

Oxygen: Pazar Payı Artışının Yeni Katalizörü

Hitit Bilgisayar için hedef fiyatımızı hisse başına 75,40 TL'ye güncelliyor, %57,4 getiri potansiyeliyle "Endeks Üzeri Getiri" önerimizi koruyoruz.

Havayolu ve seyahat IT çözümlerini sunan Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş., Avrupa'nın en büyük 2. ve dünyanın en büyük 3. Yolcu Servis Sistemi (PSS) sağlayıcısı olup en küçük havayolu işletmelerinden en büyüklerine kadar geniş bir müşteri yelpazesine sahiptir. Rezervasyonlar, mobil uygulamalar, sadakat programları ve kargo gibi hizmetleri kapsayan şirketin "Crane" çözümleri, 50 ülkede 72 iş ortağına ve 850'den fazla havalimanına hizmet vermektedir. Yüksek sözleşme yenileme oranı ve düşük borçluluk seviyesi, ölçeklenebilirliğini ve dayanıklılığını öne çıkarmaktadır.

Yönetimin Ar-Ge yatırımlarına verdiği öncelik, derin sektör bilgisine sahip 15 küresel pazarlama ortağı (tamamı eski havayolu profesyonelleri) ile desteklenmektedir. Bu yapı, Hitit'in hem hızlı inovasyon yapmasını hem de yeni çözümleri etkin şekilde ticarileştirmesini sağlayarak, havacılık IT sektöründe ek pazar payı kazanması için sağlam bir temel oluşturmaktadır.

Güncellemeye Yönelik Katalizörler

- **Hitit Oxygen (OOMS):** IATA'nın Yeni Dağıtım Kabiliyetleri (NDC) kapsamında konumlanan Oxygen, bilet bazlı satıştan sipariş bazlı perakendeciliğe geçişi sağlamaktadır. Halihazırda Pegasus ile canlı ortamda kullanılmaya başlanmış çözüm, Hitit'i rakipleri Amadeus ve Sabre'ın önüne geçirirken, IATA'nın 2030'a kadar %100 benimseme hedeflediği bir pazarda ilk hamle avantajı sağlamaktadır.
- **Potansiyel Marj Genişlemesi:** Entegre yazılım yapısının sağladığı ölçek ve kapsam ekonomisi, maliyet açısından verimliliği artırmaktadır. Oxygen çözümleri, mevcut SaaS ürünlerini güçlendirerek gelirlerin ek maliyetleri aşmasını sağlamakta ve rekabet gücünü pekiştirmektedir.
- **Ödeme Platformu (HPO):** 2026'da ticari lansmanı beklenen HPO, ödeme maliyetlerinin dinamik optimizasyonunu sunmaktadır. Kısa vadede ek geliştirme gelirlerini desteklerken, uzun vadede Oxygen ile birlikte SaaS büyümesini güçlendirecektir.

Şirket için aşağı yönlü riskler arasında, gelirlerin büyük ölçüde döviz bazlı olmasına karşın maliyetlerin Türk Lirası cinsinden gerçekleşmesi nedeniyle oluşabilecek kur uyumsuzluğu, müşterilerin Amadeus ve Sabre gibi küresel rakiplere olan bağlılıklarının devam etmesi ve jeopolitik gelişmelerin yarattığı belirsizlikler yer almaktadır. Ancak, OOMS yazılımının parça parça kurulabilmesi, Hitit'in farklı coğrafyalara yayılmış geniş müşteri tabanı ve güçlü nakit pozisyonu, bu risklerin etkilerini sınırlayabilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

HİTİT BİLGİSAYAR

57,4% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	HTTBT TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	47,90
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	75,40
Getiri Potansiyeli	57,4%
Fili Dolajım Oranı	26,6%
Piyasa değeri, milyon TL	14.370
Piyasa değeri, milyon ABD doları	348
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,0%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,08%
Yabancı Yatırımcı Oranı	33,0%
Emeklilik Fonları Oranı	19,5%
Yatırım Fonları Oranı	14,8%

Kaynak: Matrics, PhillipCapital Araştırma
Fiyat ve piyasa değeri 19 Eylül itibarıyla

