

04/08/2025

Karlı büyüme potansiyeli; cazip değerlendirme

Europen Endüstri için hedef fiyatımızı 14,72TL'ye (önceki: 8,06TL) yükseltirken "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi yineliyoruz. Şirket, plastik inşaat malzemeleri ve cam işleme sektöründe faaliyet göstermektedir ve ürettiği malların yaklaşık %60'ını ihraç etmektedir. PVC profil, PVC'den kapı ve pencere, buzdolabı, fırın ve mobilya camı üretiminde Türkiye'de liderdir. Şirket, katma değeri yüksek ürünlere odaklanma stratejisi kapsamında 2025 yılında güneş enerjisi (GES) panel camı üretimine başlamıştır. Ağustos ayında tam kapasite çalışmaya başlayan panel cam fabrikasıyla şirket Türkiye GES panel ithalatının %25'ini tek başına karşılayacaktır. Yeni tesisin şirketin 2026 yılı gelirlerine USD70mn, operasyonel gelirlerine ise USD20mn katkı yapmasını bekliyoruz. Şirketin 2025 yılı satışlarının yıllık %38 artışla 7.2 milyar TL'ye, 2026'da ise GES panel üretiminin katkısıyla %82 artışla 13 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Net karın 2025 yılında yıllık %62 artışla 1.4 milyar TL'ye, 2026 yılında ise 2,3 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirketin mevcut değerlemesini 2026 tahmini 6,4x F/K, 5,0x FD/FAVÖK ve 1,3x F/DD ile cazip buluyoruz. GES panel üretiminin finansallara potansiyel katkısının henüz fiyatlanmadığını düşünüyoruz.

Operasyonel marjlar yükseliyor; üretim maliyetleri azalıyor.

GES panel yatırımın %70'ini özkaynak, %30'unu ise uzun vadeli TL kredi ile gerçekleştiren Europen Endüstri'nin operasyonel marjlarının önümüzdeki yıllarda yükseleceğini öngörüyoruz. Şöyle ki, GES panel yatırımının katkısıyla FAVÖK'ün 2025 yılında 1.8 milyar TL'ye ulaşacağını ve FAVÖK marjının 10 puan artarak %24,2'e yükselmesini bekliyoruz. Ayrıca, şirket üretim maliyetlerini azaltmak için güneş enerjisine ağırlık vermektedir. Şirket yıllık enerji tüketiminin %40'ını güneşten sağlamaktadır.

Net borcun VAFÖK'e oranının daha da iyileşmesini bekliyoruz.

Şirketin büyümek için tercihi kendi özkaynakları olup borçluluk seviyesini düşük tutmak istemektedir. 2025 yılı net borcun FAVÖK'e oranının 0,7x seviyesinden 2026 yılında 0,3'e gerilemesini öngörüyoruz. Yatırım harcamalarının satışlara oranının 2025-2032 yılları tahmin aralığımızda ortalama %2 civarında seyredeceğini beklemekteyiz. 2028 yılından itibaren ise şirketin nette nakite döneceğini ve temettü dağıtacağını düşünmekteyiz. Serbest nakit akış marjının 2025-2032 yılları tahmin aralığımızda ortalama %13 seviyesinde olacağını beklemekteyiz.

Stratejik yatırım teşviki karlılığa destek olacaktır.

Şirketin yatırımları stratejik olarak nitelendirildiğinden toplamda yatırım bedelinin yarısı kadar kurumlar vergisi yatırım indirimi almıştır. Bu teşvik sayesinde efektif vergi oranı %2 seviyesine düşmektedir. 2028 yılına kadar şirketin vergi giderinin düşük olacağını düşünmekteyiz.

EUREN

Bloomberg/Reuters Kodu	EUREN TI / EUREN.IS
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri (önceki: EÜG)
Hisse Fiyatı (TL)	7.10
Hedef Fiyat (TL)	14.72 (önceki 8.06)
Yükseliş Potansiyeli	107%

Piyasa Değeri (mn TL)	14,910
Halka Açıklık (%)	37.0
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	7.10 / 3.71
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	14.9
Net Borç (mn TL) - 1Ç25	270
Firma Değeri (mn TL)	15,180

Tahminler* (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	5,752	5,237	7,228	13,155
% büyüme	26%	-9%	38%	82%
FAVÖK	718	751	1,750	3,156
% marj	12.5	14.3	24.2	24.0
Net Kar	376	889	1,444	2,334
% marj	6.5	17.0	20.0	17.7
Sermaye Getirisi	12%	14%	17%	22%
Temettü	0	0	0	0
% Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

