

2Y25 Beklentileri: Yönetim, kapasite artışının desteğiyle yılın ikinci yarısında daha güçlü bir performans öngörmektedir. Çerkezköy'deki 50 bin m² tesisin (12 bin m²'si e-ticaret, halihazırda neredeyse dolu) yıl sonuna kadar katkı sağlaması, Mayıs'ta açılan 19 bin m² büyüklüğündeki Gebze tesisinin (gümrüklü depo dahil) ise ilk yarıda bulunmamasının ardından ek destek vermesi beklenmektedir. Uluslararası deniz/hava taşımacılığı segmenti beklentilerin altında başlamış; brüt kâr pozitif olmakla birlikte, yurtdışı genişlemenin getirdiği yüksek yönetim giderleri nedeniyle FAVÖK negatif gerçekleşmiştir. Yönetim, bu etkinin yılın ikinci yarısında normalize olmasını beklemektedir (yıl geneli negatif, 2Y25 pozitif). Ayrıca, yazılım ekibinin genişlemesi maliyetleri kısa vadede artırmış olsa da, uzun vadede destekleyici bir unsur olarak görülmektedir. **Makro baskılar azalmakta olup, Temmuz-Ağustos döneminde özellikle yurtdışı operasyonlarda belirgin iyileşme gözlenmiştir.** Yönetim güçlü sermaye yapısını vurgulamakta ve operasyonların yıl sonunda pozitive dönmesini beklemekte; halka arz varsayımlarındaki 2026 beklentilerini büyük ölçüde korumaktadır (2025 yılı için sınırlı aşağı yönlü risk görülmektedir).

Orta Vadeli Katalistler: Horoz, BT entegrasyonu, özgün yazılım geliştirme (yaklaşık 70 kişilik BT ekibi, çoğunluğu yazılımcı) ve otomasyon yatırımlarıyla **3PL'den 4PL'e geçiş** sürecini sürdürmektedir. Ticaret Bakanlığı'ndan alınan **E-İhracat Konsorsiyum Statüsü**, bağlı ortaklık BrandLoop'a ürün mülkiyetini üstlenmeden, varlık-hafif ve teşvik destekli bir model altında, dijital pazarlamadan pazaryeri entegrasyonuna, sipariş karşılama ve son teslimata kadar tüm ihracat değer zincirini yönetme imkânı sağlamaktadır. Bu yapı, işletme sermayesi yükü doğurmadan marj artırıcı büyüme yaratmaktadır. Buna ek olarak, Horoz'un aldığı **Ar-Ge Merkezi Statüsü** 2025'te sınırlı etki yapacak olsa da, 2026 itibarıyla uygun maliyetlerin aktifleştirilmesi yoluyla yüksek BT giderlerinin bir kısmını telafi etmesi ve marjları desteklemesi beklenmektedir. Uluslararası ölçeklenme, **YLDA programı** (yatırım harcamalarının %70'ine, işletme giderlerinin %50'sine kadar sübvansiyon) ile desteklenmektedir. Şirket, Romanya ve Hollanda'da operasyonlarını başlatmış olup, İtalya ve İspanya'ya giriş hazırlığındadır. Almanya, İngiltere ve Fransa'daki depolar, küresel hizmet kapasitesini güçlendirmektedir. Devlet teşvikleri, ölçeklenebilir dijital altyapı ve yurtdışı genişleme; büyüme ve marj toparlanmasının ana unsurlarıdır.

Hisse Performansı ve Çarpanlar: Halka arzdan bu yana Horoz, BIST100'e göre %3 geride kalırken, Ulaştırma Endeksi ise %5 pozitif ayrıştı. Halka arz projeksiyonları 2025T'de ~TL2,2 milyar FAVÖK öngörüyordu; ancak 1Y25'te yalnızca TL621 milyon gerçekleşti. Sapma, ağırlıklı olarak yönetim giderlerindeki artıştan kaynaklandı (personel giderlerinde +%35, danışmanlık giderlerinde +%67 – bağımsız denetim notları). Halka Arz değerlemesi 2025T için ~3,0x FD/FAVÖK çarpanına işaret ediyordu; 1Y25'ten yıllıklandırılmış çarpan ise ~5,4x'e işaret ediyor (**2Y rakamlarının 1Y'ye kıyasla oldukça güçlü gelmesi bekleniyor**). Halka Arz baz senaryosuna göre çarpanın yükselme ihtimaline karşın, hisse hâlen küresel benzerlerin (2025T FD/FAVÖK 9,1x) ve yurtdışı benzerlerin düzeltilmiş ortalamasına (7,5x, aşırı değerler hariç) göre derin iskontolu işlem görmektedir.