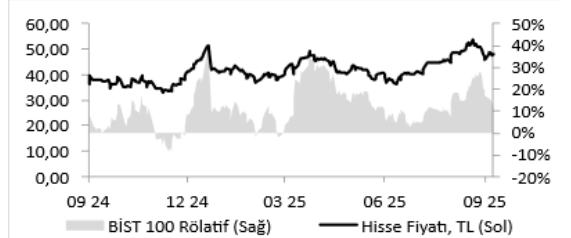
Finansallar, Milyon USD	2024	2025T	2026T	2027T
Gelirler	34,2	45,5	60,2	80,3
Gelir Büyümesi	33,5%	32,8%	32,5%	33,4%
Brüt Kâr	16,5	23,1	32,4	45,2
Brüt Kâr Marjı	48,2%	50,9%	53,8%	56,2%
Esas Faaliyet Kârı	7,5	11,2	16,9	24,9
FAVÖK	13,8	20,1	28,3	38,9
FAVÖK Marjı	40,4%	44,3%	46,9%	48,4%
Net Kâr	8,4	11,5	15,0	22,4
Net Kâr Büyümesi	51,8%	35,9%	30,8%	48,9%
Net Kâr Marjı	24,7%	25,2%	24,9%	27,8%
Net Borç	-5,1	0,9	3,5	2,3
FD/FAVÖK	33,8	19,9	14,2	10,3

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (mn)	Oran (%)
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	110	37%
Fatma Nur Gökman	70	23%
Dilek Ovacık	14	5%
Hakan Ünlü	13	4%
Özkan Dülger	13	4%
Diğer	80	27%
Toplam	300	100%

Kaynak: Finnet

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BIST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-0,1%	29,4%	18,4%	26,5%
Rölatif	-3,0%	4,3%	3,4%	11,7%
İşlem Hacmi milyon \$	1,3	1,2	1,2	1,2

Kaynak: BIST, Finnet

Makoto MITSUHASHI

makoto.mitsuhashi@phillipcapital.com.tr

Murat İbrahim ŞENCAN

murat.sencan@phillipcapital.com.tr

Yeni Katalizörler

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Uygulama Kullanımı Hasılatı (SaaS)	13,3	17,5	24,8	35,2	50,0	69,0	93,2	121,1	151,4	181,7	208,9	229,8
Büyüme	34,8%	31,6%	41,8%	42,0%	42,0%	38,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%
Hasılat Oranı	51,8%	51,1%	54,5%	58,5%	62,2%	65,5%	68,6%	71,3%	73,6%	75,6%	77,2%	78,0%
Uygulama Kullanımı İyileştirme, Geliştirme	5,0	6,7	9,3	12,9	17,5	22,7	28,4	34,0	39,1	43,0	46,1	48,8
Büyüme	87,0%	33,3%	39,1%	39,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	7,0%	6,0%
Hasılat Oranı	19,6%	19,5%	20,5%	21,5%	21,7%	21,5%	20,9%	20,0%	19,0%	17,9%	17,0%	16,6%
Bakım	3,1	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3
Büyüme	17,1%	-13,2%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hasılat Oranı	12,0%	7,8%	6,1%	4,7%	3,6%	2,8%	2,2%	1,8%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%
Altyapı Hizmet (IaaS)	2,5	4,8	5,5	6,1	6,7	7,2	7,6	7,9	8,1	8,2	8,4	8,6
Büyüme	16,6%	89,0%	15,7%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hasılat Oranı	9,8%	13,9%	12,1%	10,0%	8,3%	6,8%	5,6%	4,7%	3,9%	3,4%	3,1%	2,9%
Kurulum ve Entegrasyon	1,2	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9
Büyüme	32,6%	62,7%	5,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
Hasılat Oranı	4,5%	5,5%	4,4%	3,5%	2,7%	2,2%	1,8%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%
Diğer	0,6	0,7	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Büyüme	-1,8%	27,6%	51,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hasılat Oranı	2,2%	2,1%	2,4%	1,9%	1,4%	1,1%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
Toplam Ciro	25,6	34,2	45,5	60,2	80,3	105,3	135,8	169,9	205,6	240,2	270,8	294,8
Büyüme	36,4%	33,5%	32,8%	32,5%	33,4%	31,1%	28,9%	25,1%	21,0%	16,8%	12,7%	8,9%