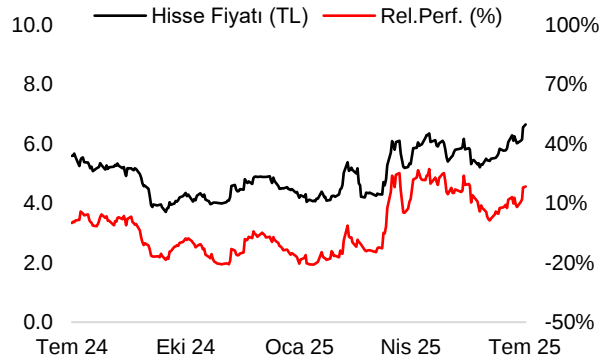
Çarpanlar

F/K	39.7x	16.8x	10.3x	6.4x
FD/Satışlar	2.7x	2.9x	2.2x	1.2x
FD/FAVÖK	22.0x	20.4x	9.2x	5.0x
F/DD	2.4x	1.9x	1.6x	1.3x

	1M	3M	12M	YTD
Rel. Getiri	22%	13%	26%	33%
Mutlak	31%	13%	25%	45%

* IAS29 uygulanmıştır

EÜR: Endeks Üzeri Getiri



Analist: Övünç Gürsoy, CFA

Değerleme

TL bazlı İNA değerlememizde, %26,0 özsermaye maliyeti, %25,0 borçlanma maliyeti ve 0,72x hisse senedi betasına dayanan %26,3 AOSM kullandık. Vergi oranını 2025-2032 tahmin dönemimizde ortalama %12,0 olarak varsaydık. Şirket stratejik yatırımları neticesinde vergi teşviki almıştır. 2028'e kadar efektif vergi oranını %2 olarak öngördük. Uç değer büyüme oranı varsayımımız ise %17,6'dır. Buna göre, İNA değerlememiz EUREN için hisse başına 14,72TL 12 aylık hedef fiyata işaret ederken %107'lik getiri potansiyeline karşılık gelmektedir.

Tablo 1: EUREN İNA Analizi

TL mn	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satışlar	5,237	7,228	13,155	17,102	24,114	30,142	37,678	45,213	54,256
Yıllık büyüme	30%	38%	82%	30%	41%	25%	25%	20%	20%
Brüt Kar	970	1,952	3,552	4,789	6,752	8,440	10,550	12,660	15,192
Yıllık büyüme	43%	101%	82%	35%	41%	25%	25%	20%	20%
Brüt kar marjı	18.5%	27.0%	27.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
EBIT	601	1,496	2,892	4,019	5,667	7,083	8,854	10,625	12,750
Yıllık büyüme	82%	149%	93%	39%	41%	25%	25%	20%	20%
FVÖK marjı	11.5%	20.7%	22.0%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
FAVÖK	751	1,750	3,156	4,300	5,965	7,397	9,181	10,965	13,102
Yıllık büyüme	79%	133%	80%	36%	39%	24%	24%	19%	19%
FAVÖK marjı	14.3%	24.2%	24.0%	25.1%	24.7%	24.5%	24.4%	24.3%	24.1%
Net İşletme Sermayesi	975	2,219	2,692	4,440	5,301	6,840	8,539	11,121	13,337
İşletme Sermayesi Değişimi	-530	1,244	473	1,747	862	1,538	1,699	2,582	2,216
Satışlara oranı	18.6%	30.7%	20.5%	26.0%	22.0%	22.7%	22.7%	24.6%	24.6%
Yatırım Harcamaları	1,981	419	300	520	286	309	334	360	389
Satışlara oranı	37.8%	5.8%	2.3%	3.0%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
Vergi	12	28	50	69	567	1,417	1,771	2,125	2,550
Serbest nakit akışı	-713	59	2,332	1,964	4,250	4,133	5,377	5,898	7,946
Yıllık büyüme	-	-	-	-16%	116%	-3%	30%	10%	35%
Serbest nakit akışı marjı	-13.6%	0.8%	17.7%	11.5%	17.6%	13.7%	14.3%	13.0%	14.6%
AOSM	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
İskonto faktörü	1.00	0.79	0.63	0.50	0.39	0.31	0.25	0.20	0.15
Serbest nakit akışının bugünkü değeri	-713	47	1,462	975	1,670	1,286	1,325	1,150	1,227
Serbest nakit akışı - Bugünkü değer toplamı	8,428								
Uç değer bugünkü değeri	16,582								
Firma değeri	25,010								
Net borç (1Ç25)	856								
Öz sermaye değeri	24,154								
Azınlık Payları	0								
Hisse adeti (mn)	2100								
Hesaplanan değer	11.50								
12 aylık hedef fiyat	14.72								
Anlık hisse değeri	7.10								
Yükselme potansiyeli	107%								
						Sermaye maliyeti		26.3%	
						Borçlanma maliyeti		25.0%	
						Özkaynak maliyeti		26.0%	
						Risksiz getiri oranı		24.0%	
						Hisse risk primi		5.5%	
						Hisse beta		0.72	
						Borçların ağırlığı		35%	
						Özkaynak ağırlığı		65%	
						Uç değer oranı		17.6%	
						Uç değer		107,380	