HORÖZ										
TL mn	2024/06	2025/06	Δ	2024/1Ç	2024/2Ç	2024/3Ç	2024/4Ç	2025/1Ç	Δ (y/y)	Δ (ç/ç)
Net Satışlar	5.119	5.028	-1,78%	2.490	2.552	2.376	2.444	2.583	3,75%	5,68%
Brüt Kâr	812	502	-38,22%	496	360	86	243	258	-47,94%	5,99%
Faaliyet Karı	356	-56	-	247	76	-173	-20	-36	-	82,27%
FAVÖK	1.146	621	-45,85%	740	467	141	341	280	-62,19%	-17,87%
Net Parasal Kayıp / Kazanç	456	82	-81,96%	145	-58	-48	66	17	-88,46%	-74,45%
Net Kâr	293	-47	-	239	592	-68	6	-52	-	-
Brüt Kar Marjı	15,9%	10,0%	-588 bps	19,9%	14,1%	3,6%	10,0%	10,0%	-992 bps	3 bps
Faaliyet Marjı	7,0%	-1,1%	-	9,9%	3,0%	-7,3%	-0,8%	-1,4%	-	-
FAVÖK Marjı	22,4%	12,3%	-1005 bps	29,7%	18,3%	5,9%	13,9%	10,8%	-1889 bps	-311 bps
Net Kâr Marjı	5,7%	-0,9%	-	9,6%	23,2%	-2,9%	0,2%	-2,0%	-	-
Net Borç	786	2.109	168,30%	786	512	1.646	1.944	2.109	168,30%	8,48%
Net Döviz Pozisyonu	505	473	-6,35%	505	208	209	267	473	-6,35%	77,12%
Net Borç/FAVÖK	0,3	1,7	405,53%	0,3	0,3	1,1	1,1	1,7	405,53%	49,83%

HOROZ LOJİSTİK KARGO HİZMETLERİ

ÖNERİ YOK

Şirket Raporu	
Hisse Bilgileri	
Sektör	LOJİSTİK
Bloomberg / Reuters Kodu	HOROZ.TL / HOROZ.İS
Fiyat (TL/Hisse)	57,00
Hedef Fiyat (TL/Hisse)	n.a
Potansiyel Getiri	n.a
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	43,94-75
Piyasa Değeri (milyon TL)	5.158
Firma Değeri (milyon TL)	7.267
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	1.393
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	90
Dolaşımdaki Paylar	%27
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%1,9
3 Ay Önce	%1,9

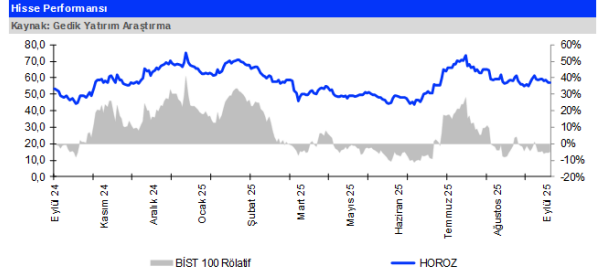
İşlem Hacı	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	847	1.296	2.057	2.011
Ortalama İşlem Hacı (000TL)	49.259	75.918	125.328	117.182
Fiyat Aralığı (TL/Hisse)	57,00-59,25	54,65-61,25	47,34-73,70	43,94-75,00

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%1	%20	%15	%8
BIST-100'e Göre Rölatif Getiri	%1	%2	%0	-%4

Ortaklık Yapısı	
Taner Horoz	%73
Halka Açık	%27

Şirket Özeti

Şirket, uluslararası karayolu taşımacılığı, yurt içi karayolu taşımacılığı, depoculuk, ülke genelinde persiyel ürün dağıtım ve e-ticaret depoculuğu alanlarında hizmet sunmakta olup 3. parti lojistik hizmetler sağlayan bir operatördür.



