

PCILT

Ekonomik değer, piyasa fiyatı ve yatırım görünümü

6 Eylül 2026 | Son finansal dönem: 30 Haziran 2026

Yatırım görüşü: AL. 31,14 TL fiyat, PC İletişim'in kârlı ana faaliyetini, faaliyet dışı varlıklarını ve büyümeyi borçlanmadan finanse etme gücünü yeterince yansıtmıyor. Baz ekonomik değer 58,5 TL; makul aralık 49,8–68,7 TL. Altı aylık fiyat beklentisi 46,8 TL, 12 aylık beklenti 57,7 TL. Bu fiyat beklentileri tam değer yakınsamasını değil, nakit üretimi ve kısmi çarpan artışını içeriyor. [K01; M01; M02; A02]

Karar göstergesi	Sonuç
Son kapanış / fiyat tarihi	31,14 TL / 04.09.2026
Piyasa değeri / çıkarılmış pay	3,69 milyar TL / 118,35 milyon
Bugünkü ekonomik değer	6,77 milyar TL / 58,5 TL pay başına
Bugünkü makul değer aralığı	5,76–7,95 milyar TL / 49,8–68,7 TL
6 ay baz fiyat / toplam getiri	46,8 TL / %50,4
12 ay baz fiyat / brüt toplam getiri	57,7 TL / %93,3
Çarpan değişmezse 12 ay fiyat / toplam getiri	42,8 TL / %45,5

Fiyat beklentileri nominal TL'dir. 12 aylık toplam getiri, açıklanmış bir taahhüt olmayan 2,50 TL/pay brüt temettü varsayımını içerir. Vergi ve işlem maliyetleri yatırımcı bazında düşülmemiştir. [M01; M02; A02]

Üç güçlü dayanak

Faaliyet kazancı net kârdan daha iyi gidiyor. İlk yarıda satışlar reel %5,0, brüt kâr %9,1, faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr (FAVÖK) %7,1 arttı. Ana ortaklık kârındaki düşüşün ana nedenleri parasal zarar ve vergidir. Son çeyrekte marj toparlanması, satış büyümesine bağımlı olmayan bir iyileşme gösteriyor. [K01]

Finansman kırılganlığı düşük. Haziran sonunda banka kredisi yok; 1,15 milyar TL nakit var. Ağustos kâr payı ve faaliyet için gerekli nakit ayrıldıktan sonra dahi değerlemede anlamlı faaliyet dışı kaynak kalıyor. Bu bilanço, durgunlukta sermaye ihtiyacı riskini azaltıyor. [K01; K10; A02]

Fiyat, güçlü büyüme değil ciddi kalıcılık kaygısı içeriyor. Faaliyet dışı net varlıklar düştüğünde piyasanın medya işine verdiği değer, gelecek 12 aylık FAVÖK eksi nakit kiranın yaklaşık 2,9 katı. Yeni müşterilerden beklenen katkı ve marjın korunması, bu düşük tabandan tatmin edici getiri sağlayabilir. [K04; A02]

Asıl risk bir borç krizi değil, kazancın kalıcılığıdır: müşteri ve hacim komisyonu kırımları sınırlı; ikinci çeyrekte kârın nakde dönüşümü çok zayıf. Olumlu görüşün dayanağı bu risklerin yokluğu değil, fiyatın taşıdığı iskonto ile mevcut faaliyet kanıtlarının dengesi. [K01; K09]

1. Fiyat, pay sayısı ve tarihlerin ortak zemini

4 Eylül 2026 son işlem gününde kapanış fiyatı **31,14 TL**. Bulls Yatırım fiyatı doğrudan gösterirken İş Yatırım'ın 3.685,4 milyon TL piyasa değeri, 118,35 milyon çıkarılmış payla aynı fiyatı doğruluyor. 6 Eylül pazar günü olduğundan rapor anında yeni bir borsa seansı bulunmuyor. [M01; M02]

Veri	Değer	Tarih / kapsam
Çıkarılmış pay	118.350.000	30.06 / 05.08.2026
Şirketin kendi payları	2.650.028	30.06.2026
Ekonomik hak sahibi pay	115.699.972	Çıkarılmış pay eksi kendi payı
Standart piyasa değeri	3.685,419 milyon TL	31,14 × 118,35 milyon
Kendi payları hariç piyasa değeri	3.602,897 milyon TL	31,14 × 115,699972 milyon
USD/TRY alış / satış	48,2326 / 48,3195	04.09.2026 15:30
USD/TRY orta kur	48,27605	Alış-satış aritmetik ortalaması
EUR/TRY / GBP/TRY orta kur	56,10760 / 65,33035	04.09.2026 15:30

Paylar: şirket finansal tabloları ve KAP kâr payı bildirimi. **Kurlar:** Matriks'in TCMB gösterge kuru aktarımı; borsa kapanış saatiyle aynı anlık kur değildir. [K01; K04; K10; M03]

Standart piyasa değeri yaklaşık **76,34 milyon ABD dolarıdır**. Döviz dönüşümü yalnız ölçeği göstermek için kullanılıyor; Türkiye'deki medya faaliyetinin indirgenmiş nakit akımı Türk lirası satın alma gücüyle hesaplanıyor. Dövizdeki değişim, TL değerlemeye ayrıca bir kazanç kalemi olarak eklenmiyor. [M03; A02]

Aynı payda kullanılmazsa yükseliş alanı yanlış görünür

Toplam ekonomik değer 6.766,0 milyon TL, şirketin kendi payları hariç 115,70 milyon payın ekonomik hakkını ifade ediyor. Bu nedenle toplam değer karşılaştırmasının karşı tarafı 3.602,9 milyon TL; pay başına karşılaştırma ise 58,48 TL ile 31,14 TL. Sonuç **%87,8 yükseliş alanı**, başka bir ifadeyle ekonomik değere yaklaşık **%46,7 iskonto**. Çıkarılmış paylarla hesaplanan standart piyasa değeri ayrıca gösteriliyor; iki sermaye tanımı karıştırılmıyor. [A02]

Şirketin kendi payları serbest dolaşım oranıyla aynı kavram değildir. İlbak Holding sermayenin %41,45'ine, oy haklarının %55,36'sına sahip. Banun Erkıran Çıtak'ın sermaye payı %17,83. Kontrol paylarının oy imtiyazı mevcut; borsada işlem gören B grubu için ayrıca kontrol primi varsayılmıyor. [K04]

İşlem likiditesi

4 Eylül'de yaklaşık 2,57 milyon lot ve 80,15 milyon TL işlem hacmi görülüyor. Bu tek günün hacmi, büyük bir pozisyonun aynı fiyatla alınabileceği veya satılabileceği anlamına gelmez. Şirketin küçük piyasa ölçeği ve kontrolün yoğunlaşması, ekonomik değere yakınsamanın hızından ayrı bir işlem likiditesi riski oluşturuyor. [M02; K04]

2. Cirodan şirkette kalan kazanca

PC İletişim, reklamveren bütçesini doğru kitle ve mecralara dağıtan bir medya hizmetleri grubudur. Strateji, mecra seçimi, reklam alanı satın alma, uygulama, yayın kontrolü ve performans ölçümünü birlikte yürütür. Müşteri açısından satın alınan değer; bütçenin daha verimli kullanılması, parçalı mecraların tek elden yönetilmesi ve sonuçların ölçülebilmesidir. [K04]

Gelir kaynakları müşteriden alınan sabit veya bütçeye bağlı hizmet bedeli, mecralardan alınan hacim komisyonları, analiz ve performans danışmanlığı gibi katma değerli hizmetler ve satın alınan medya envanterinin satış farkıdır. Dolayısıyla iş, yalnız müşteri adına ödeme yapıp küçük bir danışmanlık faturası kesmekten ibaret değildir. Bununla birlikte bu kaynakların kâr içindeki ağırlıkları yayımlanmıyor. [K08; K09]

Hasılat ekonomik katma değerle aynı şey değildir. 2026 ilk yarısında 5.890,5 milyon TL hasılatın 5.412,4 milyon TL'si hizmet maliyetine giderken brüt kâr 478,1 milyon TL. Her 100 TL satıştan yaklaşık 8,12 TL brüt kâr kalıyor. Bu nedenle hasılat çarpanı, şirketin kâr üretme gücünü farklı muhasebe sunumu kullanan ajanslarla karşılaştırmak için zayıf bir araçtır. [K01]

Brüt marj da tek bir sözleşme komisyon oranı değildir. İş ve müşteri bileşimi, mecra satın alma koşulları, hacim komisyonu, hizmetin muhasebede brüt veya net gösterilmesi birlikte etkili olur. Aynı satış büyümesi çok farklı brüt kâr artışı yaratabilir. İlk yarının satış büyüklüğünde **bir yüzde puan brüt marj yaklaşık 58,9 milyon TL kâr farkı** demektir; bu, ilk yarı FAVÖK'ünün yaklaşık %15,6'sıdır. [K01; A02]

Organizasyon ve rekabet avantajı

Konsolidasyonda ana şirket ile tamamına sahip olunan BL İletişim, SM Medya, UP İletişim, Maya Medya, Media Life ve Media Liven bulunur. People ve Maya çevrimdışı medya; Forward Media dijital medya ve performans; 3dots içerik; Sound Media ve diğer radyo şirketleri radyo planlama ve satın alma hizmetleri verir. [K01; K04]

Potansiyel rekabet avantajı, satın alma hacminin birleşmesinden, yerel mecra ilişkilerinden, müşteri hesabının bütünleşik yönetiminden ve performans verisinin kullanımından gelir. Ancak düşük sabit yatırım ihtiyacı aynı zamanda fiziksel bir giriş engelinin zayıf olduğunu gösterir. Kalıcı avantajın kanıtı fabrika büyüklüğü değil; müşterinin devamlılığı, hizmet bedelinin korunması ve elde edilen brüt kazancın tahsilidir.