Hitit Oxygen

Mart ayında yayınladığımız raporda kısaca değinmiş olsak da, Hitit'in yakın dönemde devreye aldığı Teklif / Sipariş Yönetim Sistemi (OOMS) - Hitit Oxygen - artık gelir büyümesi ve kârlılık üzerindeki potansiyel etkisi açısından çok daha belirgin bir şekilde öne çıkmaktadır. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA)'nın Yeni Dağıtım Kabiliyetleri (NDC) çerçevesine konumlanan Oxygen, Hitit'in en güçlü rekabet avantajı ve önemli bir yeniden değerlendirme katalizörü olarak öne çıkıyor. Sistem, IATA'nın "One Order" standartları doğrultusunda havayollarının uçuş, otel, transfer ve aktiviteler gibi birçok hizmeti tek bir sipariş sepetinde yönetmesini sağlıyor. Böylece ürün farklılaştırması, pazara çıkış süresi ve havayolu-acente senkronizasyonu gibi uzun süredir sektörde yaşanan sınırlamaları aşarak, bilet odaklı sistemden sipariş odaklı perakendeciliğe geçişi mümkün kılıyor.

Hitit Oxygen, şirketin rekabet gücünü artırarak önemli bir gelir kaynağı olma potansiyeline sahip. IATA'nın Dağıtım Danışma Konseyi, 2030 yılına kadar %100 Offers & Orders benimseme hedefini ortaya koymuş durumda. Oxygen'in Pegasus Hava Yolları'nda halihazırda aktif kullanılıyor olması, Hitit'i rakiplerinden bir adım öne çıkarıyor. T2RL (Travel Technology Research Limited) tarafından yapılan bağımsız araştırma, Oxygen'in tam ölçekli, üretime hazır bir aşamada olduğunu doğrularken, rakip çözümlerin hâlen pilot ya da planlama aşamasında olduğunu gösteriyor. İlk hamle avantajı, Hitit'in marka bilinirliğini güçlendirmesine, müşteri kazanımını hızlandırmasına ve rakiplerden pazar payı almasına olanak tanıyor. Bu durum, yeni müşteri sayısındaki artışın yavaşladığı mevcut ortamda daha da kritik hale geliyor.

Geleneksel PSS platformları, rezervasyon ve biletleme süreçlerini tek bir sistem altında toplayarak yüksek geçiş maliyetleri yaratıyor ve kısmi sistem değişikliklerini hem maliyetli hem de riskli hale getiriyordu. OOMS ise bu fonksiyonları ayrıştırarak havayollarına çözümleri parça parça benimseme imkânı sağlıyor. Bu durum, büyük rakiplere karşı rekabet kapısını açarken, aynı zamanda sertifikasyon, regülasyon uyumu ve yüksek Ar-Ge yatırımı gerekliliği nedeniyle yeni girişimciler için giriş engellerini artırıyor. McKinsey'in tahminlerine göre, modern perakendecilik uygulamaları 2030 yılına kadar havayolları için 45 milyar\$'a kadar değer yaratabilir. Bu da havayolları gelirlerinin %2-3'üne, FAVÖK'ün %15'ine denk geliyor. SaaS temelli yapısı ve Amadeus ile Sabre'e kıyasla daha düşük maliyet yapısı sayesinde Hitit'in bu dönüşümden orantısız biçimde faydalanmaya yapısal olarak uygun olduğunu düşünüyoruz.

Hitit Oxygen'in büyümeye katkısının ikinci boyutu ise marj genişlemesidir. Bu etki, şirketin entegre yazılım altyapısı sayesinde hizmetlerini kapsam ve ölçek ekonomilerinden faydalanarak, düşük ek maliyetlerle pazara sunabilmesinden kaynaklanmaktadır. Hitit'in geleceğe yönelik Hitit Oxygen tabanlı geliştirmeleri devam ederken, bir yandan da mevcut PSS çözümlerini havayollarına kısa vadede fayda sağlayacak ve uzun vadede OOMS geçişini destekleyecek yeni kabiliyetler ile zenginleştirmektedir. Bu bütünsel yaklaşım, satışların maliyetlerinin gelirlerden daha yavaş artmasını sağlayarak marjların yükselmesine ve nakit akışının Ar-Ge yatırımlarına yeniden yönlendirilmesine imkân tanıyor.

