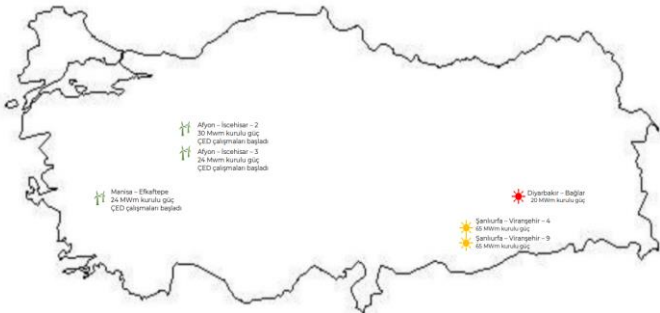


**Stratejik sektörlerle çeşitlendirilmiş iş modeli...**

- Graintürk Holding <GRTHO TI> yönetimiyle İstanbul, Levent'teki ofisinde şirketin mevcut operasyonları ve gelecek planlarını dinlemek amacıyla bir ziyaret gerçekleştirdik.
- Graintürk Holding, 2014 yılında İstanbul'da kurulmuştur. Genel merkezi İstanbul olmak üzere, Hatay, Kırıkhan'da kurulu ofis ve tesisleriyle toplam 115 çalışanı bulunmaktadır. Şirket, buğday, mısır ve pamuk başta olmak üzere tarım ürünlerinin alım satımı ve pamuğun işleme ve ticareti ile iştigal etmekte olup, bağlı ortaklığı Grain Lidaş (Hatay) aracılığıyla da bölgelerdeki tarımsal ürünlerin lisanslı depoculuk şartlarına uygun olarak depolanmasına yönelik hizmetler vermektedir. Şirket, Eylül 2024'te esas sözleşme değişikliğini tescil etmiş olup ünvanı ve ana faaliyet konusu değişerek Graintürk Holding olmuştur. Şirket, holdinge dönüşerek faaliyet alanlarını genişletmeyi ve yeni yatırımlarla sürdürülebilir büyüme yolunda önemli adımlar atmayı hedefliyor.



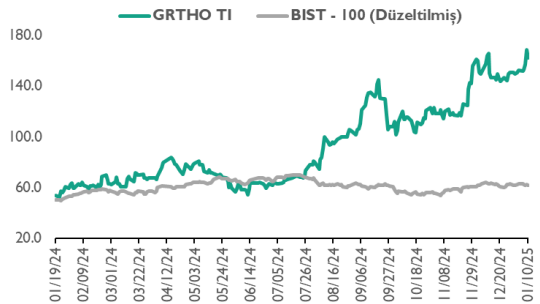
- Enerji yatırımları (GES) IÇ25'te devreye alınıyor.** Graintürk Holding, halka arzdan elde edilecek fonun %40 ila %45'inin yeşil enerji yatırımlarında kullanmayı planlamaktaydı. Yeşil enerji yatırımını gerçekleştirmek ve faaliyet alanını çeşitlendirmek amacıyla şirket, Ral Yatırım Holding'e ait Ral Yatırım Enerji'nin %49'unu 153,3 milyon TL'ye satın aldı. Şirket'in bu strateji doğrultusunda, 130MW'e lisansı ve ÇED olumlu raporu almış 2 GES projesi, 78 MW'e ön lisansı almış 3 RES projesi, 156 MW'e ön lisansı alınmış depolama tesisi, 20 MW'e başvuru süreci devam eden 1 GES projesi, 20 MW'e başvuru süreci devam eden depolama tesisiyle 6 projede toplam 326 MW'e kurulu güç ve 250 milyon dolar yatırım planlanıyor. Şirket, 24 Aralık tarihinde Viranşehir'de bulunan 4 ve 9 numaralı GES projeleri için Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) 30 yıllık 130 MWm/130 MW'e elektrik üretim lisans belgesi aldı. Yaklaşık 2 milyon m<sup>2</sup>'lik bir alana kurulan ve tamamlandığında yüzölçümüne göre Türkiye'nin dördüncü büyük Güneş Enerjisi Santrali olacak bu projenin 2025 yılının ilk çeyreğinde üretime geçmesi planlanıyor. Rüzgar Enerji Santralleri (RES) Afyon – Manisa bölgesinde olup 2026 itibarıyla tamamlanması bekleniyor.