İlbak Holding'in madenleri, CNBC-e yayıncılığı veya bütün açık hava varlıkları PCILT'nin konsolide varlıkları değildir. Grup ilişkileri ticari erişim sağlayabilir; fakat bu faaliyetlerin kazancı PCILT'ye aitmiş gibi değerlendirilemez. PCILT için ilgili soru, grup şirketleriyle yapılan hizmet, kira ve alacak işlemlerinin koşullarıdır. [K04; K05]

3. Büyümenin niteliği değişiyor

2025'in sonucu yüksek hacim, daha düşük satış başına kazançtır. Reel satışlar %44,7 büyürken brüt kâr %12,7, FAVÖK %16,2 arttı. Brüt marj %9,20'den %7,17'ye indi. Yönetim giderlerinin görece sınırlı artması kazancı korudu; fakat satış büyümesini aynı oranda ekonomik değer artışı saymak doğru olmaz. [K02]

Milyon TL	2024 G	2025 G	2025 1Y G	2026 1Y G
Hasılat	7.520,2	10.882,0	5.607,5	5.890,5
Brüt kâr	691,8	779,7	438,1	478,1
Brüt marj	%9,20	%7,17	%7,81	%8,12
FAVÖK	502,5	583,9	353,0	377,9
FAVÖK marjı	%6,68	%5,37	%6,30	%6,42
Ana ortaklık kârı	324,1	467,1	290,1	266,7
İşletme nakit akışı	76,4	542,3	308,8	467,1

G: gerçekleşme; 1Y: ilk yarı. Yıllık sütun çifti Aralık 2025, yarıyıllık sütun çifti Haziran 2026 satın alma gücündedir. Aynı çift içinde reel karşılaştırma yapılabilir; sütun çiftleri doğrudan toplanmaz. [K01; K02]

Yıl içindeki seyir de önemlidir. 2025 ilk yarısında FAVÖK önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %21 gerilemiş, dokuz ayda gerileme %10'a yaklaştı, yıl sonunda artıya dönmüştür. Enflasyon uyumlu hesapla son çeyrek satışları yıllık toplamın yaklaşık %36'sıdır. Güçlü yıl sonu hacmi, yılın ilk yarısını ikiyle çarpmanın neden yanıltıcı olduğunu gösterir. [K02; K06; K07]

2026'daki iyileşme daha farklı

2026 ilk yarısında büyüme %5'e yavaşlarken brüt marj %8,12'ye yükseldi. İkinci çeyrekte satışlar reel %1,9 azaldığı halde brüt kâr %13,4 arttı; brüt marj %6,70'ten %7,74'e çıktı. Son dönemde şirket, daha çok ciro yaptığı için değil, satışlardan daha çok kazanç tuttuğu için iyileşiyor. [K01]

Buna karşılık giderler tamamen sabit değildir. İlk yarı genel yönetim giderleri %8,5 artarken amortisman ve itfa azaldı. Amortisman dışı yönetim gideri yaklaşık 85,0 milyon TL'den 100,1 milyon TL'ye, reel %17,8 yükseldi. Personel göstergesi 184'ten 179'a gerilerken bu gider artışının oluşması, maliyetin yalnız çalışan adediyle açıklanamayacağını gösterir. [K01]

Marj toparlanmasının hangi müşteri, mecra veya hizmetten geldiği açıklanmıyor. Bu nedenle 2026'nın olumlu marj sinyali esas alınabilir; fakat geçmişteki %9'un üzerindeki yıllık brüt marja otomatik dönüş beklemek desteklenmiyor. Baz tahmin, faaliyet bileşiminin kısmen iyileştiği; rekabet ve hizmet maliyetinin ise devam ettiği bir yapıya dayanıyor. [K01; K09; A02]

4. Ana faaliyet, diğer gelir ve vergi ayrımı

FAVÖK bu raporda **brüt kâr – genel yönetim giderleri – pazarlama, satış ve dağıtım giderleri – araştırma ve geliştirme giderleri + amortisman ve itfa** olarak hesaplanıyor. Ayrı tutar açıklanmayan gider grupları sıfır kabul ediliyor; diğer faaliyet ve yatırım gelirleri bu hesaba eklenmiyor. [K01; K02]

2026 ilk yarı FAVÖK'ü **377,9 milyon TL**. **Şirket tarafından açıklanan FAVÖK 504,9 milyon TL**; aradaki 127,0 milyon TL, net diğer faaliyet geliri 71,7 milyon TL ve yatırım gelirleri 55,2 milyon TL'den oluşuyor. 2025'te aynı ayırım 583,9 milyon TL ve 734,8 milyon TL. Şirketin gayrimenkul değer artışını tek başına çıkardığı gösterge, kira ve diğer faaliyet katkılarını içermeyi sürdürür. [K01; K02; K04; K05]

Net kârdaki gerilemenin nedeni

İlk yarı ana ortaklık kârı 290,1 milyon TL'den 266,7 milyon TL'ye indi. Ana faaliyetin daha az kazanç üretmesi bu düşüşün açıklaması değildir. Aşağıdaki bağlantı, faaliyet ve finansman katkısındaki artışın parasal zarar ve vergi tarafından aşıldığını gösteriyor. [K01]

2026 ilk yarı – 2025 ilk yarı	Ana ortaklık kârına etki, milyon TL
Brüt kâr eksi yönetim giderindeki artış	+30,6
Net diğer faaliyet geliri değişimi	-3,0
Yatırım gelirindeki artış	+18,3
Net finansman katkısındaki artış	+35,8
Parasal zarardaki artış	-74,5
Vergi giderindeki artış	-30,6
Ana ortaklık kârındaki değişim	-23,3

Haziran 2026 satın alma gücü. Kaynak: karşılaştırmalı gelir tablosu. [K01]

Net parasal zarar 76,4 milyon TL'den 150,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu aynı tutarda ayrı bir banka ödemesi değildir; parasal varlık ve yükümlülüklerin enflasyon karşısındaki etkisidir. Nakit zenginliği faiz geliri sağlarken satın alma gücünün korunması sorununu ortadan kaldırmaz. Parasal sonuç ticari alacak ve borçları da kapsadığından, onu mevduat faiziyle bire bir netleştirmek mevduat getirisi hesabı vermez. [K01]

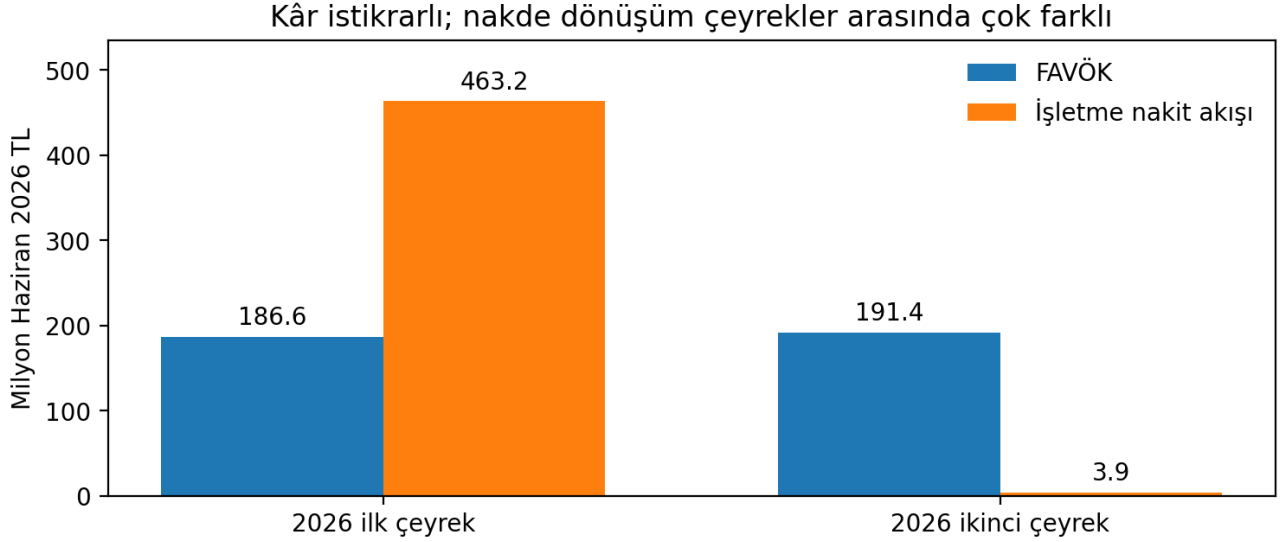
Neden %40,1 değil, %27 nakit vergi varsayımı?

