

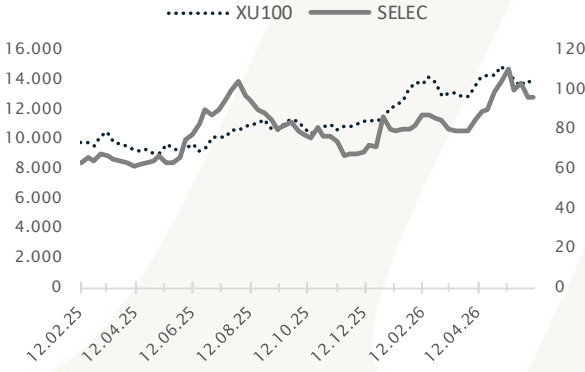
Hisse Bilgileri

Bloomberg / Bist Kodu	SELEC:TI SELEC
Rapor Adı:	Değerleme Raporu
Şirket Adı	Selçuk Ecza Deposu
Hisse Sektör	İlaç&Sağlık
Rapor Tarihi	10.06.2026
Kapanış Fiyatı - TL	96,45
Öneri	AL
Hedef Fiyat - TL	131,54
Önceki Hedef Fiyat - TL	--
Getiri Potansiyeli - %	%36,38

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri - Milyon TL	59.895
Firma Değeri - Milyon TL	52.596
Hacim - Milyon TL	113
Halka Açıklık - %	15,00

Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler - Yıllık

	2024/3	2025/3	2026/3
Hasılat - Milyon TL	38.464	49.061	51.926
Brüt Kâr - Milyon TL	4.534	3.939	6.133
FAVÖK - Milyon TL	2.445	1.073	3.485
Net Kâr - Milyon TL	342	3	1.540

Finansal Bilgiler - Çeyrek

	2024/3	2025/3	2026/3
Hasılat - Milyon TL	38.464	49.061	51.926
Brüt Kâr - Milyon TL	4.534	3.939	6.133
FAVÖK - Milyon TL	2.445	1.073	3.485
Net Kâr - Milyon TL	342	3	1.540

Çarpanlar

	2024/3	2025/3	2026/3
F/K (x)	1.038,59	17,11	43,21
FD/FAVÖK (x)	3,59	5,26	6,26

Kaynak: Finnet

Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş

Selçuk Ecza Deposu, Türkiye ilaç dağıtım sektöründe sahip olduğu lider pazar payı, yaygın lojistik altyapısı ve güçlü işletme sermayesi yönetimi sayesinde sektörde stratejik bir konumda yer almaktadır. Şirketin üretici ile eczane arasındaki kritik dağıtım kanalında konumlanması hem operasyonel süreklilik hem de finansman fonksiyonu üstlenmesi açısından iş modelini vazgeçilmez kılarken, sektörün yüksek regülasyon yapısı mevcut oyuncular için önemli bir giriş bariyeri oluşturmaktadır. Bu yapı, Selçuk Ecza'nın ölçek avantajı ve geniş eczane erişimiyle birleştiğinde, şirketin rekabet gücünü sürdürülebilir kılmaktadır.

İlaç sektöründe fiyatlama, depocu marjları ve geri ödeme mekanizmaları gibi temel dinamiklerin kamu otoritesi tarafından belirlenmesi, sektörün kârlılık yapısını doğrudan şekillendirmektedir. Son dönemde yürürlüğe giren düzenlemeler ve özellikle dönemsel avro değeri (DAD) güncellemeleri, sektör oyuncularını açısından ciro büyümesini destekleyen önemli bir unsur olarak öne çıkarken, Selçuk Ecza'nın yüksek hacim odaklı iş modeli bu tür düzenlemelere hızlı ve etkin adaptasyon sağlayabilmesine imkân tanımaktadır. Şirketin güçlü bilanço yapısı ve net nakit pozisyonu, regülasyon kaynaklı dalgalanmaların yönetilmesinde önemli bir tampon görevi görmektedir.

Öte yandan, depocu kâr marjlarının barem sistemi ile kademeli olarak sınırlandırıldığı mevcut yapı, sektör genelinde marjların düşük seviyelerde kalmasına neden olmaktadır. Ancak Selçuk Ecza'nın geniş operasyonel ağı, yüksek işlem hacmi ve etkin maliyet yönetimi uygulamaları, düşük marjlı iş modelini sürdürülebilir kârlılığa dönüştürebilmesini sağlamaktadır.

Şirketin ana faaliyet alanına ek olarak son yıllarda daha fazla odaklandığı ilaç dışı ürünler segmenti, daha yüksek marj yapısı sayesinde kârlılığı destekleyen önemli bir alan haline gelmektedir. Mevcut lojistik altyapı üzerinden ek yatırım ihtiyacı sınırlı şekilde yürütülen bu faaliyetler, şirketin marj kalitesini artırırken gelir çeşitliliğini de güçlendirmektedir.

Önümüzdeki dönemde ilaç fiyatlamasında belirleyici olan kur mekanizması ve kamu düzenlemelerinde yapılabilecek olası güncellemeler, sektörün büyüme dinamikleri açısından belirleyici olmaya devam edecektir. Bu çerçevede Selçuk Ecza'nın güçlü işletme sermayesi yönetimi, geniş müşteri ağı ve finansman kabiliyeti sayesinde regülasyon kaynaklı değişimlere sektör ortalamasının üzerinde bir hızla uyum sağlayabileceğini değerlendiriyoruz.

Operasyonel tarafta ise, artan işlem hacmi, etkin stok yönetimi ve maliyet disiplininin katkısıyla operasyonel kârlılık dinamiklerinin korunmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, net işletme sermayesi ihtiyacının büyüme ile birlikte artan yapısı yakından izlenmesi gereken temel unsurlar arasında yer almaktadır.

Tüm bu unsurlar birlikte değerlendirildiğinde, Selçuk Ecza'nın regülasyonlara yüksek uyum kabiliyeti, güçlü operasyonel altyapısı ve defansif iş modeli sayesinde mevcut piyasa koşullarında istikrarlı bir büyüme ve nakit üretim potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz.

Selçuk Ecza için 12 aylık hedef fiyatımızı 131,54 TL olarak belirliyoruz. Bu değer, 9 Haziran 2026 kapanış fiyatı olan 96,45 TL'ye göre %36,38 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Bu kapsamda uzun vadeli tavsiyemizi "AL" olarak belirlerken, Selçuk Ecza'yı araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

ŞİRKETE BAKIŞ

Şirket Profili ve Sermaye Yapısı

Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş., 10 Ekim 1958 tarihinde Konya’da kurulmuş, 25 Aralık 1970 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili’ne tescil edilmiş ve bugün Türkiye ilaç dağıtım sektörünün lider oyuncularından biri konumuna gelmiş bir ecza depoculuğu şirketidir. Şirketin ana faaliyet konusu, ilaç üreticileri ile eczane ve hastaneler arasındaki dağıtım kanalında ecza depoculuğu yapmaktır ve ilaç dışı sağlık ürünlerinde de satış ve dağıtım faaliyeti bulunmaktadır. Kuruluşundan bu yana geçen yaklaşık 65 yıllık süreçte, yaygın depo ağına dayalı bir dağıtım altyapısı kuran şirket, 2025 yıl sonu itibarıyla grup bazında 110 depoluk organizasyon yapısına ulaşmıştır.

