

Skorlar Değişir, Mackolik Kalır

Mackolik İnternet Hizmetleri'ni Endeks Üzeri Getiri önerisi ve hisse başına 75,50 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. **Şirketin;** i) güçlü finansal yapısı ve net nakit pozisyonu, ii) yüksek kârlılıkla ölçeklenebilen iş modeli, iii) küresel erişime açık içerik altyapısı, iv) döviz bazlı gelir kompozisyonu, v) düzenli temettü ödemesi ve XTMTU endeksinde yer alması, vi) dijital medya segmentinde niş iş modeli sayesinde yatırımcılar açısından cazip bir büyüme hikâyesi sunduğunu değerlendiriyoruz.

Son dönemde küresel gündem, bir yandan ABD ile Çin arasındaki tarife indirimlerinin yarattığı iyimserlikten destek bulurken öte yandan jeopolitik gelişmelerin sürüklediği belirsizlik ortamı nedeniyle temkinli bir seyir izlemektedir. Bu çerçevede yatırımcıların odağı daha belirgin bir şekilde düşük borçluluk, döviz bazlı gelir yapısı ve güçlü nakit üretimi gibi temel finansal yapısal unsurlara yönelmiştir.

Bu bağlamda, Mackolik gibi reklam ekonomisine dayalı, döviz bazlı gelir üreten ve sermaye gereksinimi düşük şirketler geleneksel, sermaye yoğun sektörlerin aksine daha sınırlı yatırım ihtiyacı ve daha hızlı nakit dönüş hızıyla ön plana çıkmaktadır. Parasal sıkışmanın devam ettiği, finansman maliyetlerinin halen yüksek seyrettiği mevcut konjonktürde bu yapının Mackolik'in operasyonel verimliliğini stratejik bir yatırım avantajına dönüştürdüğünü düşünmekteyiz.

2025/03 verilerine göre Mackolik'in aylık ortalama kullanıcı sayısı 7,85 milyon, günlük aktif kullanıcı sayısı ise 4,1 milyon seviyesine ulaşarak önemli bir erişim gücü oluşturmuştur. Yurtdışında faaliyet gösteren iştirak Match en Direct (MeD) için ise bu rakamlar sırasıyla 1,62 milyon ve 0,72 milyon düzeyindedir. Mackolik platformunda aylık ortalama 7,68 milyar ekran görüntülemesi gerçekleşmiş olup bu sayının şirketin sektördeki güçlü konumunu teyit ettiğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Başlıca risk faktörleri, i) Dijital reklam pazarındaki regülasyon ve veri gizliliği düzenlemeleri, ii) Fransa başta olmak üzere yabancı pazarlardaki rekabet ve içerik adaptasyonu, iii) Spor etkinlik takvimine bağımlılık nedeniyle dönemsel gelir dalgalanmaları.

Mackolik İnternet Hizmetleri

88% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	MACKO TL
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	40,24
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	75,50
Getiri Potansiyeli	88%
Fiili Dolaşım Oranı	34,0%
Piyasa değeri, milyon TL	4,024
Piyasa değeri, milyon ABD doları	103
BİST-100 Endeks Ağırlığı	0,0%
BİST Tüm Endeks Ağırlığı	0,04%
Yabancı Yatırımcı Oranı	6,1%
Emeklilik Fonları Oranı	4,1%
Yatırım Fonları Oranı	8,4%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

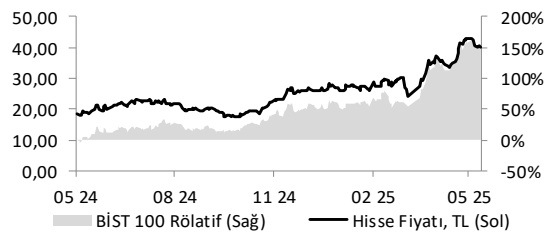
Fiyat ve piyasa değeri 28 Mayıs itibarıyla