Efektif vergi oranı %40,1'e çıktı; cari vergi 142,8 milyon TL, ertelenmiş vergi 35,8 milyon TL. Vergi Usul Kanunu kapsamındaki enflasyon düzeltmesinin 2025–2027'de genel olarak uygulanmaması ile Türkiye Muhasebe Standardı 29 (TMS 29) kapsamındaki finansal düzeltmenin devam etmesi, muhasebe kârı ile vergi matrahını ayırır. Parasal zarar finansal kârı azaltırken aynı tutarda vergi kalkanı yaratmayabilir. [K01; S23]

Genel kurumlar vergisi oranı %25. İlk halka arz yılı dahil beş yıl süren iki puanlık indirim, 2021 halka arzı bakımından 2025 sonunda tamamlanır. Baz tahminde 2026–2027 için %27 nakit vergi, sonrasında %25'e kademeli yakınsama kullanılıyor. Ek iki puan, açıklanmayan vergi kalemleri için tampon; %40,1 efektif oranın bütün geleceğe taşınması değildir. Ayrıntılı vergi mutabakatı eksikliği sürüyor. [K01; K02; S22; A02]

5. Kârın nakde dönüşümü: başlıca sınav

İlk yarıdaki güçlü nakit, ikinci çeyreğin zayıflığını gizliyor. İşletme nakit akışı altı ayda 467,1 milyon TL; fakat enflasyon uyumlu çeyrek farkıyla ikinci çeyrek yaklaşık 3,9 milyon TL. Aynı çeyrekte FAVÖK yaklaşık 191,4 milyon TL, ana ortaklık kârı 112,3 milyon TL. Dolayısıyla toplam yarıyıl nakdini kalıcı üretim hızı kabul etmek uygun değil. [K01; K03]



Şekil 1. İlk çeyrek tutarları Haziran 2026 satın alma gücüne taşınmıştır; ikinci çeyrek altı aylık tutardan hesaplanan farktır. Aynı yayımlanmış ikinci çeyrek nakit tablosu değildir. [K01; K03]

İlk çeyrekte işletme sermayesi yaklaşık 160,5 milyon TL serbestleşirken ikinci çeyrekte yaklaşık 229,3 milyon TL kaynak bağlamıştır. İkinci çeyrek ticari alacak nakit kullanımı yaklaşık 630,2 milyon TL; ticari borçlardan sağlanan finansman 422,2 milyon TL'dir. Mecralara ödeme takvimi alacak büyümesini tam karşılamadığından, kâr nakde aynı anda geçmemiştir. [K01; K03]

Altı ayın bütünü de işletme sermayesi çözülmesine dayanmıyor: ticari borçlar 251,0 milyon TL nakit sağlarken ticari alacaklar 164,8 milyon TL, peşin ödemeler 50,8 milyon TL, ertelenmiş gelirdeki azalış 58,8 milyon TL kaynak kullanmıştır. Diğer hareketlerle toplam işletme sermayesi etkisi **68,9 milyon TL nakit çıkışı**. İşletme nakdi, bu kaynak kullanımına rağmen pozitifdir. [K01]

Enflasyonlu bilanço değişimi tahsilatla aynı değil

Ticari alacakların enflasyona göre güncellenmiş yıl sonu karşılaştırması 3.042,0 milyon TL'den 2.738,6 milyon TL'ye geriliyor. Oysa Aralık 2025'te açıklanan nominal alacak 2.583,2 milyon TL'ydі. Nominal tutar artmış, reel karşılaştırma tutarı azalmıştır. Bu nedenle bilanço satırındaki reel düşüşü otomatik nakit tahsilatı saymak doğru olmaz. [K01; K02]

Şirket ortalama tahsil süresinin ödeme süresinden kısa olduğunu belirtiyor; gün sayıları ve ayrıntılı yaşlandırma yayımlanmıyor. Haziran'da alacaklara peşin ödemeleri ekleyip ticari borçlar ve ertelenmiş gelirleri çıkarmak yaklaşık 234,9 milyon TL pozitif ticari işletme sermayesi veriyor. Vade avantajı ile her zaman müşterilerden finanse edilen negatif işletme sermayesi aynı şey değildir. [K01; K04]

6. Bilanço dayanıklılığı ve sermaye kullanımı

Haziran sonunda 1.146,5 milyon TL nakit, 10,7 milyon TL kiralama borcu ve sıfır banka kredisi bulunuyor. Kiralama borcu dahil net nakit 1.135,8 milyon TL. Bloke banka hesabı veya ana ortak ve grup şirketleri lehine verilmiş teminat, rehin, ipotek gösterilmiyor. Bu yapı, finansman erişimi ve faizli borç çevirme riskini belirgin biçimde azaltıyor. [K01]

Büyük bilanço hassasiyeti ise **2.738,6 milyon TL ticari alacak**. Şüpheli alacak karşılığı yaklaşık 5,8 milyon TL ile düşük; risk tablosunda vadesi geçmiş fakat değer düşüklüğüne uğramamış bakiye gösterilmiyor. Buna rağmen müşteri yoğunlaşması ve ayrıntılı yaşlandırma açıklanmadığı için, düşük karşılık tahsilat riskinin dağılımını bütünüyle göstermiyor. [K01]

Diğer alacaklardaki yaklaşık **250,0 milyon TL resmî kurum alacağının** kaynağı, kurumu ve tahsil/mahsup takvimi verilmemiştir. Bu tutar kesin vergi iadesi veya yakın vadede dağıtılabılır nakit olarak kabul edilmez. Diğer borçlar içindeki 112,3 milyon TL'nin niteliği de sınırlı açıklanır. Baz model bunları ilgili işletme sermayesi ve yükümlülük hesaplarında tutar. [K01; A02]

Gayrimenkul ve şerefiye

840,9 milyon TL yatırım amaçlı gayrimenkul ve 387,9 milyon TL şerefiye, birlikte özkaynakların yaklaşık %48'ini oluşturuyor. Faaliyet düşük sabit yatırım gerektirse de bilanço yalnız nakit ve ticari hesaplardan oluşmuyor. Gayrimenkulde ipotek bulunmuyor; ilk yarı kira geliri 37,25 milyon TL, değer artışı 14,74 milyon TL, satış kârı yaklaşık 3,25 milyon TL. Kira reel olarak yataya yakın; yatırım geliri artışının tümü tekrarlayan kira büyümesi değildir. [K01]

Gayrimenkul ayrı varlık değeriyle hesaba girerken kira medya nakit akımından çıkarılıyor. Şerefiye Maya Medya ve radyo şirketlerinin geçmiş satın almalarıyla ilgili; gelecekteki faaliyet kazancı zaten değerlemeye dahil olduğundan yeniden eklenmiyor. 2025 bağımsız denetimin kilit konusu gayrimenkul değerlemesi; yıllık denetim görüşü olumlu, 2026 yarıyıl sınırlı denetim sonucu olumsuz bulgu içermiyor. [K01; K02]

Kâr birikimi ile sermaye işlemi ayrımı

Mayıs 2026'da geri alınmış 5 milyon payın satışından Haziran satın alma gücüyle 139,5 milyon TL giriş oluştu. İlk yarı özkaynak artışı 401,7 milyon TL'nin 262,3 milyonu toplam kapsamlı gelir, 139,5 milyonu bu satıştır. Satış faaliyet kârı değildir. Ağustos'ta 300 milyon TL brüt kâr payı dağıtımı tamamlandı; Haziran nakdi Eylül'de değişmeden duruyor kabul edilemez. [K01; K04; K10]

Grup içi hizmet satışları ilk yarı hasılatının yaklaşık %1,4'ü düzeyinde; faaliyet gelirinin çoğunluğu ilişkili taraflardan oluşmuyor. Bununla birlikte Maks Medya'dan 76,4 milyon TL ticari, İlbak Holding'den 12,5 milyon TL ticari olmayan alacak bulunuyor. Yönetimde ortak görevler ve oy kontrolü, sermayenin kullanım koşullarının izlenmesini gerektiriyor. [K01; K04]

7. Ticari görünüm ve sektörün yönü

Baz büyüme tezi, reklam harcamalarının nominal artışını aynen şirketin reel büyümesi saymıyor. IAB Europe'un Türkiye dijital reklam pazarı için 2025 verisinde sabit kurla %37 artış, raporun enflasyon düzeltmesiyle %1,6'ya iniyor. Bu kapsam PCILT'nin bütün mecraları kapsayan satışlarıyla bire bir aynı değildir; yüksek nominal büyümenin ne kadarının fiyat etkisi olabileceğini gösterir. [S21]

Yeni işler tahmini destekliyor; sözleşme tutarları bilinmiyor

2025'te Hepsiburada ve Hepsipay için çevrimiçi/çevrimdışı hizmet; İpekyol–Twist–Machka için münhasır hizmet; Ağustos'ta Maya Medya'nın InMedia360 üzerinden Stellantis markalarına çevrimdışı medya planlama anlaşmaları açıklandı. Bu ticari kazanımlar, 2025 hacim büyümesinin şirket özelindeki somut dayanaklarıdır. Her birinin brüt kâra katkısı açıklanmadığından marj değişimini tek müşteriye bağlamak mümkün değil. [K05]

2026 açıklaması	Hizmet	Beklentiye etkisi
17 Haziran – Aydınli Grup	US Polo Assn., Pierre Cardin, Cacharel; dijital planlama	İkinci yarıya daha geniş dönem katkısı
8 Temmuz – OKX TR	Medya planlama ve satın alma	İlk yarı sonucundan sonra başlayan ilişki
3 Ağustos – Rossmann	Dijital medya planlama ve satın alma	Dijital müşteri tabanına katkı