Şirket hisseleri Borsa İstanbul’da SELEC koduyla işlem görmekte olup, güncel verilere göre ödenmiş sermayesi 621 mn TL’dir. Ana ortak konumundaki Selçuk Ecza Holding A.Ş., şirkette %82,42 pay ile yönetim kontrolünü elinde tutmaktadır. Holding tarafında en büyük pay sahibi %51 ile Ahmet ve Nezahat Keleşoğlu Vakfı, ikinci büyük pay sahibi ise %29,4 ile Nezahat Keleşoğlu mirasçılaridir. Şirketin fiili dolaşım oranı %14,91 düzeyindedir.

Yönetim yapısında Yönetim Kurulu Başkanlığı ve Genel Müdürlük görevleri M. Sonay Gürgen tarafından yürütülmektedir. İ. Haluk Öğütçü ise Genel Müdür Yardımcısı ve Yönetim Kurulu Başkan Vekili olarak görev almaktadır. Yönetim Kurulu’nda ayrıca üç bağımsız üye bulunmaktadır.

Bir Bakışta Selçuk Ecza:

Başlık	Bilgi
Tescil Tarihi	1970
Borsa Kodu	SELEC
Pazar	Yıldız Pazar
Ana Faaliyet Konusu	Ecza Depoculuğu ve İlaç Dağıtımı
Bağlı Ortaklık	As Ecza Deposu Ticaret A.Ş. (%99,99)
Ana Ortak	Selçuk Ecza Holding A.Ş.
Ana Ortak Payı	%82,42
Fiili Dolaşım Oranı	%14,91
Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye	621.000.000 TL

Kaynak: KAP

Dolaylı Ortaklık Yapısı

Ortak	Sermayedeki Payı (%)
Ahmet ve Nezahat Keleşoğlu Vakfı	39,43
Nezahat Keleşoğlu	22,74
Ahmet Keleşoğlu varisleri	15,16
Halka Açık Kısım	20,01
Nazmiye Gürgen	1,78
M. Sonay Gürgen	0,89

Kaynak: KAP

Faaliyet Yapısı

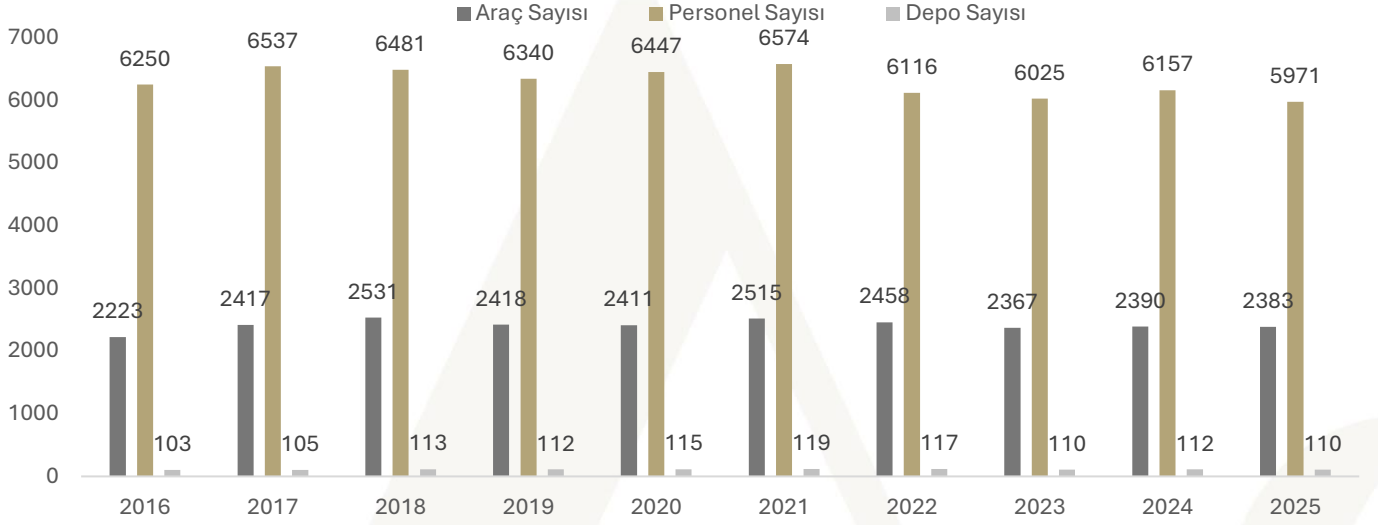
Grubun faaliyetlerinin ana eksenini ecza depoculuğu ve ilaç dağıtımıdır. Bu kapsamda grup, ilaç üreticileri ile eczane ve hastane kanalı arasındaki dağıtım zincirinde konumlanmakta ve ürünlerin tedariki, depolanması ve satış noktalarına sevkinin yürütülmektedir. Ana faaliyet koluna ek olarak, 2009 yılından bu yana "İtiryat" (ilaç dışı sağlık, kozmetik, kişisel bakım ürünleri) alanında da satış ve dağıtım faaliyeti sürdürülmektedir. Bu alan, mevcut depo ve lojistik altyapısı üzerinden yürütülmesi nedeniyle sınırlı ek yatırımla ilaç dağıtım faaliyetlerine kıyasla daha yüksek brüt kâr marjı ile grup kârlılığına önemli destek sağlamaktadır.

Faaliyetler, ana ortaklık Selçuk Ecza Deposu ile bağlı ortaklık olarak konsolide edilen As Ecza Deposu üzerinden yürütülmektedir. 31 Aralık 2025 itibarıyla Selçuk Ecza bünyesinde 23 ana şube ve 73 bölge deposu, As Ecza bünyesinde ise 4 ana şube ve 10 bölge deposu bulunmaktadır. Böylece grup genelinde toplam dağıtım ağı, 27 ana şube ve 83 bölge deposu olmak üzere 110 noktaya ulaşmaktadır. Grup, yıl sonu itibarıyla 2.383 araç ve 5.971 çalışan ile faaliyet göstermektedir.

Depo Ağı

Şirket	Ana şube	Bölge deposu	Toplam
Selçuk Ecza	23	73	96
As Ecza	4	10	14
Grup Toplamı	27	83	110

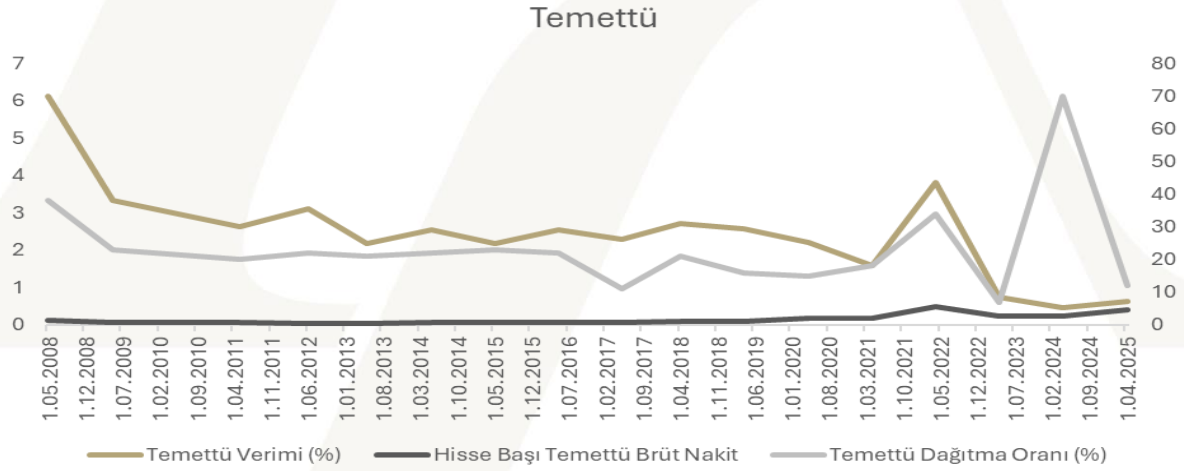
Kaynak: Şirket Verileri



Kaynak: Şirket Verileri

Temettü Politikası

Şirket halka arz tarihinden itibaren her yıl düzenli temettü ödemiştir ve kesintisiz sürdürülen bu politika süreklilik gösteren nakit dağıtımını üzerinden şekillenmektedir. 17 Nisan 2026 tarihinde, hisse başına brüt 0,44 TL olmak üzere toplam 273,2 milyon TL nakit temettü dağıtımını gerçekleştirilmiştir.



