8%	-43.7%	7.1%	15.2%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Kar Marjı	21.6%	20.3%	18.4%	19.0%
FAVÖK Marjı	34.6%	33.5%	32.0%	33.0%
Net Kar Marjı	25.9%	14.2%	14.7%	16.2%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	47.2%	24.4%	22.7%	24.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	19.9%	9.6%	9.2%	10.9%

Rasyo Analizi	2025	2026T	2027T	2028T
F / K	8.7x	11.9x	8.8x	6.1x
FD / FAVÖK	5.6x	4.3x	3.4x	2.6x
FD / Satış	1.9x	1.4x	1.1x	0.8x
Temettü Verimi	3.8%	3.8%	6.7%	11.4%

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma. * Serbest Nakit Akışı (FCF), İndirgenmiş Nakit Akışı (DCF) kalemlerini yansıtmaktadır. Tahminler, ilgili yılların yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir. ** 2025 yılı net kârı, Romanya'daki varlıkların elden çıkarılmasından kaynaklanan 776 milyon TL tutarındaki tek seferlik kazancı içermektedir. *** Romanya'daki varlıkların kademeli olarak elden çıkarılması sürecinin, 2027 sonuna kadar ilave 12,9 milyon Euro tutarında nakit girişi sağlaması beklenmektedir.

Makroekonomik Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Yıl Sonu TÜFE	30.9	30.0	27.0	25.0
Politika Faizi	38.0	30.0	31.0	29.0
USD/TL Yıl Sonu	42.9	51.8	62.6	76.3

Kaynak: Akbank Ekonomik Araştırmalar, Ak Yatırım Araştırma.

Yatırım Teması

i) Yapay Zekâ ERP'ye olan ihtiyacı azaltmıyor, kullanım biçimini değiştiriyor

Şubat-Haziran döneminde küresel kurumsal yazılım (ERP) hisselerinde görülen sektör genelindeki düşüş, yapay zekânın yaratabileceği risklere yönelik endişeleri yansıttı. Özellikle Anthropic'in "Claude Cowork" ve iş akışlarına özel yapay zekâ ajanlarını piyasaya sürmesi, yapay zekânın geleneksel uygulama katmanlarının bir bölümünü devre dışı bırakabileceği, kullanıcı lisansı ihtiyacını azaltabileceği ve mevcut ERP oyuncularının fiyatlama gücünü zayıflatabileceği yönündeki endişeleri artırdı. Ancak o tarihten bu yana ürün gelişmeleri, ajanların kurumsal sistemlerin yerini almaktan ziyade mevcut sistemlere entegre edildiğini veya bu sistemlerle bağlantılı çalıştığını göstererek ikame tezini zayıflattı. Nitekim küresel ERP hisseleri Temmuz'dan bu yana toparlanarak Şubat sonrası kayıplarının büyük kısmını geri aldı. Logo hissesi bu toparlanmaya katılmadığı için benzerlerine göre iskontosu derinleşti.

Bu çerçevede SAP, Oracle ve Microsoft yapay zekâ ajanlarını mevcut iş akışlarına entegre ederken, Anthropic'in Model Context Protocol (MCP) standardı ile Salesforce/Anthropic arasındaki son entegrasyon, ajanların mevcut kayıt, yetkilendirme ve uyum altyapısı üzerinden çalışacağına işaret ediyor. Agentforce'un son dönemde kaydettiği ilerleme de yapay zekâ kullanımının mevcut kurumsal yazılım platformlarıyla birlikte büyüyebileceğini gösteriyor. Dolayısıyla ERP sistemlerinin kısa vadede işlevsiz hale gelmesini bir risk olarak görmüyoruz. Bununla birlikte, fiyatlama üzerindeki baskı, müşteri ara yüzünün kontrolü ve ürün maliyetleri gibi bazı risklerin bulunduğunu kabul ediyoruz.

Logo, yapay zekânın kullanıcı lisansı ihtiyacını azaltması halinde oluşabilecek gelir baskısına karşı görece korunaklı. Faturalanan gelirin yaklaşık %60'ı kullanıcı başına değil, Logo Enterprise Membership (LEM) kapsamında şirket başına veya eServices (kontör) üzerinden yasal belge başına ücretlendiriliyor. Şirket içi kurulum lisansları ve bunlara bağlı LEM yenilemeleri, lisans bedelinin belirli bir yüzdesi üzerinden fiyatlanıyor. Ürün seviyesi seçimi de kullanıcı sayısından ziyade ürün özelliklerine göre belirleniyor. Doğrudan ikame riski ağırlıklı olarak yeni müşteri kazanımına açık mikro işletme ve niş SaaS segmentlerinde yoğunlaşıyor; bu alanlar faturalanan gelirin yaklaşık %5–7'sini oluşturuyor.

Yapay zekâ tabanlı ürünlerin ikame edilebilir mikro işletme ve niş SaaS segmentlerinin ötesine yayılması, hacimler dayanıklı kalırken reel fiyatlamanın zayıflaması veya yapay zekâ kaynaklı maliyetlerin gelir yaratımı olmaksızın kalıcı hale gelmesi durumunda görüşümüzü yeniden değerlendireceğiz. Mevcut tahminlerimiz yapay zekâ kaynaklı yukarı yönlü bir katkı içermiyor. Ücretli modüller ve yapay zekâ ajanlarının oluşturduğu belgelerin eServices hacimlerini artırması ilave gelir yaratabilirken, otomasyon kurulum maliyetlerini düşürerek marjları destekleyebilir. Bu fırsatların brüt marjda bozulma yaratmadan gelire dönüşmesi yukarı yönlü potansiyel oluşturacaktır.

ii) Abonelik modeli öngörülebilirliği artırıyor, ancak getiriler henüz kanıtlanmadı

Logo, mevcut müşterilerini peşin ödemeli şirket içi kurulum lisansı uygulamaları ve LEM modelinden web ve bulut tabanlı abonelik modeline geçiriyor. Bu dönüşüm müşterilerin ödeme şeklini ve gelirin muhasebeleştirilme zamanını değiştirirken, buluta geçiş yazılımın müşteriye sunulma biçimini değiştiriyor. Küçük ölçekli işletmeler segmentindeki dönüşüm 4Ç23'te başladı ve büyük ölçüde tamamlandı. ERP abone sayısının 2025 sonundaki 28 bin+ seviyesinden 2026 sonunda 36 bin+ seviyesine yükselmesi hedefleniyor. Bulut ERP'ye geçiş ise ayrı bir performans göstergesi olup, müşteri sayısının 2,8 bin+ seviyesinden 4,0 bin+ seviyesine çıkması hedefleniyor. Orta ölçekli işletmeler segmentindeki geçiş 2Y26'da başlayacak; lisans gelirlerinin peşin muhasebeleştirilmesinden sözleşme süresine yayılan gelir modeline geçiş nedeniyle 2027'de marjın dip yapmasını bekliyoruz. Tekrarlayan gelirlerin toplam gelir içindeki payı 2023'te %73'ten 2Ç26'da %86'ya yükseldi.

Abonelik modeli yenileme dinamiklerini de güçlendiriyor. LEM müşterileri yenileme yapmadan mevcut yazılımı kullanmaya devam edebilirken, abonelik modelinde yenileme yapılmadığında ürüne erişim sona eriyor. Bunun müşteri devamlılığını desteklemesini bekliyoruz. Ancak değer yaratımı, müşteri ömrü boyunca elde edilen gelirin uzayan geri ödeme süresini, barındırma maliyetlerini ve olası EBIT marjı baskısını karşılamasına bağlı. Bulut modeli güncellemelerin, yeni modüllerin ve yapay zekâ özelliklerinin devreye alınmasını kolaylaştırırken, barındırma ve geliştirme maliyetlerini Logo'ya yüklüyor. Yıllık peşin ödemelerin korunması halinde gelirlerin muhasebeleştirilmesi zamana yayılsa dahi nakit tahsilatı güçlü kalabilir. Dolayısıyla daha yüksek gelir görünürlüğü, doğrudan daha güçlü nakit dönüşümü veya marj anlamına gelmiyor.