Açıklamalar hizmet ilişkisini doğrular; sözleşme bedeli, asgari bütçe, süre veya kâr marjı taahhüdü içermez. [K04]

2026'da %6,3 ve 2027'de %7,4 reel satış büyümesi beklentisi, mevcut hesapların korunması ve yeni müşterilerin kademeli katkısına dayanıyor. Bunlar şirket tarafından açıklanmış sayısal hedefler değildir. Son çeyrek mevsimselliği korunurken ilk yarı marjı bütün yıla uygulanmıyor. [K01; K02; K04; A02]

Yapay zekâ: sektörel yok oluş değil, kazanç paylaşımı riski

Yapay zekâ içerik üretimini, hedeflemeyi ve optimizasyonu hızlandırarak mevcut ekibin kapasitesini artırabilir. Aynı teknoloji standart uygulama hizmetini ucuzlatabilir ve müşterinin bazı işleri kendi içinde yapmasını kolaylaştırabilir. PCILT açısından önemli soru toplam reklamın bitip bitmeyeceği değil, hizmet zincirindeki kazancın ne kadarının ajansta kalacağıdır. [S21; çıkarım]

Küresel şirket sonuçları tek yönlü bir çöküşü desteklemiyor: Publicis ilk yarıda %4,7 organik büyürken WPP %4,7 daralmış; Omnicom'un karşılaştırılabilir çekirdek işinde ilk yarı büyümesi %5 olmuş. Bunlar farklı müşteri, teknoloji ve coğrafi yapılarıdır. PCILT'nin avantajı yerel çeviklik ve düşük borç; dezavantajı veri-teknoloji ölçeğinin daha küçük ve gelir açıklamasının daha sınırlı olmasıdır. [P01; P03; P06; çıkarım]

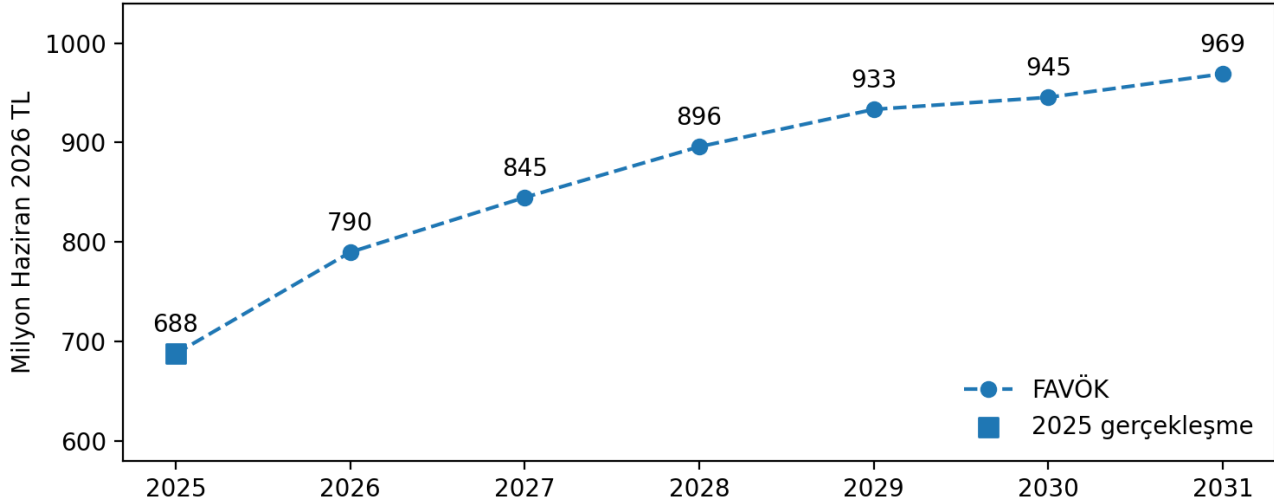
8. Tahmin: marj onarımı, ardından ölçülü büyüme

Bütün faaliyet tahminleri **sabit Haziran 2026 TL'siyle** ifade ediliyor. Böylece gelir artışındaki enflasyon ile reel iş gelişimi ayrılıyor. 2026 üçüncü çeyrekte %7,5, son çeyrekte %7,3; 2027 ilk yarıda %8,0, ikinci yarıda %7,4 brüt marj varsayılıyor. Yıllık marj yaklaşık %7,69 ve %7,66: 2025'e göre onarım var, kesintisiz genişleme yok. [A02]

Milyon Haziran 2026 TL	2025 G	2026 G+T	2027 T	2028 T	2031 T
Hasılat	12.814	13.622	14.635	15.367	16.872
Brüt kâr	918	1.048	1.121	1.183	1.282
FAVÖK	688	790	845	896	969
FAVÖK marjı	%5,37	%5,80	%5,77	%5,83	%5,74
Nakit yatırım harcaması	—	23,4	29,3	30,7	33,7
Faaliyet serbest nakit akışı	—	172,6 ¹	466,6	523,1	616,0

T: araştırma tahmini. ¹ 2026 serbest nakit tutarı yalnız ikinci yarıdır; diğer satırlar tam yılı kapsar. Şirketin açıkladığı işletme nakit akışı ile aynı tanım değildir. [K01; K02; A02]

Beklenti: 2026 marj onarımı; sonrasında yavaşlayan reel büyüme



Şekil 2. FAVÖK: 2026'da reel %14,8, 2027'de %7,0 artış; sonrasında büyüme yavaşlar. 2026, ilk yarı gerçekleşmesi ile ikinci yarı tahmininin toplamıdır. [K01; K02; A02]

2027 amortisman dışı yönetim giderleri reel %7 artıyor. Faaliyet hacmi arttığında hizmet ekibi ve teknolojinin hiçbir ek maliyet yaratmayacağı varsayılıyor. 2028'de satış büyümesi %5'e, 2031'de %2,5'e inerken terminal dönemde %1,5 reel büyüme kullanılıyor. Açıklanmamış büyük bir satın alma, yeni finansal borç veya yeni pay ihracı bu büyümenin kaynağı değildir. [A02]

7 Eylül 2026'dan başlayan yaklaşık 12 aylık takvim kesiti, 14,2 milyar TL civarında hasılat ve yaklaşık **822 milyon TL FAVÖK** veriyor. Bu tutar, 2027 takvim yılı tahmininin yerine geçmez; yıl sonu ağırlığı ve dönem sınırları nedeniyle farklıdır. [A02]

9. Büyümenin nakit ve finansmanla tutarlılığı

PCILT'nin sermaye ihtiyacı ağırlıklı olarak bina ve makinede değil, reklamveren-mecralar arasındaki ödeme döngüsündedir. İlk yarı 7,9 milyon TL nakit sabit yatırım düşük bir başlangıçtır; modelde harcamalar satışın %0,20'sine yükselttilerek 2027'de 29,3 milyon TL olur. Devam eden faaliyet için yatırımın sıfır olduğu varsayılmaz. [K01; A02]

Geniş kapsamlı net işletme sermayesi Haziran'da 298,8 milyon TL. Baz yıl sonu oranı satışların %2,9'u; 2026 sonunda 395,0 milyon TL, 2027 sonunda 424,4 milyon TL. Resmî kurumlardan alacak bu yapının içindedir, ikinci kez faaliyet dışı nakit olarak eklenmez. [K01; A02]

Enflasyon altında kaynak ihtiyacı

Reel büyüklüğü sabit bir alacak portföyünü korumak bile nominal para gerektirir. Bu nedenle serbest nakit hesabı yalnız iki reel bilanço bakiyesinin aritmetik farkını kullanmaz. Dönem başı bakiye dönem sonu fiyat endeksine göre küçültülerek, reel nakit cinsinden gerçekten gereken yeni yatırım hesaplanır. [A02]

Reel işletme sermayesi yatırımı = dönem sonu reel bakiye – dönem başı reel bakiye × dönem başı fiyat endeksi / dönem sonu fiyat endeksi. Faaliyet rezervi için hizmet maliyetinin on gününe karşılık gelen nakit ayrıca korunur; rezervin artışı serbest nakitten düşülür, vergi sonrası faiz katkısı hesaba girer. [A02]

Faaliyet serbest nakdi, FAVÖK'ten nakit kira, nakit faaliyet vergisi, yatırım ve işletme sermayesi ile rezerv artışı düşülerek hesaplanır. Kira nakit gider olarak karşılandığı için aynı kiralama borcu değer köprüsünde ikinci kez düşülmez. Gayrimenkul kirası ve faaliyet dışı nakdin getirisi medya faaliyetiyle karıştırılmaz. [A02]

Faiz, enflasyon ve iskonto girdileri

Girdi	Değer	Kaynak tarihi
ABD 10 yıl nominal / reel tahvil	%4,77 / %2,42	03.09.2026
Türkiye 5 yıl kredi temerrüt takası primi	219 baz puan	03.09.2026
Olgun piyasa hisse risk primi	%4,20	Temmuz 2026
Reklam sektörü kaldıraçsız, nakit arındırılmış beta	1,01	Ocak 2026
Ülke risk katsayısı / ek şirket riski	1,55 / 2,5 yüzde puan	Kaynak / araştırma varsayımı
2026 / 2027 yıl sonu enflasyon beklentisi	%29,43 / %21,94	Ağustos 2026 anketi
Reel iskonto / uzun dönem reel büyüme	%12,114 / %1,50	Model hesabı / varsayım