	28.05.2008	26.05.2009	31.05.2011	1.06.2012	31.05.2013	14.05.2014	6.05.2015	6.05.2016	22.05.2017	11.04.2018	19.04.2019	17.04.2020	20.04.2021	18.04.2022	18.04.2023	18.04.2024	17.04.2025
Temettü Verimi (%)	6,12	3,33	2,64	3,11	2,19	2,55	2,19	2,55	2,28	2,72	2,56	2,22	1,6	3,82	0,74	0,45	0,63
Hisse Başı Temettü Brüt Nakit	0,12	0,07	0,06	0,05	0,05	0,06	0,06	0,07	0,08	0,1	0,1	0,17	0,17	0,5	0,25	0,25	0,4
Temettü Dağıtım Oranı (%)	38	23	20	22	21	22	23	22	11	21	16	15	18	34	7	70	12

Kaynak: Şirket Verileri

Kredi Derecelendirme Notu

JCR Eurasia Rating tarafından 17.10.2025 tarihinde açıklanan derecelendirme sonuçlarına göre, şirketin uzun vadeli ulusal kurum kredi rating notu AA (tr), kısa vadeli ulusal kurum kredi rating notu J1+ (tr) olarak belirlenmiş olup, her iki notun görünümü de durağandır. Şirketin uzun vadeli uluslararası yabancı para ve uzun vadeli uluslararası yerel para kurum kredi rating notları ise BB seviyesinde olup, bu notlarda da görünüm durağan olarak korunmuştur.

Uzun Vadeli Ulusal Kurum Kredi Rating Notu	AA (tr) / (Durağan Görünüm)
Kısa Vadeli Ulusal Kurum Kredi Rating Notu	J1+ (tr) / (Durağan Görünüm)
Uzun Vadeli Uluslararası Yabancı Para Kurum Kredi Rating Notu	BB / (Durağan Görünüm)
Uzun Vadeli Uluslararası Yerel Para Kurum Kredi Rating Notu	BB / (Durağan Görünüm)

Kaynak: Şirket Verileri

İŞ MODELİ VE SEKTÖR YAPISI

İş Modeli

Üretici İlaç Firmaları, lojistik ve tahsilat riskinden dolayı doğrudan eczanelere satış yapmazlar. Bunu finansmanı, dağıtımı ve lojistiği üstlenerek ecza depoları yapar. Bu da ecza depolarının sistemin önemli bir parçası haline getirir.

Şirketin ana iş modeli ise ilaç üreticilerinden temin edilen ürünlerin ecza depoları aracılığıyla eczane ve hastane kanalına dağıtılmasına dayanmaktadır. Bu yapı içinde şirket, ürünlerin tedariki, depolanması, sevkiyatı ve tahsilat süreçlerini yürütmektedir.

İlaç Firmaları (Tedarikçiler)-> Ecza Depoları -> Eczaneler -> Son Kullanıcı (Hasta/SGK)

İlaç dağıtım faaliyetlerinde satışlar liste fiyatı üzerinden açıklanır ve ticari yapı iskonto, vade, tahsilat ve hizmet koşulları ile şekillenir. Bu çerçevede iş modeli, ürün akışı ile birlikte stok yönetimi, alacak yönetimi ve dağıtım organizasyonunun birlikte çalıştığı bir yapıdır.

Eczane Kanalı

Sektörün ana müşterisi olan eczaneler ise yasal statülerinden dolayı dağıtım kanallarını şekillendirirler. Ülke genelinde yaklaşık 30 bin eczane faaliyet göstermektedir ve bu durum hem ecza depoları açısından geniş ve yaygın bir müşteri tabanı oluşturmakta hem de bu dağınık yapı lojistik ağının önemini arttırmaktadır. Ve de eczaneler finansman açısından ecza depolarına bağımlı bir yapıda çalışmaktadır çünkü SGK'den geri ödemelerini belirli bir vadede alırlar. Bu süreçte ilaç almaya devam edebilmek için ecza depolarının sunduğu vadeli satış imkanlarına ihtiyaç duyarlar. Yani ecza depoları, eczanelerin bir nevi finansörü konumundadır.