Oxygen Ötesi Katalizörler

Hitit, geçmişte yüksek ücretler ve Amadeus ile Sabre'nin güçlü pazar hakimiyeti nedeniyle Acente Dağıtım Hizmetleri (ADS/GDS) alanında zayıf performans göstermişti. Ancak günümüzde fırsat dengesi değişmeye başlamış olup, yeni müşteri kazanımları açısından ADS penetrasyonu sınırlı kalsa da, inovasyona dayalı çapraz satış ve müşteri sadakati artırıcı stratejiler yeniden potansiyel sunuyor. Özellikle, Hitit Payment Services Platformu (HPO)'nun 2026'da ticari olarak devreye girmesiyle ADS'nin canlanabileceğini öngörüyoruz. HPO, komisyon oranlarını dinamik olarak analiz ederek müşteriler için en düşük maliyetli ödeme kanallarını önermektedir. Segment gelir tahminlerimizde, HPO'nun başlangıç katkısını Pegasus ile mevcut iş birliğinden sağlanacak ek geliştirme gelirleri üzerinden yansıtırıyor; orta vadede ise HPO'nun SaaS büyümesini Oxygen ile birlikte hızlandırmasını bekliyoruz.

2Ç25 Finansal Sonuçları

2025'in ilk yarıyılında Hitit, 19,8 milyon\$ gelir elde ederek yıllık bazda %31 artış kaydetti. Yeni müşteri eklenmemesine rağmen, yolcu sayısındaki %36'lık artış bu büyümeyi destekledi. Şirketin FAVÖK'ü yıllık %29 artışla 7,95 milyon\$'a (%40 marj) yükselirken net kâr ise %20 artışla 4,7 milyon \$'a (%23,8 marj) ulaştı. Şirketin borçluluğu düşük seviyelerde kalırken, 2Ç25 sonunda 5,9 milyon\$ nakit pozisyonu korundu.

2025 yıl sonu için şirket, ciro büyümesini %33–38 aralığında, FAVÖK marjını %43–48 aralığında, net kâr marjını %25–30 aralığında ve sermaye harcamaları (CapEx) / satış oranını %30–35 aralığında öngörüyor. Kısa vadeli finansal tahminlerimiz, CapEx/Satış oranı dışında büyük ölçüde bu beklentilerle uyumlu. Burada CapEx/Satış oranını, halihazırda yürütülen agresif Ar-Ge yatırımlarının yanı sıra rekabette öncü kalmak için gerekli Ar-Ge harcamalarını da dikkate alarak daha yüksek seviyede tahmin ediyoruz.

Tahminlerimizdeki Değişikler ve Riskler

Şirket yönetiminin Ar-Ge odaklı yaklaşımı ve sektörde artan görünürlüğüyle birlikte, havacılık teknolojisinin perakende verimliliği bakımından e-ticarete kıyasla geriden gelmesi nedeniyle, Hitit'in özellikle SaaS gelirlerinde öngörülenden daha uzun süreli yüksek büyüme sağlayacağını tahmin ediyoruz. 2026–2027 döneminde Oxygen'in ticari yaygınlaşmasının, ek geliştirme gelirleri ile SaaS büyümesini belirgin biçimde desteklemesini bekliyoruz.