Kredi temerrüt takası: borç temerrüt riskine karşı sigorta fiyatı (CDS). Beta: piyasa riskine duyarlılık göstergesi. Anket, TCMB'nin kendi enflasyon tahmini değildir. [M04; M06; M07; M08; M09; A02]

Dolar nominal sermaye maliyeti %4,77 – %0,22 + 1,01 × %4,20 + 1,55 × %2,19 + %2,50 = **%14,6865**. Nominal-reel ABD tahvillerinden çıkarılan enflasyon bileşeniyle reel oran %12,114 olur. Şirkete ek 2,5 puan müşteri, sözleşme ve bilgi açıklama riskinin varsayımsal karşılığıdır; piyasa tarafından doğrudan ölçülmüş PCILT primi değildir. [M06–M09; A02]

10. Bugünkü ekonomik değer

Ana yöntem **indirgenmiş nakit akımı (İNA)**. Medya hizmetinin vergi ve yeniden yatırım sonrasında sağlayacağı nakit 2031'e kadar ayrı tahmin edilir; sonrası %1,5 reel büyümeyle sürdürülür. Faaliyet dışı nakit ve gayrimenkul ayrı eklenir. Böylece yüksek brüt satış tutarı veya kira/değer artışı içeren geniş FAVÖK tanımı, tek bir çarpanla ana işe mal edilmez. [A02]

Değer bileşeni	Milyon güncel TL
2026 Eylül–2031 medya nakitlerinin bugünkü değeri	2.119,0
Süreklilik değerinin bugünkü karşılığı	3.430,8
Medya faaliyet değeri	5.549,8
Faaliyet dışı nakit tahmini	569,5
Gayrimenkul: vergi ve değer indirimi sonrası	766,6
İlişkili ticari olmayan alacak: net	11,2
Geçmiş vergi ve diğer yükümlülükler	(131,1)
Toplam ekonomik değer	6.766,0
Pay başına ekonomik değer	58,48 TL

Güncel TL: açıklanan Ağustos fiyat düzeyi; Haziran–Ağustos katsayısı 1,03652752. Gayrimenkulü bu katsayıyla taşımak yeni ekspertiz anlamına gelmez. [K01; M05; A02]

Haziran sonu nakdinin tamamı değere eklenmez. Ağustos'taki 300 milyon TL dağıtım, Temmuz–Eylül faaliyet hareketleri ve nakit getirisi hesaba katıldığında toplam nakit yaklaşık **926,5 milyon TL tahmin edilir**. Bunun 357,1 milyon TL'si faaliyet rezervi, 569,5 milyon TL'si faaliyet dışı nakittir. 926,5 milyon TL açıklanmış Eylül banka bakiyesi değil, model tahminidir. [K01; K10; A02]

Gayrimenkul için ilgili ertelenmiş vergi ve %5 değer indirimi kullanılır. Medya nakit akımı kira gelirini içermez; aynı varlık iki kez değerlendirilmez. Şerefiye ayrıca eklenmez. Geçmiş vergi ve diğer yükümlülükler gelecekteki faaliyet vergisinin yerine değil, mevcut bilanço yükü olarak karşılanır. [A02]

Değer aralığının anlamı

Baz faaliyet beklentileri sabitken reel iskonto %14,11 ve uzun büyüme %1 alt sınırı; %10,61 ve %2 üst sınırı veriyor. **Makul ekonomik değer 5,76–7,95 milyar TL, pay başına 49,8–68,7 TL**. Faaliyetin de farklı geliştiği zayıf/güçlü senaryolar 27,0 ve 87,0 TL bugünkü değer üretir; bunlar ana aralığın yerine geçen olasılıksal güven aralıkları değildir. [A02]

Süreklilik değeri medya değerinin **%61,8'i**. Bu oran, uzun vadeli müşteri ve marj devamlılığının tali bir varsayım olmadığını gösterir. Değerin büyük kısmı yalnız gelecek iki bilanço döneminden gelmez; 6–12 aylık fiyat beklentisinin ekonomik değerden ayrı ele alınmasının nedeni de budur. [A02]

11. Küresel emsaller: benzer iş, farklı kazanç yapısı

Publicis, WPP ve Omnicom medya planlama, reklam hizmetleri ve veri destekli pazarlama işleri nedeniyle anlamlı emsallerdir. Dijital platform sahipleri veya reklam yüzeyi işleten şirketler aynı gelir ve sermaye döngüsüne sahip değildir. Bu üç şirket de PCILT'den daha büyük, coğrafi olarak daha yaygın ve farklı teknoloji/yaratıcı hizmet bileşimine sahiptir. [P01; P03; P06]

Publicis büyüme ve veri-teknoloji ölçeği bakımından üst kalite referansı; WPP müşteri kaybı ve daralmanın çarpıcı etkisini gösteren aşağı referans; Omnicom ise IPG birleşmesi nedeniyle kapsamın değiştiği bir entegrasyon örneğidir. Publicis'in bekleyen LiveRamp alımı ve Omnicom birleşme etkisi nedeniyle ileri tahminlerin kapsamı, geçmiş dönemlerden tamamen aynı kabul edilmez. [P01; P03; P06; P07; P12]

4 Eylül fiyatı / Haziran bilançosu	Publicis	WPP	Omnicom
Fiyat / para birimi	101,10 EUR	374,90 GBX ¹	82,62 USD
Pay adedi, milyon	249,721	1.078,525	281,000 ²
Piyasa değeri, yerel para milyon	25.246,8	4.043,4	23.216,2
Kiralama hariç cari firma değeri, milyon	26.461,8	6.978,4	29.882,0

¹ GBX: sterlinin yüzde biri; model fiyatı 3,749 GBP. ² Omnicom adedi fiyat akışının piyasa değeri/fiyatından türetilir. Publicis Haziran ekonomik payı, WPP sağlayıcı adedi kullanılır. Tarihsel ağırlıklı ortalama adet değildir. [P02; P08–P11]

Neden tek bir hazır FD/FAVÖK tablosu yeterli değil?

Firma değeri (FD), piyasa değerine net finansal borç eklenerek hesaplanır. Ana emsal karşılaştırmasında aynı 4 Eylül fiyatı ve son açıklanan Haziran borcu sabit tutulur. Veri sağlayıcının 2026 ve 2027 için kullandığı tahmini yıl sonu borcu ayrıca gösterilir. Böylece kazanç tahmini değişirken paydadaki borcun sessizce değişmesi önlenir. [P02; P03; P06; P08–P10]

Publicis ve WPP'nin şirket FAVÖK tanımları normleştirme içerir; kira muhasebesi nedeniyle kira amortismanı geri eklenir. Karşılaştırmada nakit kira ödemesi yeniden düşülür. WPP iştirak kazancı da çıkarılır. Omnicom'un ABD muhasebesinde faaliyet kiralari zaten giderdedir; ikinci kez kira düşülmez. Satın alma ve yeniden yapılanma etkileri ayrıca ayrılır. Sonuç **“kira ödemesi sonrası faaliyet kazancı”** olarak adlandırılır; PCILT'nin FAVÖK formülüyle aynı isim altında sunulmaz. [P02–P07]

Bu uyarılama mutlak eşitlik sağlamaz. İleri kira nakdi için eksiksiz konsensüs bulunmadığından son 12 aylık tutar sabit varsayılır. Azınlık paylarına ayrı piyasa değeri eklenmez; WPP'nin 186 milyon GBP azınlık defter değerinin tamamını eklemek, 2026 uyarlanmış çarpanını yaklaşık 0,15x yükseltir. Bu sınırlamalar ortak bir kesin hedef çarpan yerine aralık kullanımını gerektirir. [P02; P03; A02]

12. Güncel gerçekleşmiş ve ileri çarpanlar

Son 12 ay, 2025 tam yıl + 2026 ilk yarı – 2025 ilk yarı olarak hesaplanmıştır. Aşağıdaki ilk tablo şirketlerin açıkladığı kazanç tanımlarını korur. **Omnicom’un IPG sonrası cari yapısı ile son 12 aylık geçmiş kazanç kapsamı aynı değildir.** Bu şirkette geriye dönük yüksek çarpan tek başına pahalı olma kanıtı değildir. [P02–P07]

Cari FD ile hesaplanan oran	Publicis	WPP	Omnicom
FD / raporlanan faaliyet kârı – son 12 ay	10,84x	16,54x	26,64x
FD / şirket FAVÖK tanımı – son 12 ay	8,28x	4,07x	18,52x
FD / 2026 FAVÖK konsensüsü	7,92x	4,29x	6,45x
FD / 2027 FAVÖK konsensüsü	7,38x	4,24x	6,17x
Fiyat/kazanç – son 12 ay	15,57x	Anlamsız	59,50x
Fiyat/kazanç – 2026 sağlayıcı tahmini	14,42x	42,46x	9,57x
Fiyat/kazanç – 2027 sağlayıcı tahmini	13,28x	19,87x	8,25x

Gerçekleşmiş FAVÖK satırı şirket tarafından açıklanan tanımlardır. İleri satırlar bu tanımlara dayalı veri sağlayıcı konsensüsüdür; yönetim hedefi değildir. WPP son 12 ayda zarar açıklamıştır. [P02–P11]