Bu nedenle gelir görünürlüğünün artmasını beklerken, yapısal bir marj artışı veya daha güçlü bir rekabet avantajı varsaymıyoruz. Daha yüksek müşteri devamlılığı, müşteri başına daha fazla ürün satışı ve bulut ürünlerinde daha güçlü brüt marjlar ilave değer yaratımını destekleyebilir. Buna karşılık, zayıf müşteri devamlılığı, tahsilatın yavaşlaması veya barındırma maliyetlerinin kalıcı olarak yüksek seyretmesi, dönüşümün getirileri artırmaktan ziyade ağırlıklı olarak gelirlerin zamanlamasını değiştirdiğine işaret eder.

iii) Kârlılık faturalanan gelirden daha dayanıklı, ancak marj desteğinin kalitesi düşük

Faturalanan gelirin, 1Y26'da %4 gerilemesinin ardından 2Y26'da yaklaşık %2 daralarak yıl genelinde reel olarak yaklaşık %3 azalmasını bekliyoruz. Yıl sonu enflasyon tahminimizin yönetimin varsayımından daha yüksek olması (%30'a karşı %23) faturalanan gelir büyümesine dair şirket öngörüsünü (%12,2) de daha iddialı hale getiriyor; bizim enflasyon varsayımımıza göre öngörü yaklaşık %6 reel büyümeye işaret ediyor. UFRS gelirlerinin ise, 2Y26'da yaklaşık %1 gerilemeye rağmen, 2026 genelinde %2,4 artmasını bekliyoruz (yönetim öngörüsü: %11,6). Önceki dönemlerde alınan peşin ödemeler 3Ç26 gelirlerini desteklerken, zayıf faturalanan gelirin etkisinin 4Ç26'da daha belirgin hale gelmesini öngörüyoruz. 2027'de reel gelir büyümesini %3,5 tahmin ederken, 2026'daki faturalanan gelir zayıflığının gelir tablosuna

yansıması ve orta segmentte abonelik geçişinin yılın tamamında etkili olması nedeniyle LEM gelirlerinde %8 düşüş öngörüyoruz.

2026T FAVÖK marjı tahminimiz, şirketin yaklaşık %31 seviyesindeki öngörüsüne karşılık %33,5. Faturalanan gelirin planın altında kalmasıyla iş ortakları ve satış çalışanlarına yönelik performansa bağlı prim karşılıklarının azalması marjı desteklerken, daha düşük personel teşvikleri, Pera/fintech yatırımları ve dönüşüm maliyetlerinin olumsuz etkisini kısmen dengeliyor. Ancak bu desteği düşük kaliteli olarak değerlendiriyoruz; faturalanan gelir toparlandıkça olumlu etkinin ortadan kalkmasını bekliyoruz. Net kârın ise, ağırlıklı olarak 2025'te kaydedilen 776 milyon TL tutarındaki tek seferlik Romanya satış kârının baz etkisiyle, reel olarak yaklaşık %44 azalarak 1,1 milyar TL'ye gerilemesini bekliyoruz.

SNA marjının 2025'teki yaklaşık %20 seviyesinden 2026'da yaklaşık %10'a gerilemesini ve 2028'e kadar bu seviyelerde kalmasını öngörüyoruz. Önceki dönem peşin ödemeleri UFRS gelirlerini desteklerken, sözleşme yükümlülüklerinin yatay seyretmesi ilave nakit katkısı sağlamıyor; bulut ürünlerine yönelik geliştirme harcamaları ise yatırım harcamalarını yüksek tutuyor.

Şekil 7: KPI ve Temel Oranlar

	2024G	2025G	1Y26	2026T
Tekrarlayan gelirlerin faturalanan gelirdeki payı	%80	%86	%86	—
SaaS payı*	%42	%52	%59	—
SaaS ARR (USDmn)**	37.2	46.4	49.3	—
Faturalanan gelir büyümesi (reel)	—	%+5	%-4	-3%T / +12.2%G
UFRS gelir büyümesi (reel)	—	%+9	%+6	%+2.4T / %+11.6G
SNA / FAVÖK	—	57%	—	%29(T)
İşl. Serm. / Faturalanan Gelir	%20	%8***	%8	%8
Rule of 40 (raporlanan, USD)	—	~52	—	46

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. T = Ak Yatırım tahmini, Ş = Şirket öngörüsü. * 2024-25: Faturalanan gelir bazında; 1Y26 şirketin açıkladığı şekilde UFRS gelirleri bazında. ** TMS29 düzeltmesi öncesi.

iv) Aşırı riskten kaçınma cazip alım fırsatı yarattı

Hissenin mevcut fiyatının gelecekteki değer potansiyelini yansıtmadığını düşünüyoruz. Yatırıma yönlendirilen sermaye getirisinin (RONIC) ağırlıklı sermaye maliyetine (WACC) eşit olduğunu kabul ettiğimiz senaryoda bile hisse başına değeri 118 TL olarak mevcut hisse fiyatının (138 TL) sadece %14 altında hesaplıyoruz. Logo'nun operasyonel kalitesi dikkate alındığında bu senaryoyu fazlasıyla muhafazakâr buluyoruz. Öyle ki, Logo'nun 2026 tahminlerimize göre gelir artışı ile FAVÖK marjını dikkate alan "Rule of 40" puanını 46 olarak hesaplıyoruz. Bloomberg konsensüsüne göre benzer şirket medyanı ise 36 seviyesinde bulunuyor. Ayrıca şirketin uzun dönem sermaye getirisinin (ROIC) 2028'e kadar %20'nin üzerinde kalmasını bekliyoruz. Türkiye'de KOBİ yazılım pazarının görece düşük penetrasyonunun da uzun vadeli büyüme alanı sunmasını değerleme açısından

destekleyici buluyoruz. Türkiye'de ERP penetrasyonu 2025'te %28,3 seviyesinde bulunurken AB ortalaması %46,5 olmuştu.

203 TL seviyesindeki baz senaryo hedef fiyatımız, Ar-Ge bölgesi vergi istisnasının 31 Aralık 2028'de sona ereceğini ve sonrasında %25 kurumlar vergisi uygulanacağı varsayımını içeriyor. Hedef fiyatımız söz konusu vergi istisnasının kalıcı uzatılması durumunda 255 TL'ye yükselirken, vergi oranının %15 olarak uygulanması durumunda 224 TL oluyor. Dolayısıyla vergi kaynaklı olarak baz senaryomuza dahil etmediğimiz anlamlı bir yukarı yönlü potansiyel olduğunu düşünüyoruz.

Bilanço yapısı yüksek hissedar getirilerini destekliyor. Net nakit 2Ç26 itibarıyla 1,06 milyar TL seviyesindeyken, Romanya operasyonunun satışından 2027 sonuna kadar ilave 12,9 milyon EUR nakit girişi bekleniyor. Bu çerçevede, 2026'da %33 olan temettü dağıtım oranının 2027T'de %80'e, 2028T'de ise %100'e yükselmesini bekliyoruz. Bu tahminler, mevcut hisse fiyatına göre 2027 ve 2028 için sırasıyla %6,7 ve %11,4 temettü verimine işaret ediyor. Logo'nun ayrıca yaklaşık 400 milyon TL tutarında kullanılmamış hisse geri alım kapasitesi bulunuyor. Şirket, önceki yıllarda paylarının %5'ini geri aldıktan sonra söz konusu payları iptal ederek toplam pay sayısını 100 milyondan 95 milyona düşürdü. Rapor tarihi itibarıyla mevcut geri alım programı kapsamında geri alınan paylar, toplam payların %2,77'sine ulaştı.

Yeniden değerleme açısından ana katalizör faturalanan gelirin istikrar kazanması; faturalanan gelirlerde ivme artana kadar değerleme iskontosunun devam etmesini bekliyoruz. Bu süreçte %6,7 temettü verimi, devam eden geri alımlar ve değer yaratımı içermeyen 118 TL seviyesine sınırlı aşağı yön riski bu dönemde getiriyi taşıyor.

Değerleme

203TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımız %47 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Değerlememizde 2032'ye kadar açık SNA tahminlerini ve şirket değerinin yaklaşık %63'ünü oluşturan değer yaratan unsurlara dayalı terminal değer yaklaşımını içeren İNA modeli kullanıyoruz. Baz senaryomuz Ar-Ge bölgesi vergi istisnasının uzatılmadığını ve 2029'dan itibaren %25 nakit vergi oranı uygulandığını varsayıyor. Vergi istisnasının tamamen devam etmesi halinde 12 aylık hedef fiyatımız 255 TL'ye yükseliyor.