IATA'nın 2030 yılına kadar OOMS/NDC'nin tam olarak benimsenmesi yönündeki hedefi doğrultusunda Sabre ve Amadeus'un kendi çözümlerini ticarileştirmeye hazırlanmaları ile kaçınılmaz olarak sektörde rekabeti artacaktır. Hitit'in ilk hamle avantajının orta vadede gelir büyümesini hızlandıracağını öngörmekle birlikte, rakiplerin müşteri sadakati göz önünde bulundurulduğunda uzun vadede büyüme hızının yavaşlayacağı varsayımıyla yaklaşıyoruz. Bununla birlikte, OOMS'un rezervasyon ve biletleme fonksiyonlarını ayrıştırması sayesinde, rakiplerine bağlı kalan havayollarının dahi Hitit'in modüler çözümlerini seçici şekilde benimsemesi ihtimali büyüme ivmesini destekleyebilir. Ayrıca, yönetimin Ar-Ge'ye yönelik güçlü odağının, şu an öngörülmeyen yeni ürünlerin geliştirilmesini sağlayarak şirketin çift haneli büyümesini sürdürmesine sağlayabilir. Bu durum, varsaydığımız %3 terminal büyüme oranı ile gerçekte sürebilecek büyüme arasına bir ayrışma yaratabilir.

Marj tarafında ise, Hitit'in yüksek sabit/değişken maliyet oranı ve entegre ürün portföyünden kaynaklanan ölçek ve kapsam ekonomileri nedeniyle, ileriye dönük kârlılık tahminlerimizi yukarı yönlü revize ettik. Temel aşağı yönlü riskler arasında Türk Lirası'nın enflasyona kıyasla daha yavaş değer kaybetmesi sonucunda, ağırlıklı döviz gelirlerine karşılık TL cinsinden maliyetlerin artma ihtimali öne çıkıyor.