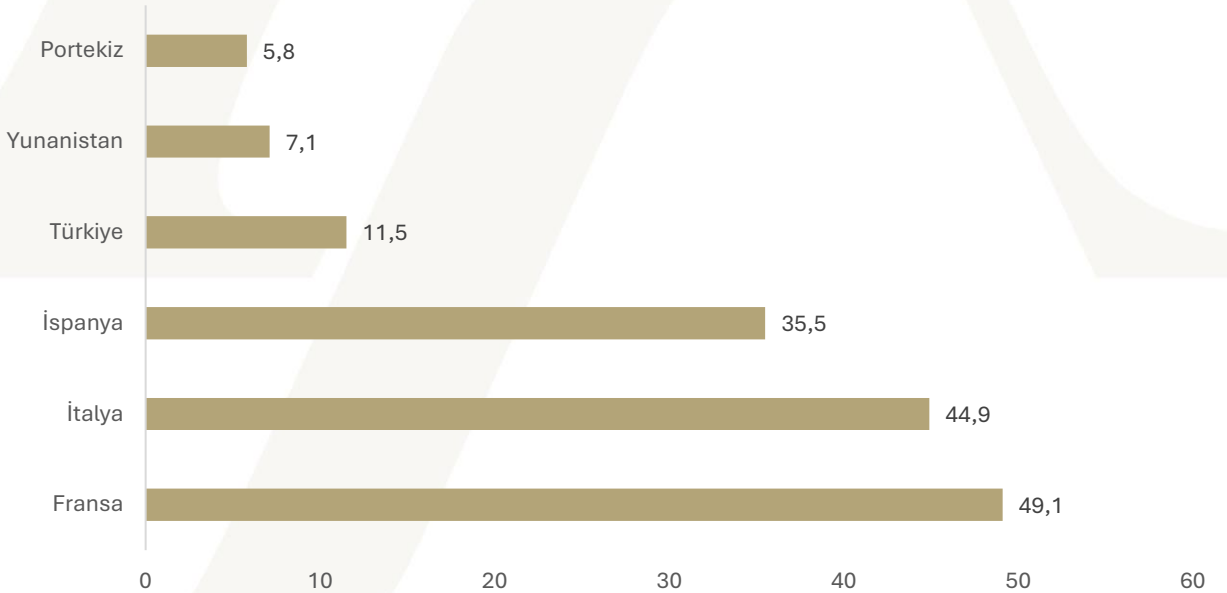
İlaç Pazarı

Türkiye ilaç pazarı, yüksek düzeyde regüle edilen yapısı nedeniyle kamu otoritesi tarafından belirlenen kurallar çerçevesinde şekillenmektedir. Global ölçekte Türkiye, 2024 yılı itibarıyla yaklaşık **11,5 milyar dolar** pazar büyüklüğü ile dünya ilaç pazarında **19. sırada** yer almaktadır. Aynı dönemde pazar **yerel para birimi bazında %54,5, dolar bazında %11,9** büyümeye kaydetmiştir. 2020–2024 döneminde Türkiye ilaç pazarı değer bazında **53 milyar TL'den 377 milyar TL'ye** yükselirken, hacim tarafında büyüme daha sınırlı kalmış ve toplam pazar büyüklüğü **2,4 milyar kutudan 2,8 milyar kutuya** çıkmıştır. Bu da pazar büyümesinin ağırlıklı olarak fiyat artışlarıyla şekillendiğini ve kutu bazında artışın ise daha sınırlı olduğunu göstermektedir.

Kategori / Ülke	ABD	Çin	Almanya	Japonya	Fransa	Birleşik Krallık	İtalya	Brezilya	İspanya	Kanada	Türkiye
Büyüme (%)	9,6	0,1	7,8	-5,6	5,3	10,7	9,1	5,3	10,0	6,0	11,9
Pazar Payı (%)	46,4	9,5	4,0	3,9	2,8	2,6	2,6	2,1	2,0	1,9	0,7
Satış (Milyar Dolar)	812,5	165,9	69,8	68,3	49,1	45,3	44,9	37,2	35,5	34,1	11,5

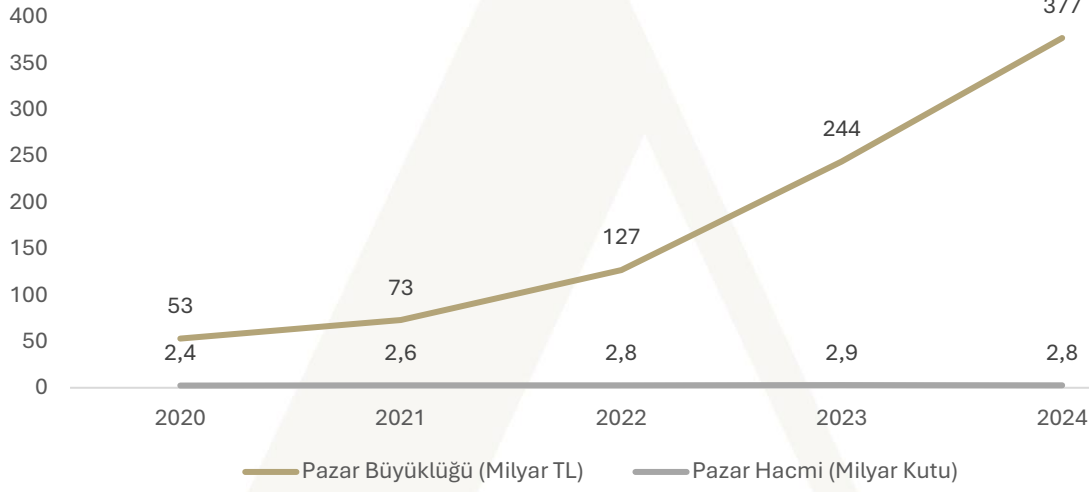
Kaynak: Şirket Verileri

Referans Ülke İlaç Pazarı Büyüklüğü (Milyar Dolar)



Kaynak: Şirket Verileri

Türkiye İlaç Pazarı Büyüklüğü (2020-2024)



Kaynak: Şirket Verileri

Düzenleyici Çerçeve

Fiyatlandırma Sistemi

Türkiye’de ilaç fiyatları referans fiyatlama sistemi çerçevesinde oluşmaktadır ve ürünler **eşdeğeri olmayan referans ilaçlar, eşdeğeri olan referans ilaçlar ve eşdeğer ilaçlar ile fiyat korumalı ilaçlar** şeklinde sınıflandırılmaktadır. Eşdeğeri olmayan referans ilaçlarda referans fiyat faktörü %100, eşdeğeri olan referans ilaçlar ve eşdeğer ilaçlarda %60, fiyat korumalı ilaçlarda ise %80 olarak uygulanmaktadır.

Ürünün depocuya satış fiyatı belirlenirken Avrupa Birliği’ndeki 5 kaynak ülke (Fransa, Yunanistan, İtalya, İspanya, Portekiz) referans alınır ve bu ülkelerdeki en düşük fabrika satış fiyatı baz kabul edilir. Ardından dönemsel avro değeri üzerinden Türk lirasına çevrilir ve ürünün niteliğine göre belirlenen referans fiyat faktörü uygulanır.

Bu sistemde ürünün hangi kategoriye girdiği resmi fiyatın oluşumunda doğrudan belirleyicidir ve sektör fiyatlama tarafında ürün karmasına duyarlıdır.

Depocuya Satış Fiyatı = Referans Fiyatlama × Dönemsel Avro Değeri (DAD) × Referans Fiyat Faktörü

İlaç Kategorisi	Referans Fiyatlama	Dönemsel Avro Değeri (DAD)	Referans Fiyat Faktörü
Eş Değeri Olmayan Referans İlaçlar			%100
Eşdeğeri Olan Referans İlaçlar ve Eşdeğer İlaçlar	Kaynak ülkelerdeki en düşük depocuya satış fiyatı esas alınır.		%60
Fiyat Korumalı İlaçlar	Fransa, İtalya, İspanya, Portekiz ve Yunanistan ile ürünün ithal edildiği ve serbest bırakıldığı ülkeler arasında en düşük DSF baz alınır.	Referans avro fiyatı, dönemsel avro değeri (DAD) ile çarpılarak Türk lirasına çevrilir.	%80 (Not: Referans ve maliyet kartı olmayan fiyat korumalı ürünlerde %40 iskonto uygulanır.)

Kaynak:Şirket Verileri

- 1- Referans ve maliyet kartı olmayan fiyat korumalı ürünlerde %40 iskonto uygulanır.
- 2- İndirim, prim ve bonuslar hesaplama dahil edilmez.
- 3- DAD, önceki yıl TCMB günlük avro satış kuru ortalamasının %60'ı alınarak hesaplanır ve her yılın ilk 45 günü içinde ilan edilir.
- 4- DAD artışları ilandan 5 gün sonra, düşüşler ise 45 gün sonra yürürlüğe girer.
- 5- Zorunlu kamu iskontosu oranları ürün fiyat seviyesine göre belirlenir.

Dönemsel Avro Değeri (DAD)

Dönemsel avro değeri, Türkiye'de ilaç fiyatlarının hesaplanmasında kullanılan temel parametrelerden biridir. Kur piyasadaki güncel avro kuru değildir ve mevzuat çerçevesinde belirlenen, fiyat hesaplamasında kullanılan özel bir kurdur. DAD, bir önceki yılın Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası günlük avro döviz satış kurlarının ortalaması alınarak ve ilgili katsayı uygulanarak hesaplanır. Bu nedenle döviz kurundaki hareketler ilaç fiyatlarına birebir ve eş zamanlı yansımamaktadır. Ayrıca döviz bazlı maliyet baskısı altında kalmasına neden olabilir.