| Piyasa Bilgileri           | GRTHO TI |
|----------------------------|----------|
| Kapanış (TL/hisse)         | 162.50   |
| Kapanış (USD/hisse)        | 4.60     |
| Piyasa Değeri (milyon TL)  | 20,313   |
| Piyasa Değeri (milyon USD) | 575      |
| Firma Değeri (milyon TL)   | 20,534   |
| Sermaye (milyon TL)        | 125      |
| Halka Açıklık Oranı (%)    | 27.00    |

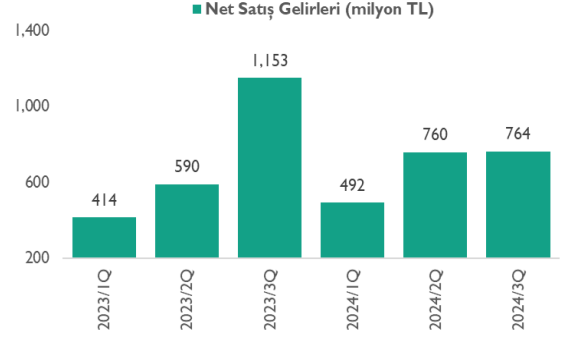
| Piyasa Çarpanları             |       |
|-------------------------------|-------|
| Fiyat / Kazanç                | 18.36 |
| Piyasa Değeri / Defter Değeri | 4.91  |
| Firma Değeri / FAVÖK          | 24.07 |
| Firma Değeri / Net Satış      | 7.02  |
| Net Borç/ FAVÖK (x)           | 0.06  |
| Hisse Başı Kar (Yıllık)       | 8.9   |
| Özsermaye Karlılığı           | 33.42 |

| Performans (%)       | Nom. Get. | Rel. Get. |
|----------------------|-----------|-----------|
| Son 1 Hafta          | 6.56      | 8.33      |
| Son 1 Ay             | -0.89     | 1.00      |
| Son 3 Ay             | 40.85     | 27.40     |
| Son 6 Ay             | 146.49    | 167.20    |
| Son 1 Yıl            | 242.06    | 171.77    |
| Yıl Başından Bu Yana | 8.70      | 7.82      |

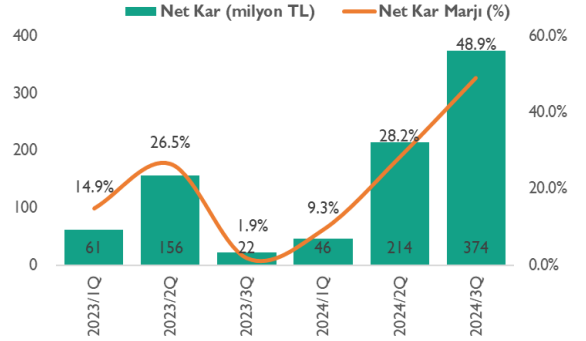

**Analist**
**Muhammet Çakmak**
**muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr**


## Graintürk Holding Şirket Ziyaret Raporu

- **Güçlü varlık portföyü.** Graintürk Holding, iş modelini çeşitlendirmek ve konsolide finansal yapısını güçlendirmek amacıyla Hatay ve Bursa'da yatırım amaçlı gayrimenkul yatırımları bulunmaktadır. Şirket, bağlı ortaklığı Özova Tarım ile Hatay İskenderun'da hayata geçirdiği New Tower iş ve yaşam kulesi projesi 3Ç24'te tamamlanmış olup, satış süreci başlamıştır. New Tower projesinden 2,2 milyar TL gelir hedeflenirken, %50 hasılat paylaşımlı projeden Graintürk Holding'in payına 2025 yılında 1,1 milyar TL düşmesi bekleniyor. Şirket ayrıca Bursa'nın prestij projelerinden biri olan Down Town Yaşam ve Eğlence Merkezi'nden 46 bağımsız bölüm satın almıştır.