Finansallar, Milyon TL	2024	2025T	2026T	2027T
Gelirler	697	1,027	1,369	1,830
Gelir Büyümesi	28,4%	47,3%	33,3%	33,7%
Esas Faaliyet Karı	360	535	715	962
Brüt Kâr	486	719	961	1,310
Brüt Kâr Marjı	69,7%	70,0%	70,2%	71,6%
FAVÖK	400	588	786	1,057
FAVÖK Marjı	57,4%	57,2%	57,4%	57,8%
Net Kâr	255	406	548	739
Net Kâr Büyümesi	0,0%	58,8%	35,1%	31,2%
Net Kâr Marjı	36,6%	39,5%	40,0%	40,4%
Net Borç	-101	-105	-112	-119
Net Borç / FAVÖK	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
F/K	8,2	9,9	7,3	5,4
FD/FAVÖK	5,0	6,7	5,0	3,7

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (mn)	Oran (%)
Mediazz Yeni Medya	51	51%
A. Emre Uğurlu	15	15%
Diğer	34	34%
Toplam	100	100%

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	18,4%	34,1%	61,4%	113,0%
Rölaf	20,0%	41,2%	69,5%	147,8%
İşlem Hacmi milyon \$	1,2	1,0	0,8	0,8

Kaynak: BİST, Finnet

Roni ÇİLBİYİK

roni.cilbiyik@phillipcapital.com.tr

Nazlı Tuna AKAR

tuna.akar@phillipcapital.com.tr

İçindekiler

Yatırım Teması	3
Mackolik Hakkında.....	4
Türkiye Nüfusu ve Mackolik'in Erişim Gücü	6
Demografik Dinamikler Işığında Mackolik'in Uzun Vadeli Potansiyeli	7
Ciro ve Maliyet Kırılımı	9
Değerleme	11
1Ç25 Finansal Sonuçları	14

Yatırım Teması

Son yıllarda dijitalleşme sürecinin hız kazanması ve kullanıcı odaklı içerik tüketim modellerinin dönüşmesiyle birlikte, küresel ölçekte medya ve teknoloji şirketleri için yapısal fırsatların ön plana çıktığı bir dönem içerisinde bulunuyoruz. Özellikle reklam bütçelerinin televizyon gibi geleneksel mecralardan dijital platformlara kayması dijital yayıncılık ve spor medyası gibi niş segmentlerde faaliyet gösteren oyunculara önemli bir büyüme alanı sunmaktadır.

Türkiye özelinde ise dijital reklam harcamaları 2023 itibarıyla yıllık %90'ın üzerinde bir büyüme sergilemiş, toplam medya yatırımları içinde %66,7 pay ile ilk sıraya yerleşmiştir. Bu dönüşüm, dijital platformlar üzerinden yüksek etkileşimli spor içeriği sunan, mobilde güçlü kullanıcı kitlesine sahip şirketlerin rekabet gücünü artırmaktadır.

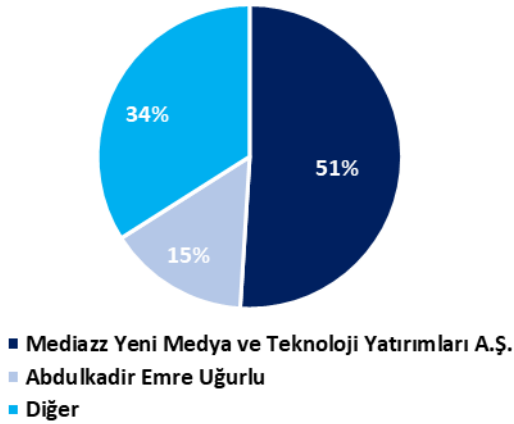
MACKO, bu yeni düzende mobil uygulamalar üzerinden erişilen, dil bağımsız ve anlık veri temelli içerik altyapısıyla kullanıcıların değişen medya tüketim alışkanlıklarına doğrudan karşılık vermektedir. Sporun evrensel dili sayesinde coğrafi bariyerleri aşabilen içerik yapısı şirketin başta Fransa ve Kuzey Afrika olmak üzere uluslararası pazarlarda ölçeklenebilir büyüme stratejilerini desteklemektedir. Bu bağlamda, şirketin konumlandığı dijital medya segmenti yalnızca sektörel eğilimlerle değil; aynı zamanda artan mobil penetrasyon, internet erişiminin yaygınlaşması ve performansa dayalı reklam modellerinin benimsenmesiyle birlikte hem kullanıcı sayısı hem de reklam verimliliği açısından ciddi potansiyel barındırmaktadır.