Yürürlük Tarihi	Karar Tarihli Güncel Kur	DAD	DAD Artış Oranı (%)	DAD'nin Karar Tarihli Güncel Kura Oranı (%)
02.04.2009	2,1180	1,9595		93,00
01.06.2015	2,9461	2,0000	2,07	68,00
03.09.2015	2,9075	2,0787	3,94	71,00
22.02.2016	3,2545	2,1166	1,82	65,00
20.02.2017	3,7345	2,3421	10,65	63,00
19.02.2018	4,6878	2,6934	15,00	57,00
19.02.2019	5,9481	3,4037	26,37	57,00
19.02.2020	6,5873	3,8155	12,10	58,00
20.02.2021	8,4019	4,5786	20,00	54,00
19.02.2022	15,3951	6,2925	37,43	41,00
09.07.2022	17,6305	7,8656	25,00	45,00
15.12.2022	19,6736	10,7577	36,77	55,00
24.07.2023	30,1899	14,0387	30,50	47,00
25.12.2023	31,6607	17,5483	25,00	55,00
25.10.2024	37,0702	21,6721	23,50	59,00
20.12.2025	50,1272	25,3346	16,90	51,00
13.03.2026	51,1696	26,8768	6,07	53,00
01.04.2026	51,0212	29,1164	8,33	57,00

Kaynak: Şirket Verileri

Depocu Kâr Oranları

Ecza depolarının marjı mevzuat/barem sistemi üzerinden kademeli biçimde belirlenmektedir. 1 Nisan 2026 itibarıyla depocu kâr oranı, 440,65 TL'ye kadar olan kısım için %8, 440,65 TL – 882,66 TL arası için %6, 882,66 TL üzeri için ise %3 seviyesindedir.

Bu yapı, ürün fiyatı yükseldikçe depocunun uyguladığı marj oranının kademeli olarak düştüğü anlamına gelmektedir. Fiyat artışı ciroyu desteklerken, üst fiyat bantlarında geçerli olan daha düşük marj oranı kârlılık etkisini sınırlamakta ve kar edebilmek için çok yüksek hacimlerde işlem yapması gerektirmektedir. Bu nedenle pazar değer bazında büyüme dahi, söz konusu büyüme kârlılığa aynı ölçüde yansımaz.

Firma Satış Fiyatının;	Depocu Karı (%)
440,65 TL'ye kadar olan kısmı için (440,65 TL dahil)	8
440,65 – 882,66 TL arasında kalan kısmı için (882,66 TL dahil)	6
882,66 TL üstünde kalan kısmı için	3

Kaynak: Şirket Verileri

SGK Geri Ödeme Sistemi

Türkiye’de ilaç harcamalarının yaklaşık %70’i kamu geri ödemesi, yaklaşık %30’u ise hasta ve özel sigorta tarafından karşılanmaktadır. SGK, kamu kurum iskontosu ve üst limit kuralları çerçevesinde geri ödeme fiyatını belirlemektedir. Geri ödeme kapsamında her bir eşdeğer grupta bulunan ilaçlar, o gruptaki en ucuz birim fiyatın %5 fazlasına kadar ödeme alabilmektedir. Kamu ilaç alımlarında ise ilaç firmaları ve eczaneler tarafından iskonto uygulanmaktadır.

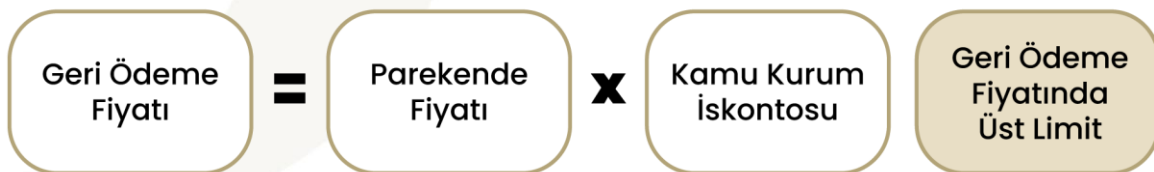
İlaç Dağıtımı, ayın ilk 15 gününde yapılır. İlaç dağıtımı yapılan ayın takip eden bir sonraki ay itibariyle ilk 15 günde başvuru SGK’ya yapılır. Başvuru yapılan ayın 15. gününden itibaren 60 gün içerisinde ödeme gerçekleştirilir.

Özetle resmi fiyat ile net geri ödeme fiyatı aynı olmamaktadır. Ama sistem, sektör açısından daha öngörülebilir bir tahsilat yapısı oluşturmaktadır.



Firma Satış Fiyatı (FSF) *	Referans		Eşdeğer	Fiyat Korumalı Ürün		
	Eşdeğer Yok	Eşdeğer Var		İmalat	Referans Var	Referans Yok
FSF ≤ 52,44	%0		%0	%0		
52,45 ≤ FSF ≤ 100,37	Eşdeğer Yok	Eşdeğer Var	%10	%0		
	%10	%10				
100,38 ≤ FSF ≤ 151,25	%31	%18	%18	İmalat	Referans Var	Referans Yok
				%10	%10	%10
151,25 ≤ FSF	%41	%28	%28	%28	%28	%40

* FSF: Firma Satış Fiyatı
Kaynak: Şirket Verileri



Enflasyon Muhasebesi

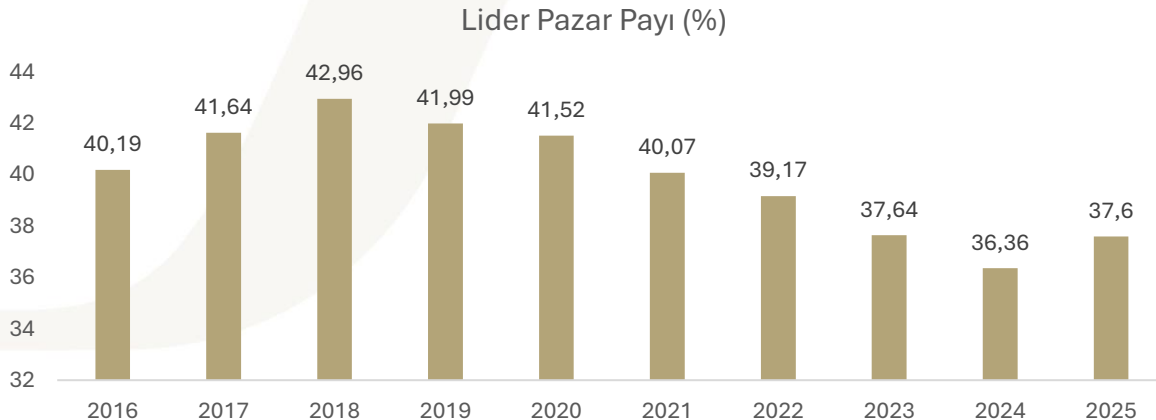
Sektörün faaliyet sonuçları değerlendirilirken enflasyon muhasebesi uygulaması da dikkate alınmalıdır. 31 Aralık 2023 sonrasında sona eren raporlama dönemlerinden itibaren finansal tablolar TMS 29 kapsamında düzeltilmiş ve 31 Aralık 2025 tarihli finansal tablolarda da enflasyon muhasebesi uygulanmıştır. TÜFE bazlı üç yıllık kümülatif enflasyon oranı 31 Aralık 2025 itibarıyla %211 seviyesindedir. Pazarın büyüklüğü ve kârlılık yapısı değerlendirilirken düzenleyici çerçeve de oldukça önemlidir.