* 29/09/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Mehmet Mumcu

Müdür Yardımcısı

mehmet.mumcu@gedik.com

+90 216 453 00 00

Şirket Profili: Horoz Lojistik, 1998 yılında İstanbul'da kurulmuş olup, 2010'lu yıllarda yeni depo yatırımlarıyla operasyonel kapasitesini genişletmiştir. Şirket, 2021 yılında e-ticaret lojistiği alanına girmiş ve 7 Haziran 2024'te Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da halka arz olmuştur. Haziran 2025 itibarıyla şirketin halka açıklık oranı %27,2 seviyesindedir ve toplam 1.918 çalışanı bulunmaktadır. Horoz, Türkiye genelinde 95 lokasyonda faaliyet göstermekte olup, bunların 77'si depo ve dağıtım tesislerinden oluşmaktadır. Toplam yönetilen kapalı alan yaklaşık 610 bin m² seviyesinde olup, bunun 421 bin m²'si yurt içi dağıtım, 145 bin m²'si depolama, 22 bin m²'si mobilya lojistiği ve 20 bin m²'si e-ticaret operasyonlarına ayrılmıştır. Şirket'in varlık portföyü ayrıca 1.000'in üzerinde araç, 15 elektrikli kamyon ve yurtdışında bulunan depoları (Almanya Duisburg – 8 bin m², İngiltere Kettering – 5 bin m², Fransa Lyon – 2 bin m²) kapsamaktadır. İstanbul merkez ofisinin yanı sıra, Bursa, Kocaeli, İzmir, Ankara ve Mersin'de de bölge ofisleri bulunmaktadır. Yönetim, yenilenebilir enerji yatırımları ve düşük emisyonlu filo genişlemesiyle uyumlu bir ESG stratejisine vurgu yapmaktadır.

Business Segments:

Yurtiçi Komple Taşımacılık (FTL): Beyaz eşya, otomotiv parçaları, FMCG, çelik, inşaat ve tarım sektörlerine hizmet veriyor. Yıllık ~65 bin sefer ve ~900 bin ton taşıma hacmi. (1Y25 gelirlerinin ~%15'i)

Yurtiçi Dağıtım Hizmetleri: B2B ve B2C teslimatlar, yıllık ~4 milyon sipariş, ~650 müşteri. (1Y25 gelirlerinin ~%44'ü)

Depoculuk: 20'den fazla müşteriye yıllık ~12 milyon sipariş. (1Y25 gelirlerinin ~%13'ü)

E-ticaret Depoculuk Hizmetleri: Günlük 50 bin sipariş kapasitesi, 6 kurumsal müşteri. (1Y25 gelirlerinin ~%6'sı)

Mobilya Lojistiği: İki kişilik taşıma, montaj ve satış sonrası hizmet; 13 müşteri. (1Y25 gelirlerinin ~%3'ü)

Uluslararası Kara & Deniz Taşımacılığı: FX bazlı gelir kapasitesini güçlendiriyor, 200+ ülkeye kapıdan kapıya hizmet. (Her biri ~%7 gelir katkısı)

Horoz, BSH, Vestel, Koçtaş, IKEA gibi büyük müşterilerine entegre depolama ve dağıtım çözümleri sunmakta olup; bu kapsamda depolama, sipariş karşılama ve kurulum hizmetlerini üstlenmektedir. Şirket ayrıca Trendyol ve Hepsiburada gibi e-ticaret oyuncularına da sipariş karşılama hizmeti vermekte, günlük yaklaşık 250 bin siparişi işlemektedir. Toplam ~145 bin m² depolama kapasitesinin yalnızca ~20 bin m²'si e-ticarete ayrılmış olsa da, bu segment orantısız şekilde daha yüksek ve marj artırıcı EBITDA katkısı sağlamaktadır. Bu nedenle söz konusu iş kolunu, Horoz'un müşteri odaklı iş modeliyle desteklenen önemli bir büyüme sürükleyicisi olarak görmekteyiz. Ayrıca, Şirket'in Türkiye'de Temu ile büyük hacimli e-ticaret ürünlerinin teslimatını kapsayan bir anlaşmaya vardığını da not etmek gerekir. Bu stratejik iş birliğinin e-ticaret lojistiğinde sinerji yaratması ve gelir ile kârlılık üzerinde olumlu etkiye bulunması beklenmektedir.