Şirketin 2021 yılından itibaren başlattığı kurumsal dönüşüm ve uluslararası genişleme stratejisi, 2023'ten itibaren anlamlı gelir katkılarına dönüşmüş; MeD, M-Scores ve Avrupa mobil reklam gelirleri toplam satışlar içindeki payını artırmıştır. Fransa'da faaliyet gösteren iştirakinin finansallarının konsolidasyona dahil edilmesiyle birlikte global taraftaki büyümenin FAVÖK üzerindeki etkisi daha görünür hale gelmiştir.

Bu görünüm çerçevesinde ölçeklenebilir iş modeli, güçlü kârlılık yapısı ve güçlü nakit pozisyonu ile MACKO'nun dijital medya alanında sürdürülebilir büyüme sağlayabilecek nadir yerli oyuncularından biri olarak ön plana çıktığını ve mevcut piyasa çarpanlarıyla değerlendirildiğinde uzun vadeli yatırımcılar açısından anlamlı bir değerlendirme fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

Mackolik Hakkında

Ortaklık Yapısı



Türkiye’de Mackolik, Fransa’da ise Match en Direct markasıyla zaman içinde güçlü bir konum elde eden platform, her iki ülkede de milyonlarca kullanıcıya ulaşarak dijital spor medyasının önde gelen oyuncularından biri oldu. 2001’de futbol ve basketbolla yolculuğa başlayan Mackolik, bugün voleybol, at yarışı, Formula 1 ve tenis dâhil pek çok branşta canlı skor ve en güncel spor haberlerini kullanıcılara sunmaktadır. Web sitesiyle başlayan yolculuğunu iOS, Android ve Huawei uygulamalarıyla mobil platformlara taşımış, sosyal medyanın hızla büyüyen gücünü kullanarak teknoloji trendlerine hızlıca uyum sağlamıştır.

2021’de Fransa merkezli Match en Direct markasının sahibi Activaweb SAS’ın paylarının tamamının satın alınmasıyla şirket, global pazarda varlığını güçlendirmiştir. Uygulama yalnızca Fransızca dilinde kullanılabilir olmasına karşın Fransızca konuşulan Kuzey Afrika ülkelerindeki kullanıcıların da kullanımına açıktır. 2023 yılında halka arz edilen Mackolik, aynı yıl dijital yayıncılık alanındaki hizmetlerini genişletmek amacıyla Momentum Dijital Yayıncılık A.Ş.’yi ve yurtdışı faaliyetlerini büyütmek için Hollanda merkezli M Sports B.V.’yi kurmuştur.

Mackolik, Fransa merkezli iştirakini 2021 yılında %100 oranında bünyesine dahil etmiş ve Euro bazlı gelir yaratan bu operasyonu tam konsolidasyon yöntemiyle finansallarına yansıtmaya başlamıştır. İştirak, doğrudan Mackolik merkezinden yönetilmekte olup Fransa’da sabit personel istihdamı bulunmamaktadır. Bu yapı, artan gelir hacmine rağmen operasyonel maliyetlerin sınırlı kalmasını sağlamakta; ölçek ekonomisinin korunması sayesinde kârlılık marjlarının yüksek seviyede kalmasına imkân tanımaktadır. Fransa pazarı, şirketin döviz bazlı gelir kompozisyonu içinde stratejik öneme sahip bir büyüme alanı olarak öne çıkmaktadır.