Şekil 8: İNA, 2025-2032T, TRYmn

İNA	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Gelirler	5,801	7,724	10,157	13,245	16,864	21,096	25,967	31,774
Reel Büyüme, %	%8.5	%2.4	%3.5	%4.4	%3.5	%3.0	%3.0	%3.0
FAVÖK	2,010	2,588	3,250	4,371	5,649	7,067	8,699	10,644
Marj, %	%34.6	%33.5	%32.0	%33.0	%33.5	%33.5	%33.5	%33.5
Vergi	0	0	0	0	-805	-992	-1,201	-1,454
İşletme Serm. Değişimi	-193	-382	-483	-613	-590	-633	-649	-635
Marj, %	%-3.3	%-4.9	%-4.8	%-4.6	%-3.5	%-3.0	%-2.5	%-2.0
Ertelenmiş Gelir Değişimi	284	0	0	0	0	0	0	0
Marj, %	%4.9	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Yatırım Harcamaları	-947	-1,468	-1,828	-2,318	-2,867	-3,481	-4,155	-4,925
Marj, %	%-16	%-19	%-18	%-18	%-17	%-17	%-16	%-16
SNA	1,154	738	939	1,440	1,387	1,962	2,694	3,630
Marj, %	%19.9	%9.6	%9.2	%10.9	%8.2	%9.3	%10.4	%11.4
İskonto Faktörü	1.00	1.11	1.45	1.88	2.45	3.18	4.14	5.39
SNA Bugünkü Değer	4,586							
Uç Değer Büyüme Oranı	%10							
Uç Değer Bugün	7,948							
Firma Değeri	12,534							
Net Borç (Nakit)	-1,057							
Other Adj. (incl. Romania)	-875							
Özsermaye Değeri	14,459							
Hedef Özsermaye Değeri	18,821							
Son Piyasa Değeri	13,120							
Pay Adedi	92.8							
Hedef Hisse Fiyatı	203							
Son Kapanış Hisse Fiyatı	138							
Yukarı Potansiyel	47%							

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. Diğer düzeltmeler, 2027 sonundaki Romanya operasyonlarının elden çıkarma gelirlerinin 775 milyon TL tutarındaki bugünkü değerini ve buna ilişkin 672 milyon TL tutarındaki varlığı içermektedir. Pay sayısı, 2Ç26 sonu itibarıyla geri alınan paylarla düzeltilmiştir.

2026T ve 2027T için UFRS gelir büyümesini sırasıyla %2,4 ve %3,5 tahmin ediyoruz. Orta segmentte abonelik geçişinin maliyetleri öne çekmesini, buna karşılık peşin tahsil edilen gelirlerin zamana yayılarak muhasebeleştirilmesi nedeniyle FAVÖK marjının 2027T'de yaklaşık %32 ile dip yapmasını, geçişin olgunlaşmasıyla 2029T'den itibaren yaklaşık %33,5 seviyesine toparlanmasını bekliyoruz. Bulut odaklı ürün geliştirme harcamaları nedeniyle yatırım harcamalarının satışlara oranının 2026T'de yıllık 3 puan artışla %19'a yükselmesini, terminal yılda ise %15,5'e gerilemesini öngörüyoruz.

TL bazlı İNA modelimizde %25 risksiz faiz oranı, %12,5 terminal risksiz faiz oranı, %5,5 hisse senedi risk primi ve 0,93 beta kullanıyoruz. Terminal büyümeyi %10 varsayıyoruz; bu oran %9 uzun vadeli enflasyon varsayımımızın üzerinde yaklaşık %1 reel büyümeye işaret ediyor. 2029'dan itibaren %15 vergi oranı uygulanması halinde 12 aylık hedef fiyatımız 224 TL'ye yükseliyor. RONIC'nin AOSM'ye eşit olduğu ve terminal dönemde ilave değer yaratımı varsaymadığımız senaryoda ise İNA değerimiz hisse başına 118 TL'ye geriliyor. Bu seviye mevcut piyasa fiyatının yalnızca yaklaşık %14 altında ve piyasanın sermaye maliyetinin üzerindeki getirilere sınırlı değer atfettiğine işaret ediyor.

Şekil 9: Duyarlılık Analizi — 12A Hedef Fiyat, TL

Uç Yeniden Yatırım Oranı (YYO, % NOPAT)	g = %9	g = %10	g = %11
%15	195	210	228
%20 (baz)	189	203	220
%25	183	196	212
%30	177	189	203
%35	171	182	197
Sıfır değer yaratımı (YYO = g / AOSM)	152	153	153

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. * Baz: RR 20%, uç değer büyüme 10% nominal, 20209-sonrası vergi %25. **YYO: Yeniden yatırım oranı (RR). g: büyüme oranı

Geçiş döneminde tercih ettiğimiz göreceli değerleme çarpanı FD/SNA. Bu çarpanın, gelirlerin muhasebeleştirilme zamanlamasından etkilenmeden zayıflayan nakit dönüşümünü daha iyi yansıttığını düşünüyoruz. TOTVS, Sage Group, Kingdee, Asseco Poland ve Wolters Kluwer medyanına göre Logo, 2026T'de 15,2x FD/SNA, 4,3x FD/FAVÖK ve 11,9x F/K ile işlem görüyor; bu çarpanlar sırasıyla %23, %64 ve %40 iskonto ima ediyor. 2027T için de iskontolar sırasıyla %15, %65 ve %49 ile yüksek seviyelerde kalıyor.

Şekil 10: Değerleme Özeti

Değerleme Özeti	Logo	Küresel ERP Benzerleri	İskonto
Düzeltilmiş FD/SNA (2026T)	15.2x	19.8x	-23%
FD/FAVÖK (2026T)	4.3x	11.9x	-64%
F/K (2026T)	11.9x	19.8x	-40%
Rule of 40 (2026T; USD)	46	36	+10ppts
Memo: FD/SNA (2027T)	11.9x	14.0x	-15%
SNA dönüşüm oranı (2026T)	29%	—	—
ROIC	26% / c20%*	12%	—

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım tahminleri. Logo rakamları TMS-29'a göre düzeltilmiştir; emsaller USD cinsindendir ve tekrar eden gelirler re-occuring sınıfını içermemektedir. * ROIC, NOPAT / yıl sonu yatırım sermayesidir (toplam varlıklar eksi nakit ve işletme dışı yatırımlar; müşteri ön ödemeleri netleştirilmemiştir). Logo, vergi sonrası nakitte yaklaşık %26 ve normalleştirilmiş %25 vergi oranında yaklaşık %20'dir; emsal ROIC'si vergi sonrasıdır. 40 Kuralı, geliştirme maliyeti kapitalizasyonu için düzeltilmemiş, raporlanan EBITDA marjlarını kullanır. ** KOBİ'ye odaklanan, yerel ürün sunan, partner kanalı kullanan şirketlerden oluşmaktadır.

Riskler

Rekabet. Yapay zekâ tabanlı rekabetin, geçiş maliyetlerinin ve ürün sofistikasyonunun daha sınırlı olduğu mikro işletme segmentinde daha yoğun yaşanması daha olası görünüyor. Mikro işletmeler yazılım seçiminde sıklıkla mali müşavirlerin yönlendirmesine başvurduğu için, güçlü mali müşavir kanalı ve mevcut müşteri tabanına sahip olan Logo kısmen avantajlı durumda bulunuyor. Mikro segment ürünü İşbaşı'nın düşük ARPU'su (yaklaşık 48 USD), yeni bir oyuncunun pazarlama, satış komisyonları ve müşteri kazanımı gibi maliyetlere ayırabileceği bütçeyi de sınırlıyor. Doğrudan rekabete açık mikro işletme ve niş SaaS alanının faturalanan gelirin yalnızca yaklaşık %5–7'sini oluşturduğunu tahmin ediyoruz.

Gelir yaratımı. Yapay zekâ ve bulut entegrasyonu, platformun yerini almadan da ERP ekonomisini baskılayabilir; müşteri arayüzünün kontrolü, zayıflayan fiyatlama gücü veya kalıcı olarak yükselen barındırma ve yapay zekâ çıkarım maliyetleri bu riskin başlıca kanalları olabilir. Bu konuda izlenmesi gereken temel göstergeleri ARPU, bulut ürünlerinin brüt kâr marjları ve müşteri devamlılığı olarak değerlendiriyoruz.