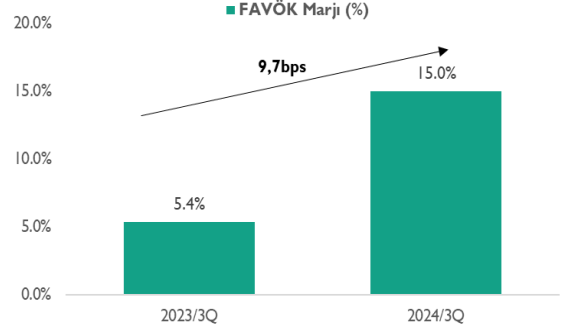


- **Tarımsal emtia ve depoculuk faaliyetinde geçmişten gelen tecrübe.** 1987 yılında kurulan Özova, Amik Ovası'nda bulunan fabrika ve tesislerinde buğday, mısır, pamuk ve diğer tarımsal ürünlerin alımını yapmakta, üretilen pamuğun çırçır ve preslenmesi hizmetlerini vermektedir. Özova'nın 155 bin ton lisanslı ve 105 bin ton serbest, toplam 260 bin ton depolama kapasitesi mevcuttur. Özova'nın Hatay Kırıkhan'da yer alan ve günlük toplam 5 bin ton mısır kurutma kapasitesine sahip tesisi, Türkiye'nin en büyük mısır kurutma tesislerinden biridir. Şirket'in ana ortaklarından Murat İçcan, 1987 yılından beri tarımsal emtia ticareti ve depolama faaliyetleriyle uğraşmaktadır. Hatay bölgesinde çiftçilerle kurulan ilişkiler sayesinde şirketin bölgedeki ürün ticaretinde eli oldukça güçlüdür. Yaklaşık 1.000 çiftçiyle uzun yıllardır çalışıldığını hatırlatmak isteriz. Graintürk Holding, iş modelini çeşitlendirmeye devam ederken, ana faaliyetinin depoculuk ve tarımsal emtia ticareti olduğunu ve bu payın %50 seviyesinde konsolide olmasını bekliyor. Öte yandan, Graintürk Holding'in tek pay sahibi olduğu bağlı ortaklığı Özova Tarım'ın 2025 yılında halka arz edilmesi planlanmaktadır. Elde edilmesi planlanan gelirin, şirketin ana faaliyeti olan tarım alanında değerlendirilmesi hedefleniyor.



## Graintürk Holding Şirket Ziyaret Raporu

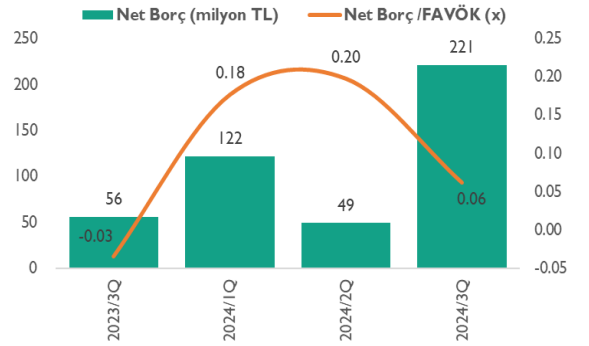
- **2 milyon ton çimento üretim hedefi.** Graintürk Holding, büyüme stratejisi doğrultusunda, Hatay'da çimento üretim tesisi olarak faaliyet gösterecek, toplam 50 milyon TL sermayeli HÇS Hatay Çimento ticaret unvanlı bir şirketin kurulmasına ve HÇS Hatay Çimento'nun sermayesinde %50 oranında pay sahibi olmasına karar verdi. Hatay Çimento'nun %50 oranındaki diğer pay sahibi, bölgede tekstil sektöründe faaliyet gösteren Şirikçioğlu Mensucat'tır. 176 bin m2 alana planlanan tesis, yaklaşık 1 milyon m2 (kalker, kalsit, dolomit v.b) maden işletme ruhsatına sahiptir. Günlük 6 bin ton çimento üretim kapasitesiyle yılın 330 günü faaliyet göstermesi planlanan tesisin 1,65 milyon ton klinker üretimi ve yaklaşık 2 milyon ton yıllık çimento üretimi gerçekleştirmesi hedefleniyor. Yaklaşık 200 milyon dolar tutarında yatırımın gerçekleşmesi planlanan tesisin 2027 yılında şirket finansallarına olumlu etkilerinin görülmesi bekleniyor. Hatay Çimento'nun, deprem bölgesi ve limana yakınlığı, hem de Orta Doğu yeniden yapılanırken (Suriye, Irak ve Lübnan), 2 milyon ton çimento üretiminin finansal performansla olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. Öte yandan, Graintürk Holding'in bölgede tanınan ve halkla yakın ilişkisi sayesinde HCS Hatay Çimento'nun ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.