Financials

Bilanço (Milyon \$)	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Varlıklar												
Dönen Varlıklar	25,2	25,7	26,4	31,1	42,8	52,0	66,2	82,3	106,5	139,8	179,8	225,6
Nakit ve Nakit Benzerleri	15,8	12,7	11,0	10,9	15,9	17,0	21,4	26,4	39,0	61,2	91,3	129,3
Ticari Alacaklar	6,3	9,6	11,2	14,9	19,8	26,0	33,5	41,9	50,7	59,2	66,8	72,7
Peşin Ödenmiş Giderler	2,1	3,0	4,2	5,4	7,1	9,0	11,4	14,0	16,8	19,4	21,7	23,7
Diğer Dönen Varlıklar	1,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Duran Varlıklar	33,6	48,5	61,2	75,3	91,9	112,3	136,5	163,5	191,6	218,6	242,3	260,7
Maddi Duran Varlıklar	5,2	4,1	4,5	4,9	5,4	5,9	6,4	6,8	7,1	7,2	7,2	7,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	25,8	40,5	52,4	64,8	79,2	97,0	118,4	142,2	167,3	191,5	212,7	229,1
Peşin Ödenmiş Giderler	2,2	2,7	4,3	5,6	7,3	9,3	11,7	14,4	17,3	19,9	22,3	24,3
Diğer Duran Varlıklar	0,4	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam Varlıklar	58,8	74,1	87,5	106,5	134,6	164,2	202,7	245,8	298,1	358,4	422,0	486,3
Yükümlülükler												
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,2	10,8	16,1	19,9	25,3	29,4	34,2	38,8	43,1	46,4	53,4	59,9
Ticari Borçlar	2,4	2,6	3,4	4,2	5,3	6,7	8,3	10,2	12,1	14,0	15,7	17,1
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0,0	4,7	10,5	12,7	16,0	17,5	19,1	20,1	20,7	20,4	24,2	28,1
Ertelenmiş Gelirler	0,9	1,2	2,3	3,0	4,0	5,3	6,8	8,5	10,3	12,0	13,5	14,7
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,8	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,7	3,9	5,1	6,5	8,6	10,8	13,5	16,3	19,3	22,0	25,0	27,4
Kiralamaya Yükümlülükleri	0,0	0,6	1,4	1,7	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	3,3	3,8
Ertelenmiş Gelirler	2,4	2,9	3,6	4,8	6,4	8,4	10,9	13,6	16,5	19,2	21,7	23,6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam Yükümlülükler	7,9	14,8	21,2	26,4	33,9	40,2	47,7	55,1	62,4	68,4	78,4	87,3
Özkaynaklar												
Sermaye	4,3	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Diğer (Yasal Yedekler, Düzeltmeler)	39,5	37,5	33,0	31,7	30,0	27,9	25,5	22,8	20,1	17,1	14,3	11,1
Geçmiş Yıllar Karları	7,0	13,4	24,8	39,8	62,2	87,7	121,1	159,3	207,1	264,3	320,8	379,4
Toplam Özkaynaklar	50,9	59,4	66,3	80,0	100,8	124,0	155,1	190,7	235,7	290,0	343,7	399,0
Toplam Kaynaklar	58,8	74,1	87,5	106,5	134,6	164,2	202,7	245,8	298,1	358,4	422,0	486,3
Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033E	2034E
Ciro	25,6	34,2	45,5	60,2	80,3	105,3	135,8	169,9	205,6	240,2	270,8	294,8
Gelir Büyümesi	36,4%	33,5%	32,8%	32,5%	33,4%	31,1%	28,9%	25,1%	21,0%	16,8%	12,7%	8,9%
Satışların Maliyeti	(13,2)	(17,7)	(22,3)	(27,8)	(35,2)	(44,2)	(55,2)	(67,4)	(80,3)	(92,9)	(104,1)	(113,2)
Personel Giderleri	(5,7)	(6,6)	(8,7)	(11,6)	(15,4)	(20,2)	(26,0)	(32,6)	(39,4)	(46,1)	(51,9)	(56,5)
Sabit Giderler	(3,6)	(6,1)	(6,9)	(7,4)	(7,8)	(8,4)	(9,0)	(9,7)	(10,4)	(11,2)	(12,0)	(13,0)
Değişken Giderler	(3,9)	(5,1)	(6,7)	(8,9)	(11,9)	(15,6)	(20,1)	(25,2)	(30,5)	(35,6)	(40,1)	(43,7)
Brüt Kâr	12,5	16,5	23,1	32,4	45,2	61,1	80,6	102,4	125,3	147,3	166,7	181,6
Brüt Kâr Marjı	48,6%	48,2%	50,9%	53,8%	56,2%	58,0%	59,4%	60,3%	60,9%	61,3%	61,5%	61,6%
Faaliyet Giderleri	(6,6)	(9,0)	(11,9)	(15,5)	(20,3)	(25,8)	(32,6)	(40,1)	(48,0)	(55,4)	(62,1)	(67,6)