Tekrarlayan gelir tabanı. LEM'de müşteriler güncellemelerden vazgeçerek mevcut yazılımı kullanmaya devam edebildiği için yenileme zorunlu değil. eServices tarafında ise yasal e-belge yükümlülükleri kullanımın devamlılığını destekliyor. Abonelik modelinde yenileme yapılmadığında ürüne erişimin sona ermesi, müşterilerin abonelik modeline geçişinin ardından devamlılığı yapısal olarak güçlendiriyor; ancak müşteriler ürünü tamamen bırakarak sistemden çıkmaya devam edebilir. Yenileme oranlarında veya enflasyonun üzerinde fiyat artışları, yapay zekâ veya bulut çözümleri başarıyla devreye alınsa dahi müşteri sadakatını zayıflatabilir.

Talep. Olumlu görüşümüz, makro koşullardaki zayıflamaya rağmen tekrarlayan talebin dayanıklı kalacağı varsayımına dayanıyor. Yönetim, özellikle orta segmentte LEM yenilemelerinin güçlü seyrettiğini ve yeni müşteri kazanımlarında ise güçlü seyrin tek seferlik gelirleri desteklediğini belirtiyor. eServices tarafındaki kontör (coin) kullanımındaki zayıflık ise orta ve büyük segmentte yoğunlaşıyor. Orta segment yenilemelerinde, yeni müşteri kazanımlarında veya kontör kullanımında belirgin bir bozulma görüşümüzü zayıflatır ve tahminlerimizde aşağı yönlü revizyon gerektirebilir.

Diğer riskler. Ar-Ge bölgesi vergi istisnası 31 Aralık 2028'de sona eriyor. Baz senaryomuz bu konuda muhafazakâr kalarak istisnanın uzatılmayacağını varsayıyor. Hisse üzerindeki riskler açısından TL'deki oynaklık, jeopolitik riskler ve küçük ölçekli hisse likidite riski iskontonun devam etmesine neden olabilir.

Şirket Görünümü

Logo Yazılım, 1.000'in üzerinde iş ortağından oluşan ağı üzerinden 230 binden fazla müşteriye hizmet veren Türkiye'nin lider KOBİ kurumsal yazılım sağlayıcısıdır. Şirket; ERP, e-dönüşüm, insan kaynakları/bordro, perakende, mikro KOBİ muhasebe ve fintech çözümleri sunarak Türkiye KOBİ yazılım pazarının geniş bir bölümünde faaliyet gösteriyor.

Pazar Konumu: Hedef Segmentler ve Liderlik

Logo, müşteri sayısına göre Türkiye'nin lider ERP sağlayıcısı konumunda olup, KOBİ segmentlerinde geniş, büyük ölçekli işletmelerde ise seçici bir müşteri tabanına sahiptir. KOBİ'ler içinde küçük işletmeler en geniş müşteri havuzunu sunarken, pazar daha parçalı ve fiyat hassasiyeti daha yüksektir. Orta segment ise gelir ve kârlılık açısından Logo'nun en güçlü olduğu alandır. Mikro işletmeler, 77,5 bin kullanıcıya ve yıllık %29 ARR büyümesine ulaşan İşbaşı ile Pera üzerinden penetrasyon artışı için başlıca fırsat alanı olmaya devam ediyor. Şirketin referans verdiği en güncel IDC pazar çalışmasına (2021) göre Logo, gelir bazında yaklaşık %26 pazar payıyla, %43 paya sahip SAP'ın ardından ikinci sırada yer alıyor. Aradaki fark büyük ölçüde SAP'ın büyük ölçekli işletmelerdeki daha yüksek ağırlığından kaynaklanıyor.

Logo'nun rekabetçi konumu, KOBİ'lerin yazılım talebini destekleyen düzenlemelerle de güçleniyor. Şirket; Türkiye'ye özgü ürün içeriğini, sertifikalı e-dönüşüm entegrasyonlarını, geniş müşteri tabanını ve iş ortakları ile mali müşavirler üzerinden kurduğu yaygın dağıtım ağını bir araya getiriyor. Gelirlerin yaklaşık %40'ına ulaşan Ar-Ge harcamaları yerelleştirme ve ürün geliştirme faaliyetlerini destekliyor. Bu ürün genişliğini KOBİ'lerin karşılayabileceği fiyat seviyelerinde sunabilmek, yerel bilgi birikimi ve geniş bir dağıtım ağı gerektiriyor.

SAP, özellikle büyük ölçekli işletmelerde Logo'nun en önemli küresel rakibi. Logo; yerel ürün derinliği, KOBİ odaklı fiyatlama ve iş ortağı ağı sayesinde segmentin alt tarafında daha güçlü konumlanırken, müşteri ölçeği, süreç karmaşıklığı ve uluslararası gereksinimler arttıkça SAP'ın rekabet gücü yükseliyor. SAP büyük ölçekli işletmelerde baskın konumdayken, Logo orta ve küçük işletmelerde daha güçlü bir konuma sahip. Bu nedenle orta segmenti, Logo'nun SAP karşısındaki müşteri kazanım ve kayıplarının yakından izlenmesi gereken temel rekabet alanı olarak görüyoruz.

İş Analizi: Gelir Yapısı ve Buluta Geçiş

Şekil 11'de Logo'nun gelir yapısını detaylandırıyoruz: Şirket faturalanan gelirinin yaklaşık %60'ı doğrudan kullanıcıya değil, LEM ve eServices üzerinden şirketlere ve yasal belgelere bağlı bulunuyor. Model genelinde peşin ödeme yaygın olarak kullanılıyor. Şirket içi kurulum ürünleri ve bunlara bağlı LEM yenilemeleri ise kullanıcı sayısı aralıklarına göre fiyatlanmaya devam ediyor. Dolayısıyla kullanıcı ihtiyacındaki azalma, kullanıcı başına doğrudan fiyatlama olmasa dahi müşterilerin daha düşük fiyatlı paketlere geçmesine neden olabilir. Bu yapı kullanıcı sayısındaki düşüşe karşı doğrudan riski sınırlasa da Logo'yu zayıflayan fiyatlama, müşteri kaybı veya artan ürün sunum maliyetlerine karşı korumuyor.

Logo'nun hizmet sunumu, gelir modelindeki dönüşümü dağıtım modelindeki değişimle birlikte yürütüyor. Tek seferlik lisans ve LEM gelirleri kademeli olarak abonelik modeline geçerken, ürünler masaüstü ortamlarından web tabanlı ve bulut mimarilerine taşınıyor. Bu dönüşüm, faturalanan gelir ile UFRS gelirleri arasındaki farkta açık şekilde görülüyor: 1Y26'da enflasyondan arındırılmış faturalanan gelir %4 gerilerken, UFRS gelirleri %6 arttı ve tekrarlayan gelirlerin payı 2023'teki %73 seviyesinden %86'ya yükseldi. 4Ç23'te başlayan küçük segment dönüşümü büyük ölçüde tamamlandı. ERP abonelerinin 2025 sonundaki 28 bin+ seviyesinden 2026 sonunda 36 bin+ seviyesine, Bulut ERP müşteri sayısının ise 2,8 bin+ seviyesinden 4,0 bin+ seviyesine yükselmesi hedefleniyor. Orta segmentte geçiş Eylül 2026'da başladı. Peşin lisans gelirlerinin zamana yayılarak muhasebeleştirilmesi nedeniyle 2027 ana dönüşüm yılı olmaya devam edecek. Abonelik modelinin yenileme dinamiklerini güçlendirmesini bekliyoruz; ancak bulut ürünlerinin brüt kâr marjları ve geçiş yapan müşteri gruplarının getiri katkısı henüz açıklanmadı.

Raporlanan eServices müşteri sayısı 1Ç26'da yıllık %6 düşüşle 206 bine geriledi. Yönetim bu düşüşü rekabet kaynaklı müşteri kaybından ziyade müşteri hesaplarında yapılan temizliğe bağlıyor. Müşteri sayısı 2Ç26'da yeniden 213 bine yükseldi. Kontör kullanımı ve ARPU artmaya devam ederken, eServices gelirlerinin büyük bölümü tekrarlayan nitelikte ve yaklaşık 16 aylık döneme yayılarak muhasebeleştiriliyor.