Parçalı Sektör Yapısı Fırsatlar Sunuyor: Küresel ölçekte lojistik sektörü, GSYH'nin %8–13'ünü oluşturmakta olup, katma değeri görece düşük sanayi yapılarına sahip ekonomilerde bu oran daha da yüksek seyretmektedir. Türkiye'de ise pazar oldukça parçalı durumdadır; Borusan Lojistik, Ceva ve Horoz'un toplam pazar payı Şirket verilerine göre %10'un altında kalmaktadır. Biz bu parçalı yapının uzun vadede anlamlı birleşme & satın alma (M&A) fırsatları sunduğunu ve aynı zamanda Horoz'un ölçeklenebilir bir 4PL modele geçişini desteklediğini düşünüyoruz.

1Y25 Görünümü: Uluslararası deniz/hava taşımacılığı faaliyetleri beklentilerin altında başladı—brüt kâr (GP) pozitif olmakla birlikte, yurt dışı genişlemeden kaynaklanan daha yüksek genel yönetim giderleri (SG&A) nedeniyle EBITDA negatif gerçekleşti. Bununla birlikte, yönetim bu baskının 2Y25 itibarıyla normalleşmesini beklemekte (yıl geneli halen negatif, ancak ikinci yarıda pozitif). Yazılım ekibinin ilavesi de maliyetleri artırdı; ancak uzun vadeli bir değer yaratıcı olarak görülüyor. Bu doğrultuda, 1Y25'te gelir reel anlamda yatay kalarak TL5.028mn seviyesinde gerçekleşirken, EBITDA yıllık bazda %46 gerileyerek TL621mn'a indi (marj: %12,3). Net kâr TL293mn (1Y24) seviyesinden TL47mn zarara dönerken, bu bozulma marj sıkışması ve enflasyon muhasebesi altında artan efektif vergi oranından kaynaklandı. Net borç yıllık bazda %168 artışla TL2,1 milyara yükseldi. Uluslararası gelirlerin toplam içindeki payı 1Y24'teki %11,9'dan %16,3'e çıktı; bunun %9,2'si uluslararası deniz ve hava taşımacılığından geldi. Yurt içi tam kamyon yükü (FTL) taşımacılığı 2 puan artışla %15,0'a yükselirken, yurt içi lojistik & dağıtım hizmetlerinin payı 10 puan düşüşle %44,2'ye geriledi. Her ne kadar marjlar

3PL'den 4PL'e Geçiş: Horoz, stratejik olarak **3PL'den** (dış kaynaklı lojistik hizmetleri) 4PL'e (BT entegrasyonu ve orkestrasyonu ile uçtan uca tedarik zinciri yönetimi) geçiş sürecini yürütmektedir. Bu dönüşüm, depo yönetimi, aktarma merkezleri (cross-docking) ve dijital orkestrasyon aracılığıyla ölçeklenebilir büyümeyi desteklemektedir. Şirket yaklaşık 70 kişilik bir BT ekibi istihdam etmekte olup, bunun üçte ikisine yakını yazılım geliştiricilerden oluşmaktadır. Bu durum, Horoz'un operasyonlarını giderek daha fazla özgün dijital kabiliyetlere dayandırdığını göstermektedir. Şirket düzenli olarak otomasyon, BT altyapısı ve ESG uyumlu projelere yatırım yapmaktadır. Geniş yazılım ekibi, operasyonların uçtan uca dijital entegrasyon ihtiyacını karşılamaktadır. Ana odak alanları; şube ve bayi süreç yönetimi, e-ticaret depo operasyonları, rota optimizasyonu, sürücü ödemeleri takibi ve stok/muhasebe sistem entegrasyonunu kapsamaktadır. Ayrıca, büyük ölçekli müşteriler kendi sistemleriyle entegre edilmiş özelleştirilmiş depo yönetim çözümleri talep ettiğinden, geniş çaplı bir iç yazılım kapasitesine sahip olmak kritik önem taşımaktadır.