Personel Giderleri	(2,2)	(3,0)	(4,0)	(5,4)	(7,1)	(9,4)	(12,1)	(15,1)	(18,3)	(21,4)	(24,1)	(26,2)
Pazarlama ve Satış Giderleri	(2,1)	(2,1)	(2,7)	(3,6)	(4,8)	(6,3)	(8,2)	(10,2)	(12,4)	(14,5)	(16,3)	(17,8)
Genel Yönetim Giderleri	(2,7)	(4,0)	(5,1)	(6,5)	(8,3)	(10,1)	(12,3)	(14,7)	(17,3)	(19,5)	(21,6)	(23,6)
Diğer	0,4	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Faaliyet Giderleri/ <i>Ciro</i>	25,6%	26,3%	26,2%	25,7%	25,2%	24,5%	24,0%	23,6%	23,3%	23,0%	22,9%	22,9%
FVÖK	5,9	7,5	11,2	16,9	24,9	35,3	48,0	62,3	77,3	92,0	104,6	114,0
Faaliyet Kar Marjı	23,0%	22,0%	24,6%	28,0%	31,0%	33,5%	35,4%	36,7%	37,6%	38,3%	38,6%	38,7%
Amortisman	4,2	6,3	8,9	11,4	13,9	16,9	20,6	25,0	29,8	34,9	39,7	44,0
FAVÖK	10,1	13,8	20,1	28,3	38,9	52,2	68,6	87,3	107,1	126,8	144,3	158,0
FAVÖK Marjı	39,5%	40,4%	44,3%	46,9%	48,4%	49,6%	50,5%	51,4%	52,1%	52,8%	53,3%	53,6%
Finansal Yat. Faaliyetlerinden Gelirler	3,5	1,9	1,5	0,4	0,3	0,4	0,8	1,0	1,2	1,8	2,8	4,1
Finansal Giderleri	(2,1)	(0,8)	(0,6)	(1,4)	(1,7)	(2,2)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,8)	(3,3)
Vergi Öncesi Kâr	7,2	8,7	12,1	15,8	23,5	33,5	46,4	60,7	75,8	90,9	104,6	114,9
Vergi Öncesi Kâr Marjı	28,3%	25,4%	26,6%	26,2%	29,3%	31,8%	34,2%	35,7%	36,9%	37,8%	38,6%	39,0%
Vergi Giderleri	1,7	0,3	0,6	0,8	1,2	1,8	4,8	6,2	7,7	9,2	10,5	17,1
Net Kar	5,6	8,4	11,5	15,0	22,4	31,8	41,8	54,6	68,2	81,8	94,2	97,6
Net Kâr Marjı	21,7%	24,7%	25,2%	24,9%	27,8%	30,2%	30,8%	32,2%	33,2%	34,1%	34,8%	33,1%
Nakit Akış Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	3,1	7,4	8,6	11,0	10,9	15,9	17,0	21,4	26,4	39,0	61,2	91,3
Net Kar	5,6	8,4	11,5	15,0	22,4	31,8	41,8	54,6	68,2	81,8	94,2	97,6
Amortisman	4,2	6,3	8,9	11,4	13,9	16,9	20,6	25,0	29,8	34,9	39,7	44,0
İşletme Sermayesindeki Değişim	0,6	3,3	2,6	3,3	4,5	5,5	6,7	7,5	7,8	7,5	6,7	5,3
Net Kar Düzeltmeleri	(12,5)	(2,5)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit	(3,4)	8,9	17,8	23,1	31,8	43,2	55,7	72,1	90,2	109,2	127,2	136,3
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	10,0	(13,2)	(21,2)	(24,2)	(28,8)	(35,3)	(42,4)	(49,2)	(55,1)	(59,2)	(61,0)	(60,4)
Finansal Borçlardaki Değişim	(2,3)	5,4	6,5	2,5	3,7	1,7	1,9	1,2	0,7	(0,4)	4,3	4,4
Ödenen Temettümler	-	-	-	-	-	(6,4)	(8,4)	(16,4)	(20,5)	(24,5)	(37,7)	(39,1)
Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit	(2,3)	5,4	6,5	2,5	3,7	(4,7)	(6,5)	(15,2)	(19,8)	(24,9)	(33,4)	(34,6)
Toplam Nakit Akışı	4,4	1,1	3,1	1,3	6,7	3,3	6,8	7,6	15,3	25,1	32,8	41,3
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	7,4	8,6	11,6	12,3	17,6	19,1	23,7	29,0	41,7	64,0	94,1	132,6
Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
F/K	54,9	55,9	35,1	26,8	18,0	12,7	9,6	7,4	5,9	4,9	4,3	4,1
FD/FAVÖK	29,5	33,8	19,9	14,2	10,3	7,7	5,8	4,6	3,7	3,2	2,8	2,5
PD/DD	4,8	7,4	6,1	5,0	4,0	3,2	2,6	2,1	1,7	1,4	1,2	1,0
Özkaynak Karlılığı	10,9%	14,2%	17,3%	18,8%	22,2%	25,7%	26,9%	28,7%	28,9%	28,2%	27,4%	24,5%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	15,0%	13,2%	15,8%	19,2%	21,8%	25,0%	27,8%	30,0%	31,6%	31,0%	37,4%	37,8%
Net Borç	(13,4)	(5,1)	0,9	3,5	2,3	2,9	0,3	(3,5)	(15,4)	(38,0)	(63,8)	(97,4)
Net Borç / FAVÖK	(1,3)	(0,4)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,6)
Net Borç / Özkaynaklar	(0,3)	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)
Temettü Ödeme Oranı	0%	0%	0%	0%	0%	20%	20%	30%	30%	30%	40%	40%