Şekil 11: Gelir Yapısı — 2025 Faturalandırılmış Gelir Dağılımı ve Kalem Bazlı Risk/Potansiyel Haritası

Gelir Kalemi	Pay*	Fiyatlama Birimi / Yapısı	Temel Riskler	Yukarı Potansiyel
eServices (kontör)	~%31	Yasal e-belgeler için ön ödemeli, belge başına kredi sistemi. Gelirlerin büyük kısmı yaklaşık 16 aylık tüketim süresine yayılarak kaydediliyor.	Müşteri sayısı 2Ç26'da 213 bine yükselse de entegratör rekabeti fiyatlama ve kullanıcı başına gelir üzerinde baskı yaratabilir.	Temmuz 2026 düzenlemeleri, yeni müşteri kazanımı ve kontör kullanımındaki artış belge hacmini destekleyebilir.
LEM	~%29	Şirket bazında yıllık mevzuat güncelleme ücreti; kullanıcı sayısı aralıklarına göre fiyatlanan lisans paketleri	Küçük segment dönüşümü büyük ölçüde tamamlandı. Orta segment dönüşümü 2Y26'daki lansmanla başlayacak. Yenileme oranları açıklanmadı.	Mevzuat güncellemeleri ve denetim gereklilikleri yenilemeleri destekliyor. Fiyatlama enflasyona endeksli.
ERP abonelikleri & Bulut ERP	~%15	Sözleşmeye dayalı abonelik modeli; ürün dönüşümünün ana büyüme alanı	Küçük segment geçişi 2026 sonuçlarını desteklerken, orta segmentin 2Y2''da başlayacak dönüşümünün katkısı büyük ölçüde 2027'ye kalacak. Bulut ürünlerinin brüt marjı açıklanmadı.	ERP abone sayısının 2025 sonundaki 28 bin+ seviyesinden 2026 sonunda 36 bin+ seviyesine, Bulut ERP müşteri sayısının ise 2,8 bin+ seviyesinden 4,0 bin+ seviyesine çıkması bekleniyor.

Tek seferlik lisanslar ve devam niteliğindeki işlemler	~%14	Süresiz EAS lisansları, kullanıcı artışları, sürüm yükseltmeleri	Abonelik modelinin yaygınlaşması ve ertelenen talep gelirleri baskılanıyor.	Aboneliğe geçiş, gelir görünürlüğünü artırabilir.
Retail SaaS (Diva)	~%3	Lokasyon bazlı sözleşmeli abonelik	11 müşteriden oluşan sınırlı taban ve perakende talebine duyarlılık	Kullanıcı başına gelir 2025'te %40 arttı.
İşbaşı	~%3	Kullanıcı bazlı mikro-KOBİ SaaS; yıllık kullanıcı başına 48USD	Yapay zeka odaklı rekabete en açık olan; tek kullanıcılı minimum sınır, koltuk (lisans) riskini sınırlıyor.	ARR 1Y26'da %29 arttı. E-belge yükümlülüklerinin genişlemesi müşteri kazanımını destekleyebilir.
Peoplise	~%1	Kurumsal İK SaaS aboneliği	ARR yıllık %41 geriledi; iş kolu küçük ve dalgalı.	Grup sonuçlarına etkisi sınırlı.
Diğer tekrarlayan (proje ve bakım dahil)	~%4	Bakım/destek ve tamamlanma yüzdesine dayalı proje çalışmaları	Proje gelirleri dönemsel dalgalanma yaratabilir.	Bakım hizmetleri ve ek satışlar büyümeyi destekleyebilir.
Fintech (eServices/SaaS'a dahil)	<%1	İşlem bazlı ücretlendirme	Hâlâ erken aşamada; uygulama kilit önem taşıyor.	Şubat 2026'da alınan lisans, açık bankacılık, e-tahsilat ve tedarikçi finansmanı ürünlerini destekliyor. Gelirler yıllık %664 arttı.

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. 2025 faturalanan gelirinin yaklaşık payları: %86'lık tekrar eden gelir payına göre ölçeklendirilmiş açıklanan tekrar eden gelir dağılımı; tek seferlik gelir payı ise %14. Fintech, e-Hizmetler/SaaS toplamları dahilinde raporlanmıştır.

Tekrarlayan Gelir: Tanım ve Benzer Şirketlerle Karşılaştırılabilirlik

Benzer şirketlerle karşılaştırılabilir bir tanıma göre, 2025 faturalanan gelirin yaklaşık %55'i LEM ve abonelikler üzerinden sözleşmeye dayalı tekrarlayan gelirlerden oluşuyor. eServices ise yaklaşık %31 paya sahip; kullanım zorunluluğu ve peşin ödeme yapısı nedeniyle davranışsal olarak tekrarlayan nitelikte olsa da sözleşmeye bağlı ARR kapsamında değil. Proje ve bakım gelirlerinde ise destek hizmetleri ve tamamlanma yüzdesi muhasebesi nedeniyle görünürlük daha sınırlı. Logo ayrıca tekrarlayan geliri faturalanan gelir bazında, ARR'yi ise MRR x 12 olarak raporluyor; bu nedenle benzer şirket karşılaştırmalarında dikkatli olunması gerekiyor. Gelir kalitesinin daha sağlıklı değerlendirilebilmesi için müşteri kaybı ve müşteri grubu bazında devamlılık verilerine ihtiyaç bulunuyor.

Şekil 12: Temel Oranlar ve KPI'lar

KPI'lar	2023	2024	2025	1H26	2026T
Tekrarlayan gelirlerin faturalanan gelir içindeki payı	%73	%80	%86	%86	—
SaaS gelirlerinin payı*	—	%42	%52	%59	—
Toplam SaaS gelir büyümesi (reel, y/y)	—	—	%+31	%+19	—
SaaS ARR (USDmn)	25.8	37.2	46.4	49.3	—
Faturalanan gelir büyümesi (reel, y/y)	—	—	%+5	%-4	%-3E / %+12.2G
UFRS gelir büyümesi (reel, y/y)	—	—	%+9	%+6	%+2.4E / %+11.6G
FAVÖK marjı (TMS29 sonrası)	—	%37.2	%34.6	%39	%33.5E / ~%31G
Müşteri yükümlülükleri / ertelenmiş gelirler (milyar TL)	—	—	3.1	2.66	—

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. 2024-25 dönemi için faturalandırılan gelirlerdeki pay; 2026 mali yılının ilk yarısı için ise açıklanan UFRS gelirlerindeki pay. 2025 yılı ertelenmiş gelir kalemi, finansal tablolarda raporlanan denetlenmiş sözleşme yükümlülüğü tutarından daha kapsamlı bir bakiyeyi içermektedir.

Personel Maliyetleri, Total Soft ve İlave Değer Potansiyeli

Personel Maliyetleri: 2026'da işveren sosyal güvenlik prim oranlarında yapılan değişiklikler personel maliyetleri üzerinde ilave baskı yaratıyor. İmalat dışı sektörlerde genel prim indirimi 4 puandan 2 puana düşürülürken, işveren uzun vadeli sigorta primi oranı %11'den %12'ye yükseltildi ve prime esas kazanç üst sınırı asgari ücretin 7,5 katından 9 katına çıkarıldı. Logo, 5746 sayılı Kanun kapsamındaki Ar-Ge personel teşvikinden yararlanmaya devam ediyor; teşvik, uygun çalışanlar için kalan işveren priminin yarısını karşılıyor. Bununla birlikte, prim indiriminin azalması ve üst sınırın yükselmesi özellikle ücret seviyesi yüksek yazılım çalışanlarında personel maliyetlerini artırıyor.

Total Soft (Romanya): Satış işlemini operasyonel bir zayıflıktan ziyade bilanço açısından değerlendirilmesi gereken bir gelişme olarak görüyoruz. Total Soft 2025 sonu itibarıyla konsolidasyondan çıkarıldığı için 2026 tahminlerimiz şirketin gelir ve FAVÖK katkısını içermiyor. Kademeli satışın 2027 sonuna kadar 12,9 milyon EUR (2Ç26 itibarıyla yaklaşık 775 milyon TL) nakit girişi yaratması beklenirken, kalan %15 pay için 2030'a kadar geçerli bir satış opsiyonu da bulunuyor.

Tahminlerimize dahil etmediğimiz iki iş kolu ilave değer potansiyeli sunuyor. Logo Ödeme, 2026'da ödeme kuruluşu lisansı alarak tahsilat, açık bankacılık ve tedarikçi finansmanı alanlarında büyüme imkânı elde etti. Fintech halihazırda faturalanan gelirin %1,4'ünü oluştururken, yönetim bu payı %4–5'e çıkarmayı hedefliyor. Logo Ventures ise SaaS, fintech ve B2B alanlarında satın alma fırsatlarını değerlendiriyor. Bu iki iş kolundan herhangi bir katkıyı tahminlerimize veya hedef fiyatımıza dahil etmiyoruz.