*2023 yılı ve sonrası için enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

Kaynak: Şirket Finansalları, OYAK Yatırım

Riskler ve Katalistler

- Şirket, ürettiği malların yaklaşık %60'ını ihraç etmektedir. Dolayısıyla, navlun fiyatlarındaki değişimler, konteyner ve gemi bulma sıkıntıları veya kolaylıklar şirketin finansallarını etkilemektedir.
- Döviz kurundaki ve EUR/USD paritesindeki oynaklıklar şirketin finansallarını etkilemektedir. Şirket, ürettiği malların ihracatını EUR üzerinden yaparken hammadde maliyetlerinin yarısı USD diğer yarısı TL'dir. Satış gelirin ise %80'i EUR cinsinden olurken geri kalan %20 TL cinsindendir.
- Hammadde (PVC ve Cam) fiyatlarındaki değişimler şirketin maliyetlerini ve karlılığını etkilemektedir.
- Enerji fiyatlarındaki değişimler şirketin maliyetlerini ve karlılığını etkilemektedir.
- Şirketin ana ihracat pazarı Avrupa ülkeleri olduğundan Avrupa ekonomisindeki olası canlanma ve tüketici talebindeki artış karlılığa olumlu etki yapabilir.
- Yurtiçi beyaz eşya talebindeki potansiyel artış satış gelirlerini olumlu etkileyeceğinden hisse için pozitif katalisttir.
- Kentsel dönüşüm ve yeşil dönüşüm faaliyetlerinin hızlanması hisse için pozitif katalisttir.
- Konut kredi faizlerindeki olası düşüş konut talebini olumlu etkileyeceğinden ve yeni konut inşaatlarını canlandıracağından hisse için pozitif katalisttir.
- Risksiz faiz oranındaki değişim değerlemeyi etkilemektedir. Risksiz faiz oranındaki her 1 puanlık değişim değerlememizi %2,3 oranında etkilemektedir.

Tablo 2: EUREN Özet Finansallar (Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış)

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024	2025T	2026T
Satışlar	5,237	7,228	13,155
Satışların Maliyeti	4,267	5,277	9,603
Brüt Kar	970	1,952	3,552
Faaliyet Giderleri	369	455	660
Faaliyet Gelirleri	601	1,496	2,892
FAVÖK	751	1,750	3,156
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	124	118	107
Finansal Gelirler/(Giderler)*, Net	-293	-279	-753
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	123	51	92
Vergi Öncesi Kar	555	1,386	2,338
Vergi Gideri	11	28	47
Net Kar/(Zarar)	889	1,444	2,334
*Net parasal kazanç (kayıp) dahil			
Özet Bilanço (mn TL)	2024	2025T	2026T
Nakit ve nakit benzerleri	753	757	1,961
Ticari alacaklar	973	1,881	2,523
Stoklar	912	1,301	1,973
Diğer dönen varlıklar	119	164	299
Dönen varlıklar	2,757	4,103	6,756
Maddi duran varlıklar	7,040	7,745	8,287
Maddi olmayan duran varlıklar	6	11	16
Diğer duran varlıklar	972	1,341	2,631
Duran varlıklar	8,018	9,097	10,933
Toplam varlıklar	10,775	13,200	17,689
Kısa vadeli borçlanmalar	334	1,002	1,823
Ticari borçlar	910	963	1,804
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	147	203	369
Kısa vadeli yükümlülükler	1,390	2,168	3,996
Uzun vadeli borçlanmalar	790	947	1,004
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	605	651	921
Uzun vadeli yükümlülükler	1,394	1,598	1,925
Özkaynaklar	7,990	9,434	11,769
Toplam yükümlülükler ve özkaynaklar	10,775	13,200	17,689
Net borç	370	1,192	866
Nakit Akışı (mn TL)	2024	2025T	2026T
FAVÖK	751	1,750	3,156
Faaliyet Karı Vergisi	11	28	47
Net işletme Sermayesi Değişimi	-530	1,244	473
Yatırım Harcamaları	1981	419	300
Serbest Nakit Akımı	-713	59	2,332
Rasyolar	2024	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	18.5%	27.0%	27.0%
FAVÖK Marjı	11.5%	20.7%	22.0%
Net Kar Marjı	17.0%	20.0%	17.7%
Efektif Vergi Oranı	2.0%	2.0%	2.0%
Aktif Karlılığı	8.9%	12.0%	15.1%
Özkaynak Karlılığı	12.5%	16.6%	22.0%
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.7	0.3

Kaynak: Şirket Finansalları, OYAK Yatırım

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %50 üzerinde olan hisseler ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +50%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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 değiştirebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.