Rekabet Yapısı ve Giriş Engelleri

İlaç dağıtım sektörü, ulusal ölçekte faaliyet gösteren büyük oyuncular, eczacı kooperatifleri ve bölgesel depolardan oluşan çok katmanlı bir yapıdır.

Düşük kâr marjları ve yüksek operasyonel ölçek gerektiren yapısı nedeniyle yeni oyuncular için giriş bariyerlerinin yüksek olduğu bir sektördür.

- **Ölçek ekonomisi zorunludur:** Sektörde kâr marjları sınırlı olduğu için şirketlerin kârlılığı koruyabilmesi yüksek hacimli satış yapmasına bağlıdır. Bu durum büyük oyuncuların rekabet avantajını artırmaktadır.
- **Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı vardır:** İlaç alımlarının finansmanı, stok yönetimi ve eczanelere sunulan vadeler güçlü nakit akışı yönetimini gerektirir. Bu nedenle sektöre yeni girmek isteyen oyuncuların ciddi finansman gücüne sahip olması gerekir.
- **Güçlü lojistik altyapı gerekir:** Türkiye geneline düzenli ve hızlı sevkiyat yapabilmek için yaygın depo ağı, araç filosu ve etkin dağıtım sistemi gereklidir. Bu altyapıyı kurmak hem maliyetli hem de zaman alıcıdır.
- **Ecza ağına erişim kritiktir:** Mevcut büyük oyunculara avantaj sağlar.
- **Pazar yoğunlaşması yüksektir:** Pazarın önemli bir bölümü birkaç büyük oyuncu tarafından domine edilmektedir. Bu yapı, büyük ölçekli şirketlere üreticiler karşısında daha güçlü pazarlık gücü sağlamaktadır.
- **Selçuk Ecza güçlü konumdadır:** Selçuk Ecza, yaklaşık %38 pazar payı, yaygın depo ağı, geniş ecza erişimi ve uzun yıllara dayanan sektör tecrübesiyle sektörde güçlü bir rekabet pozisyonuna sahiptir. Bu yapı, şirketin pazardaki liderliğini ve sürdürülebilir operasyonel avantajını desteklemektedir.



İlaç Dışı Ürünler (İtiryat) Pazarı

Son yıllarda ecza depoları, düşük ilaç marjlarını dengelemek amacıyla kozmetik, gıda takviyesi, mama ve medikal malzeme gibi ilaç dışı ürünlere daha fazla yönelmektedir.

- **Serbest fiyatlama:** İlaçların aksine bu ürünlerde fiyat ve kâr marjı üzerindeki regülasyon baskısı daha sınırlıdır.
- **Daha yüksek kârlılık:** İlaç dağıtımında brüt kâr marjı %7 - 8 iken, ilaç dışı ürünlerde bu oran %10 - 15'tir.
- **Lojistik sinerji:** Mevcut depo ve dağıtım ağı kullanılarak bu ürünlerin eczanelere ek büyük maliyet yaratmadan ulaştırılması mümkündür.
- **Kârlılığı destekleyici alan:** İlaç dışı ürünler, ecza depoları için ana ilaç dağıtım işini tamamlayan ve marjları destekleyen önemli bir yan gelir alanı oluşturmaktadır.

Sektör SWOT Analizi	
Güçlü Yönler	Zayıf Yönler
Lider pazar payı	Düşük marjlı iş modeli
Güçlü marka bilinirliği	Regülasyona yüksek bağımlılık
Yaygın depo ağı	Sınırlı fiyatlama esnekliği
Ölçek avantajı	Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı
Net nakit pozisyonu	Marjların barem sistemiyle sınırlandırılması
Fırsatlar	Tehditler
İlaç pazarında değer bazlı büyüme	Regülasyon değişiklikleri
DAD güncellemeleri	Kur baskısı
Depocu barem revizyonları	Kamu iskontosu riski
İlaç dışı ürünlerde büyüme	Rekabette vade baskısı
Sağlık altyapısı yatırımları	Enflasyon kaynaklı maliyet artışı

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (İNA) ANALİZİ

SELEC için gerçekleştirdiğimiz indirgenmiş nakit akımı analizinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda özetlenmektedir:

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden hazırlanmıştır.
- İNA analizi 2026 - 2030 dönemini kapsayan projeksiyonlar üzerinden oluşturulmuştur.
- Hisse risk primi %6 olarak baz alınmıştır.
- Beta katsayısı 0,75 seviyesinde kullanılmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı projeksiyon dönemi boyunca %25 olarak varsayılmıştır.
- Uç büyüme oranı %6 olarak belirlenmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplaması

Risksiz Faiz Oranı: 2026-2030 dönemine ait projeksiyonla oluşturulan indirgenmiş nakit akımı analizi için risksiz faiz oranı olarak 5 yıllık devlet tahvili faizi baz alınmıştır. 5 yıllık devlet tahvilinin 09.04.2026 tarihindeki faiz oranı %39,10 olmuştur. Gerek Enflasyon Raporu gerekse Orta Vadeli Program'da ortaya koyulan ileri dönemdeki enflasyon projeksiyonlarında öngörülen kademeli düşüş beklentilerine paralel olarak risksiz faiz oranında da kademeli düşüş olacağı öngörülmüştür. Bu bağlamda 2026 yılında %32 olarak belirlenen risksiz faiz oranı 2026 yılından 2030 yılına kadar her yıl için 3 puan düşürülmüş, 2030 yılı için de %20 olarak belirlenmiştir.

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı projeksiyon dönemi için aşağıdaki gibi hesaplanmıştır

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı(5Y)	32%	29%	26%	23%	20%
Beta Katsayısı	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Hisse Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Özsermaye Maliyeti	36,50%	33,50%	30,50%	27,50%	24,50%
Özsermaye Ağırlığı	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
Borç Ağırlığı	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%
Borç Maliyeti	24,00%	21,75%	19,50%	17,25%	15,00%
AOSM	28,63%	26,10%	23,57%	21,05%	18,52%

İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonucu

TL (mn)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	250.276	331.616	414.520	497.424	572.037
Yıllık Büyüme %	45,50%	32,50%	25,00%	20,00%	15,00%
FAALİYET KARI (FVÖK)	11.513	15.254	18.653	21.887	25.742
Net Satışlara Oranı	4,60%	4,60%	4,50%	4,40%	4,50%
Vergi	-2.999	-3.974	-4.859	-5.702	-6.706
VSNFK (Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı)	8.513	11.280	13.794	16.185	19.036
Yatırım Harcamaları	1.377	1.824	2.280	2.736	3.146
Amortisman	1.251	1.326	1.658	1.990	2.860
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	16.518	21.223	26.944	32.830	37.182
Net Satışlara Oranı	6,60%	6,40%	6,50%	6,60%	6,50%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	3.399	4.705	5.720	5.886	4.352
Serbest Nakit Akışı (SNA)	4.989	6.078	7.452	9.553	14.397
İndirgeme Faktörü	0,78	0,63	0,53	0,47	0,43
SNA Bugünkü Değeri	3.879	3.822	3.949	4.450	6.157

İNA Analizi Sonucu	TL (mn)
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	121.908
SNA'nın Bugünkü Değerleri Toplamı	22.256
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	52.132
Firma Değeri	74.387
Net Nakit Pozisyonu	7.300
Toplam Şirket Piyasa Değeri	81.687
Ödenmiş Sermaye	621
12 aylık hedef fiyat (TL)	131,54
Cari hisse fiyatı (TL)	96,45
Yükselme potansiyeli	36,38%

İNA analizine göre SELEC piyasa değeri **81,7 milyar TL** olarak tespit edilmiştir.