Şirket, web sitesi ve uygulamaları üzerinden reklam gelirleri ve bu gelirlerin optimizasyonuna yönelik yazılım hizmetlerinden kazanç sağlamaktadır. Kullanıcı odaklı dijital platformlar geliştirerek mevcut kullanıcı kitlesini korumayı ve genişletmeyi hedeflemektedir. Temelde bir bilişim firması olan Mackolik, dijital medya trendlerine paralel olarak bilişim sektöründe de faaliyet göstermektedir.

Şirket bir bütün olarak hafta sonları ortalama 2,500 canlı maçla kullanıcılarını buluşturan 15 farklı dilde hizmet veren bir uygulamadır. Dünya nüfusunun %84’ünün kapsama alanında olan platform, 175 ülkenin liglerini içeren zengin içeriğiyle 1,500 ligde karşılaşmaları kullanıcılarına sunmaktadır.

Sürdürülebilir Kârlılık ve İstikrarlı Temettü Dağıtımıyla Yatırımcılara Değer Sağlıyor...

Şirket, güçlü finansal yapısı ve sürdürülebilir kârlılığı sayesinde düzenli ve yüksek temettü dağıtımını yapmaktadır. **Temettü politikasına göre dağıtılabılır kârın en az %50'sinin hissedarlara düzenli temettü olarak ödenmesini taahhüt etmiştir. Öte yandan, Şirket 01/02/2024 döneminden itibaren BIST Temettü endeksinde yer almaktadır.**

Şirketin 2021-2023 dönemindeki net kârı artarken temettü dağıtım oranı da yükselmiştir. 2021'de dağıtılabılır kârın %36,9'u, 2022'de %59'u, 2023'te ise %99,9'unu temettü olarak ödemiştir.

- 2021'de 85,5 milyon TL kâr elde edilmiş ve %36,9 oranında yaklaşık 31,6 milyon TL temettü ödenmiştir.
- 2022'de kâr 97,4 milyon TL'ye yükselmiş, temettü dağıtım oranı %59'a çıkarak 57,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- 2023'te kâr 152,3 milyon TL'ye ulaşmış ve neredeyse tamamı (%99,9) temettü olarak hissedarlara dağıtılmıştır.
- Ekim 2024'te ödenen kâr payı avansına ek olarak, 2024 yılına ilişkin Yönetim Kurulu 2 taksit olacak şekilde pay başına net 0,9350 TL kâr payı dağıtma kararı aldı. İlk taksit 4 Haziran 2025, ikinci taksit 26 Eylül 2025 tarihinde ödenecek. Karar, Genel Kurul'da onaylandı. Son kapanış fiyatına göre temettü verimliliği %2,32 düzeyindedir.

Geri Alım Programı ile Hisse Performansına Destek...