WPP’de raporlanan kazanç tahminine göre 2026 fiyat/kazanç 42,46x iken, 28 Ağustos tarihli 13 analistli Vuma konsensüsündeki şirketin “headline” kazanç tanımıyla **7,07x**; 2027’de **6,68x**. Fark fiyatın değişmesi değil kazanç tanımıdır. Satın alma, değer düşüklüğü ve yeniden yapılanma giderleri nedeniyle ortak bir fiyat/kazanç medyanı hesaplanmıyor. [P03–P05; P09]

Nakit kira uyumuyla daha anlamlı karşılaştırma

FD / kira sonrası faaliyet kazancı	Son 12 ay	2026 T	2027 T
Publicis	9,61x	9,12x	8,42x
WPP	5,18x	5,51x	5,43x
Omnicom	7,97x ¹	6,45x	6,17x

¹ Omnicom ek gider düzeltmeleri uygulanmıştır; kapsam kırılması devam eder. İleri kira tutarı araştırma varsayımdır. Tablonun tamamı aynı cari firma değeri kullanır. [P02–P10; A02]

Veri sağlayıcı ekranlarında görülen 2026/2027 FD/FAVÖK sırasıyla Publicis’te **7,20x/6,41x**, WPP’de **4,23x/4,25x**, Omnicom’da **5,99x/5,54x**. Bunlar yukarıdaki uyarlanmış oranlar değildir: sağlayıcı gelecek yıl sonu net borcunu ve kendi sermaye kapsamını kullanır. Omnicom’da ayrıca piyasa değeri sağlayıcılar arasında yaklaşık %2,4 farklıdır. Farklar modelde ayrı satırlarda korunmuştur. [P08–P11]

PCILT’nin standart piyasa değeri, tahmini Eylül nakdi ve Haziran kiralama borcuyla FD/FAVÖK’ü son 12 ayda yaklaşık **3,75x**, 2026’da **3,38x**, 2027’de **3,16x**. Kira dışı gayrimenkul ve gerekli faaliyet nakdi de ayrılan medya işinin gelecek 12 ay çarpanı **2,89x**’tir. Bu son oran, fiyat beklentisinin esas aldığı faaliyet kapsamıdır. [K01; A02]

13. Tarihsel gözlemler ve makul çarpan

Düzenli, tanımı tutarlı bir aylık veya günlük tarihsel çarpan serisi elde edilmedi. Aşağıdaki sayılar **erişilen yıl sonu gözlemleridir**. Üç yıl sonunun medyanı, üç yıl boyunca oluşan işlem çarpanlarının medyanı veya dönem ortalaması değildir. [P08–P10]

FD / şirket FAVÖK tanımı	2023 sonu	2024 sonu	2025 sonu	Seçili gözlem medyanı
Publicis	7,08x	8,32x	6,84x	7,08x (3 gözlem)
WPP	4,73x	4,92x	3,33x ¹	4,73x (3 gözlem)
Omnicom	7,51x	7,19x	9,65x ²	7,35x (2 gözlem)

¹ WPP 2025 gözleminde sağlayıcının boş net borç satırı yerine resmî yıl sonu 2.167 milyon GBP net borç kullanıldı: $(3.641 + 2.167) / 1.746 = 3,33x$. ² Omnicom 2025 IPG kapsam kırılması nedeniyle medyana alınmadı. [P03; P04; P08–P10]

Fiyat/kazanç yıl sonu gözlemleri Publicis için 16,2x, 15,7x, 13,6x; üç gözlemin medyanı 15,7x. Omnicom 2023 ve 2024 için 12,5x ve 11,5x, medyan 12,0x; 2025 zarar nedeniyle anlamlı değil. WPP’de 2023’ün 74,6x oranı olağan dışı düşük kâr, 2025 ise zarar içeriyor; ekonomik bir dönem medyanı üretmek yerine bu kırılmalar gösteriliyor. [P08–P10]

PCILT için gerekçeli 4–6x neyi ifade ediyor?

Gelecek 12 aylık **FAVÖK eksi nakit kira** için 4–6x faaliyet çarpanı makul bir kontrol aralığıdır. Bu oran emsal medyanından kopyalanmış değildir. Yaklaşık %50–60 sürdürülebilir vergi ve yeniden yatırım sonrası nakit dönüşümü, %12–15 reel gerekli getiri ve %1–2 reel büyüme aralığı birlikte düşünüldüğünde benzer mertebede bir nakit kapitalizasyonu verir. [A02]

Alt uçta Türkiye ve küçük şirket riski, dar hizmet tabanı, müşteri yoğunlaşmasının bilinmemesi ve tahsilat oynaklığı ağır basar. Üst uç, son marj iyileşmesinin korunması ve yeni işlerin nakde dönüşmesiyle gerekçelenir. Publicis’in teknoloji ve coğrafi ölçek primi PCILT’ye doğrudan aktarılmaz; WPP’nin daralma çarpanı da PCILT’nin bugünkü büyüme sinyaline otomatik uygulanmaz. [K01; K04; P01; P03; çıkarım]

Bu kontrol bugünkü TL ile **39,1–53,4 TL/pay** sonuç verir. İNA’nın 58,5 TL merkezinden düşüktür. Nedeni İNA’nın ilerleyen yıllarda artan nakit dönüşümünü ve faaliyet devamlılığını değerlemesi; çarpan kontrolünün yakın dönem kazancı üzerinde daha ihtiyatlı kalmasıdır. İki sonuç gerekçesiz ortalanmıyor: **bugünkü ekonomik değer için İNA, 6–12 aylık fiyatlama için daha düşük kısmi çarpan yakınsaması** esas alınıyor. [A02]

İNA’nın aynı kira sonrası ileri kazanca karşılığı yaklaşık **6,72x**. Bu, makul çarpan kontrolünün üstünde olduğundan yüksek ekonomik değer gerçekleşmesi için gereken uzun vadeli süreklilik şartı açıkça görünür. Yakın dönem fiyat görüşü, piyasanın 6,72x’i hemen ödemesini gerektirmiyor. [A02]

14. Mevcut fiyatın varsayımı ve karşı tez

31,14 TL fiyat ve ekonomik pay adedi 3.602,9 milyon TL piyasa değeri verir. Net faaliyet dışı varlıklar 1.216,2 milyon TL ayrıldığında **medya işine kalan değer 2.386,7 milyon TL**. Baz İNA'nın medya değeri 5.549,8 milyon TL. Aradaki farkın tamamını yalnız muhasebe kârındaki bir çeyreklik düşüşle açıklamak güçtür. [A02]

Ters değerlendirme: tek fiyatın iki ayrı açıklaması

Baz iskonto ve varlıklar aynı kalırsa, bütün gelecekteki medya serbest nakitlerinin yaklaşık **%57 daha düşük** olması mevcut fiyatla eşdeğer sonuç verir. Nakitler aynı kalırsa fiyatı açıklayan reel iskonto yaklaşık **%25,4**; baz oran %12,1'dir. Bunlar iki alternatif matematikseldir, aynı anda uygulanmaz ve piyasanın gerçekten hangi senaryoyu beklediğini kanıtlamaz. [A02]

Yakın dönem nakitlerinin tamamı korunup fark yalnız sürekliliğe yüklenirse, piyasa değerinde çok küçük bir terminal katkı kalır. Bu da fiyatın açıklamasının büyüme kadar **kazanç devamlılığına duyulan güven** olabileceğini gösterir. İNA'yı tek başına "kesin ucuzluk" saymak yerine, marj ve tahsilat kanıtının değerini artırır. [A02]

En güçlü alternatif: düşük çarpan hak edilmiş olabilir

Karşı tez şudur: medya satın alma standartlaştıkça platformlar ve müşterinin kendi ekipleri ajansın kazancını alır; hacim komisyonları baskılanır; büyüme düşük marjlı işlerle sağlanır. Büyük müşterilerin kaybı veya vade uzaması, düşük fiziksel yatırım ihtiyacına rağmen serbest nakdi azaltır. Kontrolün yoğunluğu ve düşük açıklama seviyesi de nakdin azınlık yatırımcıya ulaşacağına ilişkin güveni sınırlar. [K09; S21; çıkarım]

Bu tezin gerçek dayanakları var. PCILT'de 2025 brüt marjının düşmesi, 2026 ikinci çeyrek nakdinin çok zayıf kalması ve WPP'nin ilk yarı daralması, hizmetlerin fiyatlama gücü ile nakit kalitesinin risksiz olmadığını gösterir. Emsallerin "serbest nakit" tanımları da dikkat ister: Omnicom'un ilk yarıda açıkladığı olumlu serbest nakit göstergesi işletme sermayesi hareketi öncesidir; raporlanan işletme nakit akışı negatif olabilir. Aynı isimdeki göstergeleri doğrudan karşılaştırmak yanıltır. [K01; K02; K03; P03; P06]

Mevcut kanıt yine de genel çöküşten çok şirketler arası ayrışmayı destekliyor. PCILT son çeyrekte satış düşerken brüt kârını artırdı, yeni müşteri ilişkileri devam etti ve borç krizi baskısı taşıyor. Publicis ve Omnicom'daki pozitif organik gelişim de reklam ajansı işinin topluca kaybolduğu görüşüne karşı kanıt. Bu bulgular kalıcı yüksek büyümeyi ispatlamaz; fiyatın ima ettiği çok ağır kalıcılık indirimini ana senaryo yapmak için mevcut verinin yeterli olmadığını gösterir. [K01; K04; P01; P06; çıkarım]