- **Potansiyel sektör "savunma".** Graintürk Holding, 2024 yılında Ral Yatırım Holding ile Savunma Sanayi Teknolojileri ve Siber Güvenlik alanlarında faaliyet gösterecek 50 milyon TL sermayeli Heguard Savunmayı kurdu. Şirket'in Hatay Kırıkhan'da 76 dönümlük arazisi, Roketsan Endüstri Bölgesi olarak Mart 2024'te ilan edilen alana yakın konumdadır. Roketsan Endüstri Bölgesi'nin 43,67 hektarlık alana kurulması planlanıyor. Graintürk Holding'in Heguard Savunma ve Siber Güvenlik Teknolojileriyle Roketsan ile ortak girişimde bulunması hedefleniyor. Roketsan Endüstri Bölgesinin tamamlanmasıyla Graintürk Holding'in savunma sektöründeki potansiyel gelişmelerden olumlu yönde yararlanmasını ve finansal performans üzerinde olumlu etkilerin görülebileceğini düşünüyoruz.

- **Özetle;** Graintürk Holding, tarım sektöründeki faaliyetlerinin yanı sıra enerji, savunma sanayi, gayrimenkul ve çimento gibi stratejik sektörlerdeki çeşitlendirilmiş iş modeliyle dikkat çekiyor. Şirket'in 2025 yılında planladığı Özova halka arzı, İÇ25'te GES ve 2026'ta RES faaliyetlerinin gelir etkisi, güçlü yatırım portföyünden gelebilecek güçlü nakit akışı, Hatay Çimento ile Orta Doğu'nun yeniden yapılandırılmasında etkin rol alma imkanı, Roketsan Endüstri Bölgesi'ne yakın konumu sayesinde savunma sanayi sektöründe önemli büyüme potansiyeli ve düşük borç yapısıyla önümüzdeki süreçte ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz. Ancak, enerji projelerindeki gecikmeler, tarımsal ürün fiyatlarındaki dalgalanmalar ve yatırım süreçlerinin uzaması şirkete yönelik risk unsurları olarak karşımıza çıkıyor.

- **Şirket hisseleri son bir yıllık süreçte BIST 100 endeksinin %171,77 üzerinde performans göstermiştir. Şirket, son 12 aylık verilere göre 18,36x F/K ve 24,07x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**



## Özet Finansal Görünüm

| Gelir Tablosu (milyon TL)     | 3Ç24       | 3Ç23         | y/y (%)      | 2Ç24       | ç/ç (%)    | 9A24         | 9A23         | y/y (%)    |
|-------------------------------|------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Net Satışlar</b>           | <b>764</b> | <b>1,153</b> | <b>-34</b>   | <b>760</b> | <b>1</b>   | <b>2,083</b> | <b>2,246</b> | <b>-7</b>  |
| Satışların Maliyeti (-)       | 620        | 1,080        | -43          | 556        | 11         | 1,578        | 2,061        | -23        |
| <b>Brüt Kar/Zarar</b>         | <b>144</b> | <b>72</b>    | <b>100</b>   | <b>203</b> | <b>-29</b> | <b>505</b>   | <b>185</b>   | <b>174</b> |
| Faaliyet Giderleri (-)        | 55         | 36           | 55           | 16         | 254        | 109          | 92           | 19         |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>     | <b>89</b>  | <b>36</b>    | <b>144</b>   | <b>188</b> | <b>-53</b> | <b>396</b>   | <b>93</b>    | <b>326</b> |
| Amortisman                    | 26         | 25           | 2            | 4          | 508        | 39           | 34           | 16         |
| <b>FAVÖK</b>                  | <b>115</b> | <b>62</b>    | <b>86</b>    | <b>192</b> | <b>-40</b> | <b>435</b>   | <b>127</b>   | <b>244</b> |
| Diğ. Gelir/Gider (net)        | 89         | -51          | a.d.         | 2          | 5,426      | 66           | -2           | a.d.       |
| Yat. Fal. Gel. (net)          | 213        | 184          | 16           | 21         | 921        | 288          | 187          | 54         |
| Finansal Gelir/Gider (net)    | 10         | -42          | a.d.         | -86        | a.d.       | -102         | 199          | a.d.       |
| Parasal Kazanç (Kayıp)        | 6          | -39          | a.d.         | -73        | a.d.       | -91          | 203          | a.d.       |
| <b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b> | <b>440</b> | <b>127</b>   | <b>245</b>   | <b>183</b> | <b>140</b> | <b>755</b>   | <b>477</b>   | <b>58</b>  |
| Vergi                         | -66        | -106         | a.d.         | 30         | a.d.       | -103         | -237         | a.d.       |
| Kont. Gücü Olmayan Paylar     | 0          | 0            | a.d.         | 0          | a.d.       | 0            | 0            | a.d.       |
| <b>Ana Ortaklık Net Kar</b>   | <b>374</b> | <b>22</b>    | <b>1,617</b> | <b>214</b> | <b>75</b>  | <b>652</b>   | <b>239</b>   | <b>173</b> |