SELEC için 12 aylık hedef fiyatımızı **131,54 TL** olarak belirliyoruz. Bu değer, 9 Haziran 2026 kapanış fiyatı olan 96,45 TL'ye göre %36,38 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Bu kapsamda uzun vadeli tavsiyemizi **"AL"** olarak belirlerken, SELEC'i de araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket, 2026T göre 10,22 F/K ve 4,11 FD/FAVÖK çarpanlarıyla, 2027T göre 7,71 F/K ve 3,16 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, güncel piyasa verilerine ait Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) oranları tercih edilmiştir. FD/FAVÖK ve F/K için 25 ve üzerindeki değerler hesaplama dışında bırakılmıştır.

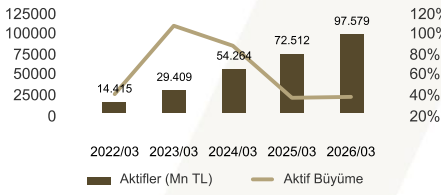
Kodu	Şirket	Piyasa Değeri USDm	F/K		FD/FAVÖK	
			2026T	2027T	2026T	2027T
			x	x	x	x
SELEC TI	Selcuk Ecza Deposu	1350,25	10,22	7,71	4,11	3,16
PHRM MK	Pharmaniaga Bhd	406,55	15,31	12,25	11,85	10,49
NEU PW	Neuca SA	933,29	16,53	13,57	9,41	8,51
2784 JP	Alfresa Holdings Corp	2856,70	15,09	13,89	4,77	4,65
GALE SW	Galenica AG	5443,24	21,95	20,18	14,38	13,49
7459 JP	Medipal Holdings Corp	3773,22	14,74	13,77	6,65	6,34
MCK US	McKesson Corp	101832,40	18,84	16,67	14,40	13,20
CAH US	Cardinal Health Inc	47539,72	19,57	17,43	13,69	12,25
8129 JP	Toho Holdings Co Ltd	2038,82	19,74	18,77	7,72	7,30
COR US	Cencora Inc	60500,99	17,65	15,89	12,11	11,19
9987 JP	Suzuken Co Ltd/Aichi Japan	2521,16	14,15	12,63	5,17	4,79
	Benzerlerin Ortalaması		17,36	15,50	10,01	9,22
	Benzerlerine Göre İskonto		-41,14%	-50,26%	-58,97%	-65,69%

Kaynak: Bloomberg

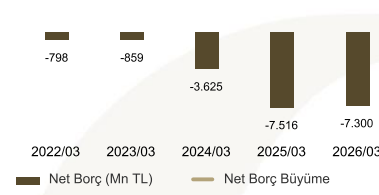
Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki yurtdışı benzer şirketler dikkate alınarak piyasa çarpanlarına dayalı karşılaştırmalı analizler de yapılmıştır. Söz konusu analizler, SELEC'in mevcut piyasa değerinin sektörel konumlanmasını değerlendirmek ve değerlendirme sonuçlarını destekleyici bir referans çerçevesi sunmak amacıyla kullanılmıştır. Hedef fiyat belirlenmesinde ana yöntem olarak **İNA analizi esas alınmıştır**.

Aktifler (Mn TL)	2025/09	2025/12	2025/03	2026/03	Değ.	Dikey
Dönen Varlıklar	68.122	75.762	62.068	84.548	36%	87%
Nakit ve Benzerleri	2.870	3.252	2.989	6.437	115%	7%
Ticari Alacaklar	40.076	46.838	36.054	49.913	38%	51%
Stoklar	15.076	18.358	13.150	19.040	45%	20%
Duran Varlıklar	11.512	13.291	10.444	13.032	25%	13%
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	-	0%
Maddi Duran Varlıklar	8.769	10.089	7.718	10.033	30%	10%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	863	981	772	973	26%	1%
Toplam Varlıklar (Aktifler)	79.634	89.052	72.512	97.579	35%	100%
Pasifler (Mn TL)	2025/09	2025/12	2025/03	2026/03	Değ.	Dikey
Kısa Vadeli Yükümlülükler	49.680	54.898	45.659	61.900	36%	63%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.926	738	3.334	5.974	79%	6%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0	0	0	0	-	0%
Ticari Borçlar	46.124	52.077	40.283	53.194	32%	55%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.386	1.172	1.023	1.214	19%	1%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	37	138	53	110	109%	0%
Toplam Yükümlülükler	51.066	56.070	46.682	63.114	35%	65%
Toplam Özkaynaklar	28.567	32.982	25.829	34.466	33%	35%
Ödenmiş Sermaye	621	621	621	621	0%	1%
Geçmiş Yıl Karları veya Zararları	11.014	12.648	9.927	12.160	22%	12%
Net Dönem Karı veya Zararı	-566	-380	3	1.540	55.031%	2%
Toplam Kaynaklar (Pasifler)	79.634	89.052	72.512	97.579	35%	100%

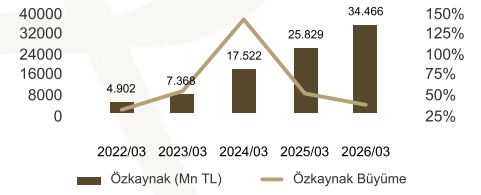
Aktifler ve Aktif Büyüme



Net Borç ve Net Borç Büyüme

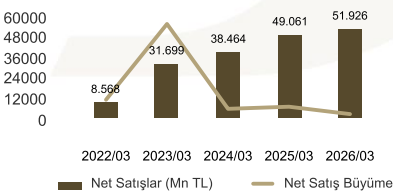


Özkaynak ve Özkaynak Büyüme

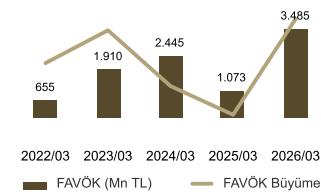


Gelir Tablosu (Mn TL)	2025/09	2025/12	2025/03	2026/03	Değ.	Dikey
Net Satışlar	123.744	172.011	49.061	51.926	6%	100%
Satışların Maliyeti	113.879	157.812	45.122	45.792	1%	88%
Brüt Kar (Zarar)	9.866	14.199	3.939	6.133	56%	12%
Faaliyet Giderleri	7.745	10.680	3.094	2.898	-6%	6%
Genel Yönetim Giderleri	1.363	1.781	502	506	1%	1%
Pazarlama Giderleri	6.383	8.899	2.591	2.392	-8%	5%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	-	0%
Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı	2.120	3.519	845	3.236	283%	6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	10.518	15.573	4.101	4.153	1%	8%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	11.307	17.022	4.391	4.309	-2%	8%
Esas Faaliyet Karı veya Zararı	1.331	2.070	555	3.080	455%	6%
FAVÖK (Faiz,Amortisman,Vergi Öncesi Kar)	2.721	4.410	1.073	3.485	225%	7%
Finansman Gelirleri	0	0	0	0	-	0%
Finansman Giderleri	1.046	1.160	578	141	-76%	0%
Vergi Öncesi Kar veya Zarar	1.010	1.232	583	2.797	380%	5%
Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı	-566	-380	3	1.540	55.038%	3%