Yatırım görüşünün piyasadan ayrıldığı yer burasıdır: **daha yüksek yakın dönem ciro değil, kısmen toparlanan marjın ve makul nakit üretiminin korunabileceği** beklentisi. Bu beklenti bozulursa düşük çarpan tek başına koruma sağlamaz. [A02]

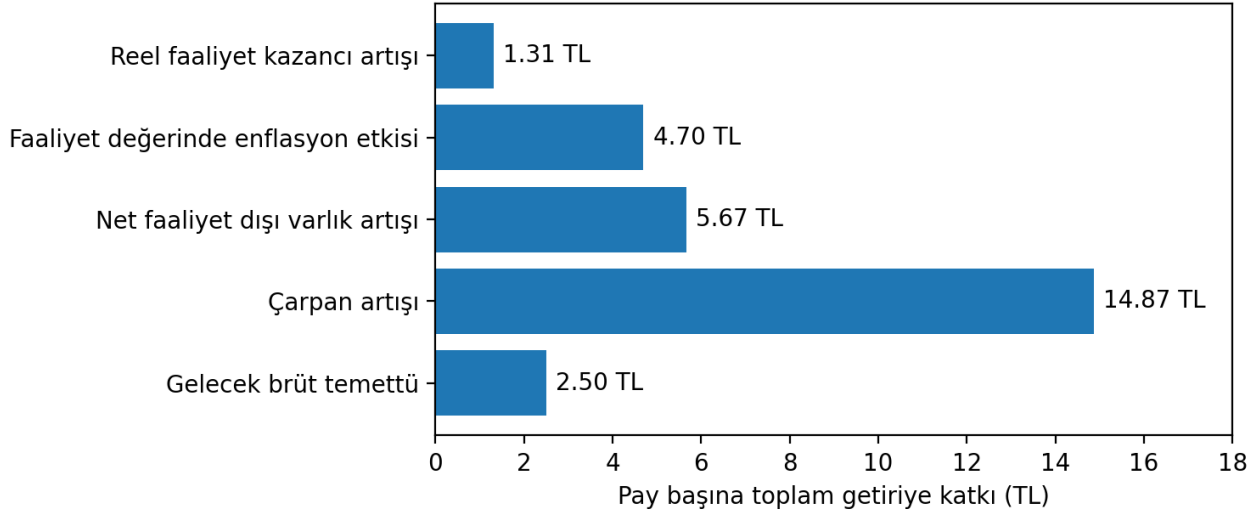
15. 6–12 aylık fiyat beklentisi ve getirinin kaynağı

Bugünkü 58,5 TL ekonomik değer bir borsa zamanlama hedefi değildir. Fiyat beklentisi, ufuk tarihindeki ileri faaliyet kazancına uygulanan çarpan ve o tarihteki faaliyet dışı net varlıklardan oluşur. Altı ay için 4,0x, 12 ay için 4,5x kira sonrası kazanç çarpanı varsayılıyor; bugünkü 2,89x'in üzerinde, İNA eşdeğeri 6,72x'in altında. [A02]

Baz görünüm	6 ay: 06.03.2027	12 ay: 06.09.2027
Nominal fiyat beklentisi	46,82 TL	57,69 TL
Fiyat getirisi	%50,4	%85,3
Gelecek brüt temettü varsayımı	—	2,50 TL
Brüt toplam getiri	%50,4	%93,3
Reel toplam getiri	%36,9	%59,2
Çarpan değişmezse fiyat	37,78 TL	42,82 TL
Çarpan değişmezse toplam getiri	%21,3	%45,5

Reel getiri, model ufuk enflasyonu %9,85 / %21,41 ile hesaplanır. Yıllık patikadan türeyen bu oranlar, Ağustos anketinin 12 ay beklentisi %23,69 ile aynı tarih/kapsam değildir. [M04; A02]

12 aylık baz toplam kazancın yaklaşık yarısı çarpan artışından



Şekil 3. Başlangıç 31,14 TL; 12 ay fiyatı 57,69 TL + 2,50 TL brüt temettü = 60,19 TL toplam karşılık. Faaliyet dışı varlık artışı gelecekteki temettü düşüldükten sonradır. [A02]

Getirinin yaklaşık 14,87 TL'si çarpan artışından, 14,18 TL'si reel faaliyet artışı, enflasyon etkisi, net varlık birikimi ve brüt temettüden gelir. Çarpan hiç yükselmezse de baz faaliyetlerle nominal toplam getiri %45,5, reel getiri %19,9'dur. Ancak bu satır hâlâ kârın ve nakit üretiminin gerçekleşmesini gerektirir; faaliyet bozulmasını örtmez. [A02]

2,50 TL gelecekteki brüt temettü araştırma varsayımıdır, ilan edilmiş ödeme değildir. Ödenirse nakit fiyat değerinden düşülür, toplam getiride eklenir; iki kez kazanç yaratmaz. Ağustos 2026'da ödenmiş temettü bugün alan yatırımcı için gelecekteki getiri değildir. [K10; A02]

16. Sonucu değiştiren koşullar ve yatırım disiplini

12 aylık senaryo	Fiyat	Brüt temettü	Toplam getiri
Zayıf faaliyet / 2,5x çarpan	27,94 TL	—	%-10,3
Baz faaliyet / 4,5x çarpan	57,69 TL	2,50 TL	%93,3
Güçlü faaliyet / 6,0x çarpan	84,07 TL	3,00 TL	%179,6
Baz faaliyet / çarpan sabit	42,82 TL	2,50 TL	%45,5
Ağır bozulma / 2,0x + ek varlık kaybı	23,26 TL	—	%-25,3

Zayıf/güçlü faaliyet senaryoları ekonomik modeldeki senaryolardır. Ağır bozulmada ek 150 milyon TL nominal varlık kaybı varsayılır. Baz sonuç olasılık ağırlıklı ortalama değildir. [A02]

Zayıf senaryoda 2027 reel satış büyümesi sıfır, brüt marj yaklaşık %7, işletme sermayesi/satış %4,5; güçlü senaryoda reel büyüme %12, brüt marj yaklaşık %8, işletme sermayesi %2,5 ve daha yüksek yatırım harcaması vardır. Güçlü senaryo büyümenin bedelsiz olduğu varsayımıyla kurulmaz. [A02]

En önemli değer hassasiyetleri

Baz İNA'da 2027'den itibaren kalıcı **0,5 yüzde puan brüt marj kaybı yaklaşık 554 milyon TL**, tahsilatın kalıcı **beş gün uzaması 442 milyon TL**, nakit vergi oranının **beş puan artması 413 milyon TL** değer azaltır. Resmî kurum alacağının %25'inin kaybı yaklaşık 62,5 milyon TL'dir. Dolayısıyla kalıcı marj ve vade koşulları, tek bir alacaktır kısmi kayıptan çok daha önemlidir. [A02]

Tezi bozacak kanıt

Marj ve müşteri tabanı: birbirini izleyen karşılaştırılabilir dönemlerde reel brüt kâr/FAVÖK düşüşü ve brüt marjın %7'nin altında kalıcılığı; büyük müşteri kaybı veya hacim komisyon koşullarının belirgin kötüleşmesi. Bunlar büyüme tezinin değil doğrudan kazanç kalıcılığının bozulmasıdır. [A02]

Nakit ve sermaye kullanımı: yıl geneline yayılan düşük nakit dönüşümü, işletme sermayesinin satışların %4,5'ini aşarak kalıcı kaynak bağlaması, tahsilatın tedarikçi vadeleriyle karşılanmadan uzaması veya faaliyet dışı nakdin düşük getirili/ilişkili yatırımlara aktarılması. Tek bir mevsimsel çeyrek değil, bilanço ve takip eden tahsilat birlikte değerlendirilmelidir. [A02]

Fiyatlandırma koşulları: ülke riskinde ve reel gerekli getiride kalıcı artış, olumlu faaliyet gerçekleşse bile ekonomik değeri ve çarpan yakınsamasını düşürebilir. %25,4 örtük reel iskonto yüksek bir koruma payına işaret eder; fakat bunun değişmez bir taban olduğu varsayılmaz. [A02]

Son hüküm

31,14 TL'de PCILT lehine risk-getiri dengesi bulunuyor. Tercih edilen tez, güçlü bilanço üzerinde yeni müşteri katkısının brüt kâra ve nakde geçmesidir. İzlenecek esas göstergeler ciro büyüklüğü veya şirketin geniş FAVÖK tanımı değil, brüt kazanç, tahsilat ve dağıtılabilir nakittir. Bugünkü ekonomik değer 58,5 TL; 6–12 aylık fiyat beklentisi 46,8–57,7 TL. Ekonomik değer ile fiyat beklentisinin ayrılması, bu yatırımın ana disiplini. [A02]

Kaynaklar ve hesap kapsamı

Rapor ve piyasa verisi erişim tarihi 6 Eylül 2026'dır. Finansal gerçekleştirmelerin belge tarihleri aşağıdadır. K kodları şirket/Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), M kodları piyasa ve makro, P kodları emsal, S kodları sektör/mevzuat, A02 ise araştırma varsayımı ve model hesabını gösterir. Tahminler yönetim taahhüdü olarak sunulmaz.