Horoz, Ticaret Bakanlığı'ndan **"E-İhracat Konsorsiyum Statüsü"** almıştır. Bu kapsamda, bağlı kuruluşu BrandLoop; dijital pazarlamadan pazaryeri entegrasyonuna, depolama/operasyon süreçlerinden son teslimata kadar tüm ihracat değer zincirini ürün mülkiyetini üstlenmeden yönetme imkânına sahiptir. Fulfilment, pazaryeri komisyonları ve dijital pazarlama giderlerini kapsayan devlet teşvikleri sayesinde, KOBİ'ler için ihracat giriş bariyerleri düşmektedir. Horoz açısından ise, bu yapı ek işletme sermayesi ihtiyacı doğurmadan, varlık hafif (asset-light), marj artırıcı (margin-accretive) ve uzun vadeli büyüme görünürlüğü sağlayan bir gelir modeli yaratmaktadır.

Bu girişimin, Horoz'un 3PL'den 4PL'e geçişini hızlandırarak, yüksek büyüme potansiyeline sahip ihracat odaklı dikeylere daha fazla maruz kalan teknoloji odaklı bir lojistik platformu olarak konumunu güçlendirdiğini düşünüyoruz.

Ek Perspektif: Kısa vadeli ciro katkılarının ötesinde, Horoz'un düzenli BT yatırımları ve otomasyon geliştirmeleri operasyonel kaldıraç etkisi yaratacaktır. Bu sayede, ek gelirler orantısız maliyet artışı olmaksızın yönetilebilecektir. **Bizim görüşümüze göre, bu ölçeklenebilirlik, hacimler normale döndüğünde marj toparlanmasının kilit unsurudur.** Aynı zamanda, E-İhracat Konsorsiyumu çerçevesinde Türkiye'nin ihracat odaklı politika gündemiyle uyum, yapısal bir rüzgâr arkasında desteği sağlamaktadır. KOBİ'lerin ihracat süreçlerini envanter veya alacak riski taşımadan kolaylaştırması sayesinde, Horoz bilanço hafif ve politika destekli bir büyüme patikasına girmiştir.

Teşvikler & Uluslararası Büyüme: Horoz, **"YLDA" (Yurtdışı Lojistik Dağıtım Ağları) teşvik programı** kapsamında Romanya ve Hollanda'da operasyonlara başlamış, İtalya ve İspanya'ya giriş hazırlığındadır. Devlet sübvansiyonları yatırım harcamalarının (CapEx) %70'ine ve işletme giderlerinin (OpEx) %50'sine kadar destek sağlamaktadır. Deniz ve hava taşımacılığında düşen navlun ücretleri kârlılığı baskılasa da, Şirket yönetimi varlık-hafif iş modeli sayesinde 1-2 yıl içinde net kârlılığa geçilmesini beklemektedir. Buna ek olarak, Almanya (Duisburg – 8 bin m²), İngiltere (Kettering – 5 bin m²) ve Fransa'daki (Lyon – 2 bin m²) uluslararası depolar, Horoz'un yurtdışı varlığını güçlendirmekte ve küresel müşterilere hizmet kapasitesini artırmaktadır. Devlet destekli teşvikler ile ölçeklenebilir platformun birleşiminin, uluslararası operasyonlarda sürdürülebilir büyüme için güçlü bir temel oluşturduğuna inanıyoruz.

ESG & Sürdürülebilirlik: Horoz, küresel sürdürülebilirlik standartlarıyla uyumlu olarak depo operasyonlarına yenilenebilir enerji entegrasyonu yapmakta, elektrikli araç filosunu genişletmekte ve sosyal sorumluluk projelerine yatırım yapmaktadır. Bu girişimler kısa vadeli kazançlara anlamlı katkı sağlamasa da, uzun vadede verimliliğe ve yatırımcı algısına olumlu etki edecektir.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.