Kâr Değerlendirmesi

2Ç26 değerlendirmesi: Logo Yazılım, 2Ç26'da reel olarak yıllık %1 artışla 370 milyon TL net kâr açıkladı. Gelirler reel olarak yıllık %2 artışla 1.743 milyon TL'ye yükselirken, 729 milyon TL FAVÖK ve %41,8 FAVÖK marjı beklentilerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti. Bununla birlikte, temel satış eğilimi gelir tablosunun ima ettiğinden daha zayıf kaldı. Faturalanan gelir 2Ç26'da reel olarak yıllık %10, 1Y26'da ise %4 gerilerken, devam eden abonelik geçişi ve zayıf talep nedeniyle LEM faturalanan gelir 1Y26'da %21 düştü. UFRS gelir büyümesi önceki dönem peşin ödemelerinden destek almaya devam etti: sözleşme yükümlülükleri 2025 sonuna göre reel olarak yaklaşık %20 azalarak 2.660 milyon TL'ye gerilerken, 1Y26 UFRS gelirlerinin yaklaşık %20'sine karşılık gelen 660 milyon TL gelir daha önce faturalanmış sözleşmelerden muhasebeleştirildi. Faturalanan gelirdeki gerileme hem KOBİ talebindeki zayıflığı hem de peşin lisans ve LEM modelinden aylık aboneliklere geçişi yansıtıyor. İlk etken, peşin ödeme bakiyeleri azaldıkça 2027 gelirlerini baskılayabilirken, ikinci etken temel iş hacmini azaltmaktan ziyade faturalamayı erteliyor.

Yönetim, 2026 için reel faturalanan gelir büyümesi %12,2, reel UFRS gelir büyümesi %11,6 ve yaklaşık %31 FAVÖK marjı öngörüsünü korudu. Faturalanan gelirin 1Y26'da %4 gerilemesinin ardından, söz konusu öngörünün yakalanabilmesi için 2Y26'da reel olarak yaklaşık %25 büyüme gerekiyor; bunu ulaşılması güç buluyoruz.

Şekil 13: 2Ç26 Sonuçları (milyon TL, TMS29 sonrası)

Finansal Sonuçlar	2Ç26	2Ç25	y/y (reel)
Gelirler	1,743	1,715	+2%
FAVÖK	729	712	+2%
FAVÖK Marjı	%41.8	%41.6	+28bps
Net Kar	370	365	+1%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma.

2026-27 görünümü: 2026'da faturalanan gelirin yaklaşık %3 gerilemesini, önceki dönem peşin ödemelerinin desteğiyle UFRS gelirlerinin %2,4 büyümesini ve FAVÖK marjının şirketin yaklaşık %31 öngörüsüne karşılık %33,5 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. %30 enflasyon varsayımımız altında, yönetimin %11,6 reel gelir büyümesi öngörüsü %5,6 büyümeye karşılık geliyor; tahminimizle arasındaki yaklaşık 3 puanlık farkın başlıca nedenleri 1Y26'daki zayıf gerçekleşmeler ve abonelik geçişine bağlı gelir ertelemesi. Önceki dönem peşin ödemelerinin 3Ç26 gelirlerini desteklemeye devam etmesini, 4Ç26 ve 2027'de ise büyümede daha belirgin bir yavaşlama görülmesini bekliyoruz. Net kârın, 2025'te Romanya operasyonlarının satışından kaydedilen 776 milyon TL tutarındaki tek seferlik yatırım gelirinin baz etkisiyle reel olarak yaklaşık %44 azalarak 1,1 milyar TL'ye, SNA dönüşüm oranının ise yaklaşık %29'a gerilemesini öngörüyoruz. 2027 için %3,5 reel gelir büyümesi ve %32 FAVÖK marjı tahmin ederken, 2029'dan itibaren %25 vergi oranı varsayıyoruz.

Sektörel Görünüm

Bu bölümde sektörü iki başlık altında inceliyoruz: Türkiye'de kurumsal yazılım talebini destekleyen yapısal dinamikler ve müşteri segmentlerine göre rekabet ortamı. Yapay zekâ/ERP tartışmasını ve bunun Logo'ya etkisini ise ayrı olarak **Yapay Zekâ Tartışması** bölümünde ele alıyoruz.

Yapısal Talep: Regülasyon Destekli Dijitalleşme

Sektörde talep; düşük penetrasyon, yeni şirket kuruluşları ve en önemlisi, dijitalleşmeyi tercihten zorunluluğa dönüştüren düzenlemeler tarafından destekleniyor. ERP penetrasyonu 2025'te Türkiye'de %28 seviyesinde bulunurken, AB genelinde %46, AB'deki küçük işletmelerde ise %41 seviyesindeydi. Bu fark, Logo'nun ana müşteri segmentinde halen önemli bir penetrasyon alanı bulunduğuna işaret ediyor. Hizmet ihtiyacı duyan pazar, ağırlıklı olarak 3,5 milyon mikro ve 306 bin küçük işletmeden oluşan toplam 3,9 milyon şirketi kapsıyor; bu segmentler aynı zamanda Logo açısından en önemli müşteri gruplarını oluşturuyor. Şirket orta ölçekli işletmelerde açık bir liderliğe sahipken, mikro segment ilave penetrasyon açısından önemli fırsat sunmaya devam ediyor (Şekil 14).

Regülasyonlar tarihsel olarak eServices (kontör gelirleri) için en güçlü yapısal talep unsuru oldu. E-fatura zorunluluğunda brüt satış eşiği 10 milyon TL'den 3 milyon TL'ye düşürülürken, e-ticaret, gayrimenkul ve motorlu taşıt sektörlerinde daha düşük eşikler uygulanıyor. 2025'te satışları 3 milyon TL'yi aşan mükelleflerin 1 Temmuz 2026 itibarıyla e-faturaya, takip eden ocak ayından itibaren ise e-deftere geçmesi gerekiyor. Aynı zamanda zorunlu dijital belge kapsamı genişlemeye devam ediyor. Bilanço esasına göre defter tutan mükelleflerde kâğıt fatura kullanımı büyük ölçüde sona ererken, e-fatura kapsamı dışında kalan işletmeler için dahi 3.000 TL üzerindeki faturaların e-arşiv olarak düzenlenmesi zorunlu.

Enflasyon da ilave destek sağlıyor; çünkü yasal eşiklerin büyük bölümü nominal TL olarak sabitlenmiş durumda. Enflasyonun %20'nin üzerinde seyretmesiyle, ilave bir düzenleme değişikliği olmasa dahi her yıl daha fazla sayıda işletme zorunlu dijitalleşme kapsamına giriyor. Bu eğilim Logo'nun müşteri kazanımlarında da görülüyor. Şirket 2025'te 11,2 bin yeni EAS ve eServices müşterisi kazanırken, mevcut müşteri tabanı dışından gelen eServices müşteri kazanımı yıllık %24 artışla 40,6 bine ulaştı.

Yeni şirket kuruluşları da aynı eğilimi destekliyor. TOBB verilerine göre 2025'te 113,8 bin şirket kurulurken 33,3 bin şirket kapandı. 2026'nın ilk yedi ayında yeni şirket kuruluşları yıllık %7,4 artarken, kapanan şirket sayısı %2,4 geriledi. KOBİ'lerin toplam işletmelerin %99,6'sını ve istihdamın %68,5'ini oluşturduğu dikkate alındığında, Logo'nun adreslenebilir müşteri tabanı hem kayıtlı ekonominin genişlemesi hem de düzenleyici eşiklerin reel olarak düşmesiyle büyümeye devam ediyor.

Şekil 14: Türkiye'de ERP Talebinin Yapısal Dinamikleri	
Yapısal Dinamikler	**Değer**
Türkiye'deki kayıtlı işletmeler (toplam)	3.9mn
Mikro işletme sayısı (<10 çalışan)	3.5mn
Küçük (10-49) / orta (50-249) / büyük (250+) işletme sayısı	306k / 48.7k / 10.8k
ERP adaptasyonu: Türkiye vs. AB27 (2025)	%28.3 / %46.5
Türk BT pazarında yazılımın payı (2024)	%50
Kurulan yeni şirketler (2025 / 2024)	113.8k / 115.5k
Şirket kapanışları (2025) / net kuruluşlar (2025)	33.3k / ~80k
2026'nın ilk yarısı şirket kuruluşları (yıllık değişim) / Haziran 2026 kuruluşlar (yıllık değişim)	% +9.3 / % +31.5
KOBİ'ler: İşletme / istihdam / gelir / katma değer oranı (%) (2024)	%99.6 / %68.5 / %44.1 / %41.2
E-fatura zorunluluğu sınırı: genel (10 milyon TL'den düşürüldü)	3 milyon TL brut satış
e-ticaret / gayrimenkul / motorlu taşıtlar eşiği	500 bin TL
En son düzenleme (2025 gelirleri > TRY3mn)	1 Temmuz 2026'dan itibaren e-fatura; 1 Ocak 2027'den itibaren e-defter
Uyumsuz belge başına ceza (2026)	17 bin TL

Kaynak: TÜİK (2025 Girişimlerde Bilişim Teknolojileri Kullanım Araştırması; 2024 KOBİ istatistikleri), Eurostat (2025), Gartner, TÜBİSAD, TOBB (Haziran 2026), GİB düzenlemeleri, şirket verileri, Ak Yatırım.