Kaynaklardaki satın alma gücü tarihi finansal tablonun parçasıdır. Yıllık ve ara dönem gerçekleştirmeleri aynı fiyat düzeyine taşınmadan toplanmaz. Son 12 aylık emsal verileri şirket raporlarından; ileri kârlar veri sağlayıcı konsensüsünden alınır. Emsal konsensüsünün tam güncelleme saati bazı sağlayıcılarda açıklanmamıştır. İnternet bağlantıları zaman içinde güncellenebilir; veri tarihleri bu nedenle ayrıca belirtilmiştir.

[K01] [PCILT 2026/6 konsolide finansal tablolar](#) — Belge/yayın: 19.08.2026. Veri: 30.06.2026. PDF 4–8, 28–43; dipnot 3–23; gerçekleştirmeler ve sermaye.

[K02] [PCILT 2025 yıllık konsolide finansal tablolar](#) — Belge/yayın: 11.03.2026. Veri: 31.12.2025. PDF 7–11, 38–46; TMS 29 satın alma gücü Aralık 2025.

[K03] [PCILT 2026/3 konsolide finansal tablolar](#) — Belge/yayın: 18.05.2026. Veri: 31.03.2026. PDF 3–7, dipnot 2; çeyreklik nakit ve amortisman.

[K04] [PCILT 2026/6 faaliyet raporu](#) — Belge/yayın: 19.08.2026. Veri: 30.06.2026. PDF 7, 16–20; müşteri kazanımları, temettü, geri alınan paylar.

[K05] [PCILT 2025 faaliyet raporu](#) — Belge/yayın: 11.03.2026. Veri: 31.12.2025. 2025 müşteri anlaşmaları, yönetim ve grup kapsamı.

[K06] [PCILT 2025/9 finansal tablolar](#) — Belge/yayın: 2025. Veri: 30.09.2025. PDF 5–7; mevsimsellik ve 2025 ikinci yarı.

[K07] [PCILT 2025/6 finansal tablolar](#) — Belge/yayın: 12.09.2025. Veri: 30.06.2025. PDF 6–8; karşılaştırmalı dönem.

[K08] [PCILT yatırımcı sunumu](#) — Belge/yayın: Ağustos 2026. Veri: 2026/6. Gelir kaynakları; yönetim açıklaması, sayısal kâr taahhüdü değil.

[K09] [PCILT genel kurul sorularına yanıt](#) — Belge/yayın: 24.10.2024. Veri: 2024. Gelir kırılımı ve hacim komisyonu açıklama sınırı.

[K10] [PCILT kâr payı bildirimi](#) — Belge/yayın: 05.08.2026 18:08. Veri: 10–12.08.2026. Sermaye 118.350.000; brüt pay başı 2,5348542 TL; toplam 300 milyon TL.

[M01] [İş Yatırım PCILT şirket kartı](#) — Belge/yayın: Erişim 06.09.2026. Veri: 04.09.2026 kapanış. 31,14 TL; piyasa değeri 3.685,4 milyon TL; eski bilanço net nakdiyle rasyolar.

[M02] [Bulls Yatırım PCILT fiyat verisi](#) — Belge/yayın: Erişim 06.09.2026. Veri: 04.09.2026 kapanış. 31,14 TL; 2.573.126 lot; 80.148.319,20 TL hacim.

[M03] [Matriks üzerinden TCMB gösterge kurları](#) — Belge/yayın: 04.09.2026 15:30. Veri: 04.09.2026. USD 48,2326/48,3195; EUR 56,0571/56,1581; GBP 65,1605/65,5002.

[M04] [TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi](#) — Belge/yayın: 14.08.2026. Veri: Ağustos 2026. Sayfa 6; enflasyon ve kur beklentileri. TCMB kendi tahmini değil.

[M05] [TCMB tüketici fiyatları](#) — Belge/yayın: 03.09.2026. Veri: Ağustos 2026. Temmuz %1,78 ve Ağustos %1,84; endeks dönüşümü.

[M06] [Federal Reserve H.15](#) — Belge/yayın: 04.09.2026. Veri: 03.09.2026. 10 yıl nominal %4,77; reel %2,42.

[M07] [Damodaran ülke risk güncellemesi](#) — Belge/yayın: 15.07.2026. Veri: Temmuz 2026. Olgun piyasa risk primi %4,20; ABD farkı %0,22; ülke katsayısı 1,55.

[M08] [Damodaran sektör betaları](#) — Belge/yayın: Ocak 2026. Veri: Ocak 2026. Reklam sektörünün nakit etkisinden arındırılmış kaldıraçsız betası 1,01.

[M09] [İş Bankası Piyasa Günlüğü](#) — Belge/yayın: 04.09.2026. Veri: 03.09.2026. Türkiye CDS 219 baz puan; 10 yıl TL tahvil %34,26.

[M10] [TCMB Para Politikası Kurulu özeti](#) — Belge/yayın: 30.07.2026. Veri: 23.07.2026. Politika faizi %37; talep görünümü.

[S21] [IAB Europe AdEx Benchmark 2025](#) — Belge/yayın: Temmuz 2026. Veri: 2025. Sayfa 20: Türkiye dijital reklam %37 nominal; raporda %1,6 reel.

[S22] [GİB Kurumlar Vergisi Kanunu](#) — Belge/yayın: Erişim 06.09.2026. Veri: Yürürlük. Madde 32; %25 genel oran ve halka arz indirimi.

[S23] [ISO vergi enflasyon düzeltmesi duyurusu](#) — Belge/yayın: 25.12.2025. Veri: 2025–2027. VUK geçici 37; kanun bağlantısını içerir.

[P01] [Publicis 2026 ilk yarı sonuçları](#) — Belge/yayın: 16.07.2026. Veri: 30.06.2026. Organik büyüme ve yıllık beklentiler.

[P02] [Publicis H1 2026 mali tabloları](#) — Belge/yayın: 16.07.2026. Veri: 2025 FY / 2025 H1 / 2026 H1. PDF 12–14; gelir tablosu, net borç, kira ödemeleri.

[P03] [WPP 2026 ara dönem sonuçları](#) — Belge/yayın: 06.08.2026. Veri: 30.06.2026. PDF 1, 24, 35, 38; faaliyet, normalizasyon, borç ve nakit.

[P04] [WPP 2025 faaliyet raporu / SEC](#) — Belge/yayın: 19.03.2026. Veri: 31.12.2025. Rapor sayfa 180–182; raporlanan ve headline kâr mutabakatı.

[P05] [WPP / Vuma kamuya açık konsensüs](#) — Belge/yayın: 28.08.2026. Veri: 2026–2028 tahmin. 13 analistin basit ortalaması; WPP tarafından onaylanmış hedef değildir.

[P06] [Omnicom ikinci çeyrek 2026 sunumu](#) — Belge/yayın: 28.07.2026. Veri: 30.06.2026. PDF 3–6, 12, 17–21; IPG kapsamı, borç, raporlanan/adjusted kazanç.

[P07] [Omnicom 2025 sonuç bildirimi](#) — Belge/yayın: 18.02.2026. Veri: 31.12.2025. 26.11.2025 IPG kapanışı, raporlanan ve adjusted 2025 kazancı.

[P08] [MarketScreener Publicis değerlendirme](#) — Belge/yayın: Erişim 06.09.2026. Veri: 04.09.2026 fiyatı / 2026–2027 konsensüs. Fiyat 101,10 EUR; 2023–2025 yıl sonu gözlemleri ve 2026–2027 kâr tahmini.

[P09] [MarketScreener WPP değerlendirme](#) — Belge/yayın: Erişim 06.09.2026. Veri: 04.09.2026 fiyatı / 2026–2027 konsensüs. 374,90 GBX; 2025 net borç eksikliği bulunan FD/FAVÖK gözlemi doğrudan kullanılmadı.

[P10] [MarketScreener Omnicom değerlendirme](#) — Belge/yayın: Erişim 06.09.2026. Veri: 04.09.2026 fiyatı / 2026–2027 konsensüs. 2023–2025 yıl sonu gözlemleri; 2026–2027 kâr tahmini; pay sayısı başka akıştan farklı.

[P11] [Omnicom piyasa veri akışı](#) — Belge/yayın: 04.09.2026 23:15 UTC. Veri: 04.09.2026. Finans fiyat aracı gözlemi 82,62 USD; piyasa değeri 23.216,22 milyon USD. URL yalnız menkul kıymet kimlik bağlantısıdır; araç yanıtının kendisi model girdisidir.

[P12] [Publicis LiveRamp satın alma duyurusu](#) — Belge/yayın: 18.05.2026. Veri: Bekleyen işlem. Yaklaşık 2,167 milyar USD firma değeri; tamamlanmamış işlem cari Haziran borcuna eklenmedi.

[A02] Araştırma tahminleri ve hesaplar — 6 Eylül 2026. Excel'de Gerçekleşmeler, Makro, Varsayımlar ve üç faaliyet senaryosu gerçekleşme/tahmin ayrımını; Piyasa, Emsal_Girdileri, Emsal_Tarihce, Ufuk_Baz/Ufuk_Zayıf/Ufuk_Güçlü, Getiri ve Ters_Degerleme fiyat ve emsal bağlantılarını gösterir. Kaynaklı girdiler hücre yorumları ve İzlenebilir_Kaynaklar sekmesinden izlenebilir.

Rapor şirketin ekonomik durumuna ilişkin araştırma görüşüdür; belirli bir yatırımcının portföy büyüklüğü, likidite ihtiyacı veya vergi durumuna göre hazırlanmış kişisel yatırım danışmanlığı değildir.