Değerleme

Değerleme Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
USD/TRY, dönem sonu	44,0	51,9	59,7	65,7	72,2	79,5	87,4	96,2	105,8	116,4
USD/TRY, dönem ortalaması	39,6	48,0	55,8	62,7	69,0	75,9	83,4	91,8	101,0	111,1
Risksiz Faiz Oranı	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Borç Ağırlığı	15,6%	15,7%	15,4%	13,9%	12,4%	10,8%	9,1%	7,6%	7,6%	6,5%
Özsermaye Ağırlığı	84,4%	84,3%	84,6%	86,1%	87,6%	89,2%	90,9%	92,4%	92,4%	93,5%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Borç Maliyeti	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,2%
Özsermaye Maliyeti	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Vergi Oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%
Sermaye Harcamaları/ Ciro	46,7%	40,2%	35,8%	33,5%	31,2%	29,0%	26,8%	24,6%	22,5%	20,5%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,1%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
İndirgenmiş Nakit Akışı Özeti (USD Mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
FAVÖK	20,1	28,3	38,9	52,2	68,6	87,3	107,1	126,8	144,3	158,0
Sermaye Harcamaları	21,2	24,2	28,8	35,3	42,4	49,2	55,1	59,2	61,0	60,4
Vergi	0,6	0,8	1,2	1,8	4,8	6,2	7,7	9,2	10,5	17,1
İşletme Sermayesindeki Değişim	2,6	3,3	4,5	5,5	6,7	7,5	7,8	7,5	6,7	5,3
Serbest Nakit Akışı	(4,3)	(0,1)	4,3	9,6	14,7	24,3	36,5	50,9	66,2	75,2
İksonto Oranı	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
İndirgenmiş Nakit Akışı	(4,0)	(0,1)	3,2	6,4	8,8	13,0	17,3	21,5	24,9	25,3
İNA Bugünkü Değer	116,3									
Nihai Büyüme	3,0%									
Nihai Değer, Milyon \$	284,5									
Hesaplanan Firma Değeri	400,8									
Net Borç	(2,1)									
Hesaplanan Piyasa Değeri	402,9									
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (USD mn)	452,9									
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TRY mn)	22.617,0									
Cari Piyasa Değeri (TRY mn)	14.370,00									
TL Bazında Getiri Potansiyeli	57,4%									

Revizyonlar

Türkiye'deki son siyasi gelişmeler ışığında, risksiz faiz oranı varsayımımızı %7,5'ten %8,0'e yükselttik. Bu revizyon, mevcut Türk eurobond getirilerini ve CDS spreadlerini yansıtmaktadır. Aynı zamanda, şirketin güçlü nakit yaratma kapasitesi nedeniyle sermaye harcamalarını, Ar-Ge'yi ve işletme sermayesi gereksinimlerini borçlanmaya önemli ölçüde ihtiyaç duymadan rahatlıkla karşılayabilmesi nedeniyle, şirketin uzun vadeli borç ağırlığını azalttık.

Teknoloji sektörünün temel olarak rekabetçi ve dinamik bir alan olduğundan şirketin betasını 0,6'dan 0,8'e revize ettik. Buna ek olarak, şirketin Teknokent vergi teşviklerinin 2028 sonrasında yenilenmeme riskini göz önünde bulundurarak vergi oranı varsayımımızı 2029–2033 dönemi için %10'a çıkardık.

En kritik revizyonumuz ise Ar-Ge ve sermaye harcamalarına ilişkin tahminlerimizdir. Şirket olgunlaştıkça, maddi duran varlık yatırımlarının büyük ölçüde amortismanla uyumlu bakım harcamalarıyla sınırlı kalacağını varsayıyoruz. Buna karşılık, Ar-Ge ve aktifleştirilen personel giderlerinin cironun en az %20'si düzeyinde yüksek kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Bu yaklaşım, PSS sektörünün inovasyon yoğun yapısını ve şirketin daha büyük küresel rakiplerle rekabet edebilmek için ürünlerini sürekli geliştirme ihtiyacını yansıtmaktadır.

Şirketin güçlü nakit pozisyonunu stratejik bir avantaj olarak değerlendiriyoruz. Bu sayede, düşük borçlulukla daha yüksek Ar-Ge harcamalarını sürdürebilme kapasitesine sahip olan şirketin, daha geniş ve yüksek kaliteli bir ürün portföyü oluşturmasını, sürdürülebilir büyüme sağlamasını ve ölçeklenebilirlik yoluyla marjlarını artırmasını bekliyoruz.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 1 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü kon onktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, kon onktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

“Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler 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.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. 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 PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.”