| Karlılık                | 3Ç24         | 3Ç23        | y/y (%)       | 2Ç24         | ç/ç (%)         | 9A24         | 9A23        | y/y (%)        |
|-------------------------|--------------|-------------|---------------|--------------|-----------------|--------------|-------------|----------------|
| Brüt Kar Marjı          | 18.9%        | 6.3%        | 12.6bps       | 26.8%        | -7.9bps         | 24%          | 8%          | 16.0bps        |
| Esas Faaliyet Kar Marjı | 11.6%        | 3.2%        | 8.5bps        | 24.7%        | -13.1bps        | 19%          | 4%          | 14.9bps        |
| <b>FAVÖK Marjı</b>      | <b>15.0%</b> | <b>5.4%</b> | <b>9.7bps</b> | <b>25.3%</b> | <b>-10.3bps</b> | <b>20.9%</b> | <b>5.6%</b> | <b>15.3bps</b> |
| Vergi Oranı             | -15.1%       | -82.9%      | a.d.          | 16.2%        | a.d.            | -14%         | -50%        | a.d.           |
| Net Kar Marjı           | 48.9%        | 1.9%        | 47.0bps       | 28.2%        | 20.7bps         | 31.3%        | 11%         | 20.7bps        |
| <b>*Net Borç</b>        | <b>221</b>   | <b>56</b>   | <b>295</b>    | <b>49</b>    | <b>348</b>      | <b>221</b>   | <b>56</b>   | <b>295</b>     |
| Net Borç (USD)          | 6            | 2           | 217           | 2            | 331             | 6            | 2           | 217            |
| Net Borç/FAVÖK          | 0.06         | -0.03       | a.d.          | 0.20         | -13.6bps        | 0.06         | -0.03       | a.d.           |

| Nakit Akım Tablosu               | 3Ç24        | 3Ç23          | y/y (%)     | 2Ç24        | ç/ç (%)     | 9A24        | 9A23        | y/y (%)     |
|----------------------------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| İşletme Faaliyetlerinden Nakit   | 512         | -34           | a.d.        | -366        | a.d.        | 494         | -8          | a.d.        |
| Yatırım Faaliyetlerinden Nakit   | -631        | -1,106        | a.d.        | 194         | a.d.        | -615        | -575        | a.d.        |
| <b>Serbest Nakit Akımı</b>       | <b>-119</b> | <b>-1,139</b> | <b>a.d.</b> | <b>-171</b> | <b>a.d.</b> | <b>-121</b> | <b>-583</b> | <b>a.d.</b> |
| Gelirlere Oranı (%)              | -15.6%      | -98.9%        | a.d.        | -23%        | a.d.        | -5.8%       | -25.9%      | a.d.        |
| Finansman Faaliyetlerinden Nakit | 38          | 1,239         | -97         | 251         | -85         | 63          | 688         | -91         |
| Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi | -3          | -12           | a.d.        | 3           | a.d.        | 0           | 0           | a.d.        |
| <b>Net Nakit Değişimi</b>        | <b>-84</b>  | <b>88</b>     | <b>a.d.</b> | <b>82</b>   | <b>a.d.</b> | <b>-58</b>  | <b>105</b>  | <b>a.d.</b> |

\* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

\*\* a.d. = Anlamalı Değil



**Dr. Kutay Gözgör**  
Araştırma Direktörü

**Muhammet Çakmak**  
Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

**Ubeyde Safvan Erbaş**  
Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

**İletişim ve Haberleşme için:**

[arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr](mailto:arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr)

## Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