Rekabetçi Konum: Avantajın En Güçlü Olduğu Segmentler

Türkiye ERP pazarı dört ana segmente ayrılıyor (Şekil 15). Büyük ölçekli işletmeler segmentinde (10,8 bin şirket, yüksek penetrasyon) SAP, Oracle, Microsoft ve IFS öne çıkıyor. Orta segmentte (48,7 bin şirket, orta düzey penetrasyon) Workcube, IAS ve Uyumsoft gibi yerel oyuncular ile daha alt segmentlere yönelen küresel şirketler rekabet ediyor. Küçük işletmeler segmentinde (306 bin şirket, düşük penetrasyon) Mikro, Dia, ETA, Likom ve Uyumsoft gibi daha küçük ölçekli yerel oyuncular bulunuyor. Mikro segment (3,5 milyon şirket, oldukça düşük penetrasyon) ise Paraşüt, Mikro, ETA, Vega, Akınsoft, Luca ve diğer oyuncular arasında en parçalı rekabet yapısına sahip.

İki rekabet dinamiğinin yakından izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Mikro segment, en düşük geçiş maliyetlerine ve en parçalı oyuncu yapısına sahip. Mali müşavirler üzerinden dağıtım, yasal e-belgeler için sertifikalı entegratör gereklilikleri ve düşük ARPU seviyeleri pazara girişi yavaşlatıyor ancak tamamen engellemiyor. Orta segmentte ise Microsoft Business Central en önemli küresel tehdit olarak öne çıkıyor. Bununla birlikte, Türkiye'ye özgü yerelleştirmenin doğrudan Microsoft tarafından sunulmaması ve USD bazlı kullanıcı başına fiyatlama, ürünün erişimini şimdilik sınırlıyor.

Şekil 15: Segment Bazında Rekabet Haritası

Segment	Şirket Sayısı ve Adaptasyon	Başlıca Rakipler	Logo'nun Pozisyonu	Segment Dinamikleri
Büyük işletmeler (250+ çalışan)	10.8 bin şirket; yüksek ERP adaptasyonu	SAP, Oracle, Microsoft, IFS	Seçici varlık; düşük müşteri hacmine karşın anlamlı gelir katkısı	Küresel oyuncular hakim; KOBİ'lere uyarlanmış ürünler büyük ölçüde bulunmuyor
Orta (50-249)	48.7 bin şirket; orta düzey adaptasyon	Workcube, IAS, Uyumsoft, Microsoft, IFS	Yerelleştirilmiş ürünler ve iş ortağı ağıyla güçlü konum	Buluta geçişte yerel ve küresel oyuncular arasında yoğun rekabet
Küçük (10-49)	306 bin şirket; düşük adaptasyon	Mikro, IAS, dia, Likom, Uyumsoft, ETA	Türkiye'de müşteri sayısına göre Pazar lideri	Parçalı ve çoğunlukla küçük ölçekli yerel oyunculardan oluşan pazar
Mikro (<10)	3.5 milyon şirket; çok düşük adaptasyon	Mikro, Paraşüt, dia, ETA, Vega, Akınsoft, Luca	İşbaşı (77.5 bin Kullanıcı) ve yeni Pera perakende SaaS ürünü	En düşük geçiş maliyetleri ve giriş bariyerleri. En parçalı segment

Kaynak: Şirket sunumu (TÜİK, Logo tahminleri), Ak Yatırım.

Yapay Zekâ Tartışması

Agentic AI, yazılım sektöründeki tartışmayı verimlilikten ikame riskine taşıdı. Logo açısından üç soru öne çıkıyor: Yapay zekâ ERP'yi temel kayıt sistemi olarak ikame mi edecek, yoksa onun üzerinden mi çalışacak? Platform varlığını korursa Logo'nun faturalama birimleri ve kâr havuzu korunabilecek mi? Hangi gelişmeler mevcut görüşümüzü değiştirmemize neden olur? Aşağıdaki analizde bu üç soruyu güncel ürün gelişmeleri ve Logo'ya özgü ekonomik dinamikler üzerinden değerlendiriyoruz.

1) Platform testi: Yapay zekâ ERP'nin yerini mi alacak, yoksa onun üzerinden mi çalışacak?

Mevcut ürün gelişmeleri entegrasyona işaret ediyor. Yerleşik oyuncular yapay zekâ ajanlarını finans ve operasyon süreçlerine entegre ederken, yapay zekâ odaklı yeni oyuncular da yetkilendirme yapısını, denetim izlerini ve yasal kontrolleri baştan oluşturmak yerine mevcut kayıt sistemlerine ve kurumsal yazılımlara bağlanıyor.

Şekil 16: Önde Gelen ERP Şirketleri Yapay Zekâyı Nasıl Kullanıyor ve Logo İçin Ne Anlama Geliyor?

Şirket ve Mevcut Ürünler	Ortaya Çıkan Yapı	Yatırım Açısından Çıkarım
SAP - Joule: Finansal kapanış, faturalama ve gider asistanları; geçiş ajanları eski system analizini, kod düzeltmelerini ve test süreçlerini otomatikleştiriyor. 2Ç26'da Cloud ERP geliri sabit kurla %27, mevcut bulut sipariş birikimi %26 arttı.	Yapay zekâ ERP'nin içinde sunuluyor ve system geçişindeki zorlukları azaltmak için kullanılıyor.	Entegrasyon ve buluta geçiş tezini destekliyor. Ancak sipariş büyümesi tek başına yapay zekâ kaynaklı olduğunu kanıtlamıyor. Yapay zekâ kullanıcı veya kullanım bazında fiyatlanıyor.
Oracle - Fusion: Payables Agent faturaları eşleştiriyor, kontrolleri gerçekleştiriyor ve onay/ödeme süreçlerini yönlendiriyor. Ledger Agent finansal kapanış sürecini destekliyor.	Ajanlar Fusion verileri, iş akışları ve denetim altyapısı üzerinden çalışıyor.	Temel yapay zekâ ürüne dahil edilirken, özel ve premium kullanım ek satış imkanı yaratıyor.
Microsoft - Dynamics: Mutabakat, Tedarikçi İletişimi ve Sipariş ve Ödeme ajanları.	Ajanlar Dynamics, Dataverse ve ERP MCP sunucuları üzerinden çalışıyor.	Kullanıcı lisansı ve hizmet gelirleri baskı görebilir; Copilot Credits ise kullanımı yeniden kullanım bazlı fiyatlamaya taşıyor.
Intuit / Anthropic: QuickBooks AI işlemleri kaydediyor ve hesap mutabakatı yapıyor. Claude QuickBooks ve PayPal üzerinden finansal kapanış ve fatura tahsilat süreçlerini yürütüyor.	Mevcut platform otomasyonu kendi bünyesine alırken, yapay zekâ tabanlı katman mevcut kayıt sistemine bağlanıyor.	Mikro segmentte kısa vadeli ikame riskinden çok müşteri arayüzü, kullanıcı deneyimi ve yapay zekâ özelliklerinin ürüne dahil edilmesi.
Salesforce / Antrophic: Claudeforce, Claude'u Salesforce verileri ve iş akışlarıyla entegre ediyor.	Claude müşteri arayüzünün daha büyük bölümünü control edebilirken, Salesforce yönetilen veri ve iş akışı katmanı olmaya devam ediyor.	Yapay zekâ, temel kayıt sistemini ikame etmeden müşteri arayüzü katmanını değiştirebilir.

Kaynak: SAP, Oracle, Microsoft, Intuit and Anthropic ürün ve finansal açıklamaları (Mayıs-Temmuz 2026); Ak Yatırım Araştırma.