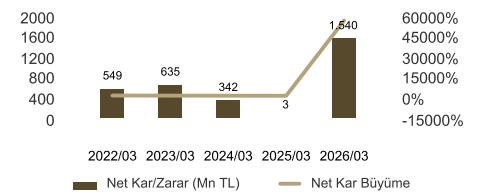
Net Satışlar ve Net Satış Büyüme



FAVÖK ve FAVÖK Büyüme

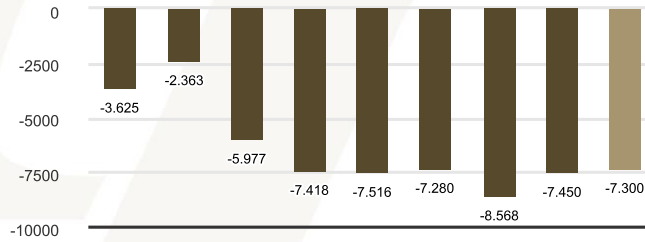


Net Kar/Zarar ve Net Kar Büyüme



Finansal Oranlar	2025/09	2025/12	2025/03	2026/03
Likidite Oranları				
Nakit Oran	21,2	15,2	23,9	21,6
Cari Oran	1,4	1,4	1,4	1,4
Faaliyet Oranları				
Stok Devir Süresi (Gün)	33,3	34,3	27,1	37,5
Alacak Devir Süresi (Gün)	81,3	84,0	66,5	89,9
Ticari Borç Devir Süresi (Gün)	90,5	114,0	79,0	107,6
Nakit Döndürme Süresi (Gün)	24,1	4,3	14,7	19,8
Finansal Yapı Oranları				
Dönen Varlıklar / Aktifler	85,5	85,1	85,6	86,6
Duran Varlıklar / Aktifler	14,5	14,9	14,4	13,4
Toplam Borç / Aktifler	64,1	63,0	64,4	64,7
Toplam Borç / Özsermaye	178,8	170,0	180,7	183,1
Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)	-	-	-	-
Yabancı Para Net Pozisyonu / FAVÖK	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Borç (Milyon TL)	-8.568,4	-7.450,5	-7.516,1	-7.299,9
Net Borç / FAVÖK (Yıllık)	-1,6	-1,7	-1,2	-1,1
İhracat Oranı (%)	0,2	0,2	0,1	0,2
Karlılık Oranları				
Aktif Karlılığı	-0,8	-0,4	0,0	1,8
Aktif Karlılığı (Yıllık)	1,8	-0,4	3,7	1,4
Özsermaye Karlılığı	-2,3	-1,2	0,0	5,1
Özsermaye Karlılığı (Yıllık)	5,2	-1,2	10,9	3,8
Esas Faaliyet Kar Marjı	1,7	2,0	1,7	6,2
Esas Faaliyet Kar Marjı (Yıllık)	2,6	2,0	3,0	3,4
FAVÖK Marjı	2,2	2,6	2,2	6,7
FAVÖK Marjı (Yıllık)	3,1	2,6	3,5	3,9
Net Kar Marjı	-0,5	-0,2	0,0	3,0
Net Kar Marjı (Yıllık)	0,7	-0,2	1,3	0,7

Net Borç (Mn TL)



2024/03 2024/06 2024/09 2024/12 2025/03 2025/06 2025/09 2025/12 2026/03

	Değerleme Oranları						Karlılık Oranları									
	Piyasa Değeri (Mn TL)	Defter Değeri (TL)	PD / DD	F / K	FD / FAVÖK	FD / Net Satış	Esas Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı	Net Kar Marjı	Özser. Karlılığı	Aktif Karlılık	FAVÖK Yıllık (Mn TL)	FAVÖK Çeyrek (Mn TL)	Net Kar Yıllık (Mn TL)	Net Kar Çeyrek (Mn TL)	
SELEC	59.895,45	55,50	1,74	51,77	7,71	0,30	3%	4%	1%	5%	2%	6.822	3.485	1.157	1.540	
MPARK	85.907,74	221,04	2,15	15,14	6,20	1,81	20%	29%	10%	5%	2%	16.286	4.810	5.673	1.668	
ECILC	57.767,42	96,67	0,87	-	-	5,86	-9%	0%	-9%	-2%	-1%	-12	-116	-849	-924	
GENIL	37.395,00	2,61	3,18	48,50	14,97	1,97	11%	13%	4%	4%	2%	2.729	1.291	771	375	
DEVA	12.901,24	144,21	0,45	-	10,00	0,77	-1%	8%	-5%	0%	0%	1.514	755	-922	-91	
LKMNH	3.380,40	13,17	1,30	24,15	5,65	1,32	12%	23%	3%	1%	0%	1.022	319	140	21	
TNZTP	9.728,00	22,22	1,09	14,31	6,63	2,66	34%	40%	20%	1%	1%	1.386	350	680	73	
EGEPO	9.640,00	4,21	4,58	244,79	42,28	6,74	2%	16%	3%	2%	2%	224	60	39	36	
RTALB	1.670,00	5,93	0,56	5,54	68,08	6,67	-3%	10%	119%	-12%	-11%	25	14	302	-298	
TRILC	1.679,94	1,92	0,85	-	4,22	1,13	25%	27%	0%	11%	3%	1.365	263	-21	208	
İlaç&Sağlık Ort.		1,56	19,00	9,79	1,04		6%	10%	6%	10%	2%	-	-	-	-	
XU100		1,36	20,08	9,93	1,18		6,0%	10,4%	5,2%	10,8%	-	-	-	-	-	

Ahlatcı Yatırım Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

GENEL MÜDÜRLÜK

İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis
Yamanevler Mahallesi Ahmet Tevfik İleri Caddesi
No:22-26 İç Kapı No:49 Ümraniye / İstanbul

ŞUBELERİMİZ

İstanbul Sarıyer Şube
Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL
Çorum Şube
Gülábibey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

İRTİBAT BÜROLARIMIZ

Ankara İrtibat Bürosu

Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya/
ANKARA

Denizli İrtibat Bürosu

Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağimsız Bölüm
Pamukkale/DENİZLİ

Isparta İrtibat Bürosu

Çelebiler Mahallesi, Cadde 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez/
İSPARTA

İstanbul Bağdat Caddesi İrtibat Bürosu

Feneryolu Mahallesi Gazi Muhtar Paşa Sk. No:59 Feneryolu Sitesi
D:204 K:2 Kadıköy/İstanbul

İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu

Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36
34077 Eyüpsultan/İSTANBUL

İstanbul Maslak İrtibat Bürosu

Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

İzmir İrtibat Bürosu

Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sok. Lider Centrio C Blok No:6 K2:D17
Bayraklı/İZMİR

Gaziantep İrtibat Bürosu

Batıkent Mah. Kürşat Tüzmen Bulvarı 9075 Sok. Trno Terrace Kat : 1 B
Blok NO:31 Şehitkamil/GAZİANTEP

Konya İrtibat Bürosu

Musella Bağları Mah. Kule Cad. Kule Plaza İş Merkezi K:13 N:2/18
Selçuklu/KONYA

Mersis No: 0010056453000026

Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar" Hakkında Tebliği Uyarınca Yayınlanması Zorunlu Olan

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.