Yaygınlaşan mimaride, temel kayıt sisteminin üzerinde çalışan bir zekâ ve etkileşim katmanı öne çıkıyor. Bu, mevcut ürün yönelimine ilişkin bir gösterge; ERP'nin kalıcı olarak ikame riskinden uzak olduğunun kanıtı değil. Yapay zekâ ajanları zaman içinde müşteri arayüzünün kontrolünü ele geçirerek, altında çalışan işlem katmanının yarattığı değerden aldığı payı azaltabilir.

2) Ekonomik test: ERP varlığını korursa Logo'nun faturalama birimleri ve kârlılığı nasıl etkilenir?

ERP platformunun varlığını koruması tek başına yatırım tezini desteklemek için yeterli değil. Bu nedenle yapay zekânın hangi işlevleri otomatikleştirdiğini ve hangi işlevlerin ERP kontrolünde kalacağını ayrıştırıyor; ardından bunun Logo'nun faturalama birimleri, fiyatlama gücü ve maliyet yapısı üzerindeki etkisini değerlendiriyoruz.

Şekil 17: Yapay Zekâ ERP'yi Nasıl Değiştiriyor ve Logo İçin Ne Anlama Geliyor?

Katman	Yapay Zekânın Otomatize Ettiği Alanlar	Yatırım Açısından Çıkarım
Kullanıcı Arayüzü	Sorgulama, raporlama ve ekranlar arası gezinme yapay zekâ ajanlarına geçiyor.	Müşterinin arayüzünün kontrolü el değiştirebilir. Kullanıcı lisanslarını fiyatlandırma gücü düşebilir.
İş Akışları	Mutabakat, fatura işlemleri ve istisnai süreçler otomatikleşiyor.	ERP yetkilendirme ve iş bağlamını korurken, kullanıcı ihtiyacı ve kurulum için gereken iş gücü azalabilir.
İşlem / kontrol	Yapay zekâ ajanları işlemleri hazırlıyor ve başlatıyor.	Kayıt, görev ayrılığı ve denetim izi gereklilikleri ERP'nin temel kayıt sistemi rolünü koruyor.
Mevzuat Altyapısı	Yapay zekâ kulları yorumluyor ve belge veya kod hazırlıyor.	Sertifikasyon ve yasal arşivleme gereklilikleri devam ediyor. İkame riskinden ziyade fiyatlama baskısı öne çıkıyor.

Kaynak: SAP, Microsoft and Oracle açıklamaları; Ak Yatırım Araştırma.

Nihai yapı netleşmeden gelir modeli şekillenmeye başladı

Ticari modeller şimdiden farklılaşıyor: SAP kullanıcı başına fiyatlamayı tüketim bazlı AI Units ile birleştirirken, Microsoft ilave Copilot kapasitesini ayrıca ücretlendiriyor; Oracle ise temel yapay zekâ özelliklerini ürünlerine dahil ederken özel veya premium kullanım için ek ücret alıyor. Logo açısından temel stratejik tercih, yapay zekânın ERP aboneliğine dahil edilmesi, eServices ve ödeme işlemleri üzerinden kullanıma bağlı ücretlendirilmesi ya da premium bir bulut modülü olarak satılması olabilir. Bu yapı netleşene kadar yapay zekâyı gelir katkısından ziyade maliyet ve ürün paketleme açısından değerlendirmek gerektiğini düşünüyoruz.

Bulguların Logo'nun gelir yapısına uygulanması

Logo'nun mevzuat kaynaklı gelirlerin oluşturduğu yaklaşık %60'lık gelir havuzu (eServices doğrudan, LEM dolaylı olarak), faturalama birimleri açısından kullanıcı sayısındaki düşüşe karşı görece dayanıklı; ancak fiyatlama ve marjların korunacağı garanti değil. LEM şirket bazında ücretlendirilirken fiyatlama kullanıcı sayısı aralıklarına göre belirlenen lisans paketlerine dayanıyor; eServices ise yasal belge

başına ücretlendiriliyor. Zorunlu iş akışları, kamu sistemleriyle sertifikalı entegrasyon ve yasal arşivleme gereklilikleri de bu altyapıya olan ihtiyacı koruyor. Bununla birlikte, şirket içi kurulum ürünlerinde kullanıcı sayısına bağlı paketler kullanıldığı için yapay zekâ kaynaklı kullanıcı azalması bazı müşterilerin daha düşük fiyatlı paketlere geçmesine neden olabilir. Buluta geçiş mevcut LEM faturalanan gelirini de azaltıyor. Mevcut müşteri tabanı, iş ortağı ağı ve mali müşavir kanalı ise rekabeti ortadan kaldırmaktan ziyade müşteri geçiş maliyetlerini artırıyor. Müşteri arayüzünün kontrolü, reel fiyatlama ve yapay zekâ kaynaklı maliyetler açısından riskler devam ediyor.

Şekil 18: Logo'nun Risklere Korunaklı Olduğu Alanlar ve İzlenmesi Gereken Göstergeler

Gelir Kalemi	Korunaklı Alanlar ve Açık Kalan Riskler	İzlenecek Göstergeler
Mevzuat kaynaklı ana gelirler (%60, eServices doğrudan + LEM dolaylı)	eServices belge başına, LEM ise şirket başına faturalandırılır; bu da her ikisini de düşük kullanıcı sayılarına karşı nispeten dayanıklı kılar. Zorunlu iş akışları, yasal arşivleme ve düzenleyici güncellemeler talebi destekler. Başlıca riskler arasında daha düşük LEM seviyelerine geçiş, bulut dönüşümü sırasında eski sistemlerden elde edilen gelirin azalması, gerçek fiyat baskısı ve entegratör rekabeti yer almaktadır.	Kontör kullanımı ve reel ARPU. Hesap temizliği etkisinden arındırılmış eServices müşteri sayısı değişimi, LEM yenileme oranı, müşteri kaybı ve reel fiyatlama
ERP / Bulut (~%15)	Kayıt sistemi, Yetkilendirme ve denetim altyapısına duyulan ihtiyaç korunuyor. Buna karşılık müşteri arayüzü, Kullanıcı lisansı ekonomisi, fiyatlama ve yapay zekâ kaynaklı maliyet riskleri mevcut.	Abone sayısı, bulut ARPU'su ve brut marjı, ek ürün satışları ve ücretli yapay zekâ modülleri
Mikro ve niş SaaS (~%5-7)	Doğrudan rekabete en açık alan. Düşük geçiş maliyetleri mikro ve niş SaaS ürünlerini Intuit benzeri entegre yapay zekâ çözümlerine ve AI-native iş akışlarına karşı daha açık hale getiriyor.	İşbaşı ve Pera ARR, müşteri kaybı, müşteri kazanım/kayıp dengesi ve müşteri edinme maliyeti.
Kurulum ve tamamlayıcı hizmetler (~%5) + ödemeler (<%1)	Kurulum maliyetlerindeki düşüşün etkisi ağırlıklı olarak iş ortağı kanalında kalıyor. Daha düşük toplam sahip olma maliyeti penetrasyonu destekleyebilir. Yapay zekâ ajanları tarafından başlatılan ödemeler ise Logo Ödeme'nin işlem hacmini artırabilir.	İş ortaklarının ekonomik yapısı ve MCP'ye geçiş, ödeme hacmi ve işlem başına gelir.

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. Paylar 2025 faturalanan gelirler içindeki yaklaşık oranları göstermektedir. Kurulum Hizmetleri payı Logo'nun kendi hizmet gelirlerini ifade etmektedir.

3) Görüşümüzü ne değiştirir?

Yapay zekâ tabanlı ürünlerin doğrudan rekabete açık mikro ve niş SaaS segmentlerinin ötesine geçerek Logo'nun temel LEM veya eServices müşteri tabanından pay almaya başlaması halinde görüşümüzü yeniden değerlendiririz. Özellikle bunun müşteri kaybı, yenileme oranlarında bozulma veya reel fiyatlamada zayıflamayla birlikte gerçekleşmesi tezimizi olumsuz etkiler. Mevzuat kaynaklı hizmetlerin ana platformdan ayrışması veya yapay zekâ kaynaklı maliyetlerin gelir yaratımı olmadan kalıcı hale gelmesi de yatırım tezini zayıflatır. Bu gelişmeler görülmedikçe temel riskin ERP'nin kısa vadede işlevsiz hale gelmesinden ziyade fiyatlama, marjlar ve uygulama tarafında olduğunu düşünüyoruz.

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 bilgiler e 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 Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebi lecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

 Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026