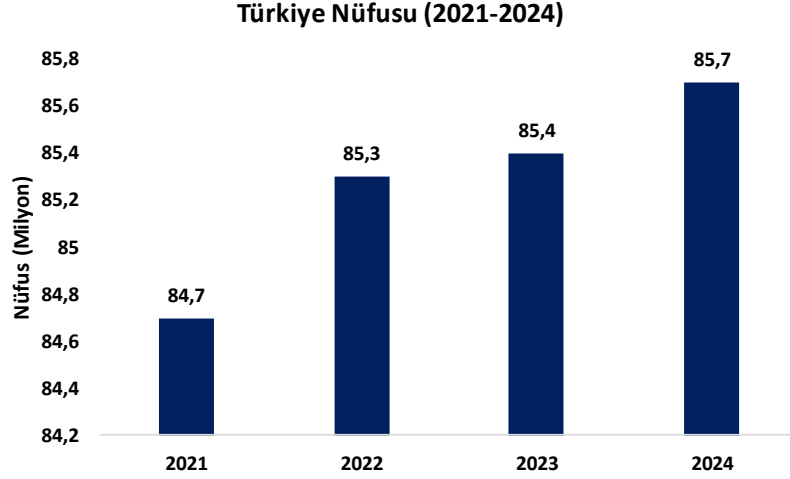
Şirket, hisse fiyatını desteklemek ve piyasa istikrarını güçlendirmek amacıyla 3 Nisan 2025 tarihinde geri alım konu edilebilecek azami pay sayısı 750.000 adet, azami fon tutarı 100.000.000 TL ve geri alım programının süresi azami 1 yıl olacak şekilde pay geri alım programı kararı almış, başlattığı pay geri alım programını 7 Mayıs 2025'te sonlandırmıştı; ancak aynı gün yeni bir pay geri alım programı başlatma kararı aldı. Bu kapsamda geri alım konu edilebilecek azami pay sayısı 2.000.000 adet, azami fon tutarı 100.000.000 TL ve geri alım programının süresi azami 1 yıl olacak şekilde belirlenmesine karar verdi.

Öte yandan, 28 Mayıs 2025 kapanışı itibarıyla, 3 Nisan 2025 tarihli Yönetim Kurulu kararıyla başlatılan pay geri alım programı kapsamında alınan 750.000 adet payla birlikte, şirketin geri aldığı toplam pay sayısı 1.200.000'e ulaştı. Bu miktar, şirket sermayesinin %1,20'sine karşılık gelmektedir.

Şirketin geri alım miktarını artırmasını hisse değerini koruma ve yatırımcı güvenini pekiştirme stratejisi olarak yorumluyor, piyasa dinamiklerine uyum sağlaması nedeniyle pozitif olarak değerlendiriyoruz. Sürecin devamında geri alım programının hisse üzerinde dengeleyici bir rol oynamasını ve değerlendirme açısından destekleyici etkisini korumasını bekliyoruz.

Türkiye Nüfusu ve Mackolik'in Erişim Gücü

Türkiye'de ikamet eden nüfus, 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla bir önceki yıla göre 292 bin 567 kişi artarak **85 milyon 664 bin 944 kişi oldu**. Erkek nüfus 42 milyon 853 bin 110 kişi olurken, kadın nüfus 42 milyon 811 bin 834 kişi oldu. Diğer bir ifadeyle toplam nüfusun %50,02'sini erkekler, %49,98'ini ise kadınlar oluşturdu.



Kaynak: TÜİK

Mackolik'in aylık 7,85 milyon kullanıcıya ulaşması, Türkiye nüfusunun yaklaşık %9,17'sine erişim sağladığını göstermektedir. Ayrıca, günlük 4,1 milyon kullanıcı ile Türkiye nüfusunun %4,79'una günlük erişim sağlanmaktadır. **Ancak, şirket için asıl önemli olanın erişilebilir hedef kitlenin olduğunu düşünüyoruz.**

Grup	2024 Nüfus Payı (%)	Açıklama
0-14 Yaş	~20,9	Dijital medya tüketim alışkanlığı gelişmemiş. Aktif kullanıcı değil.
65 Yaş ve Üzeri	~10,6	Dijital penetrasyon çok sınırlı. Spor içerikli uygulama kullanımı düşük.
Kadın Nüfus	~50,0	Maçkolik'in hedef kitlesi erkek ağırlıklı olduğundan aktif kullanıcı oranı sınırlı olabilir.

Kaynak: TÜİK, PhillipCapital Araştırma

2024 itibarıyla 85,6 milyon nüfusun tamamı dijital medya tüketicisi değildir. Dijital spor içerikleri açısından anlamlı bir analiz yapmak için yukarıdaki tabloda yer alan yaş ve cinsiyet grupları dışarıda tutulmalıdır.

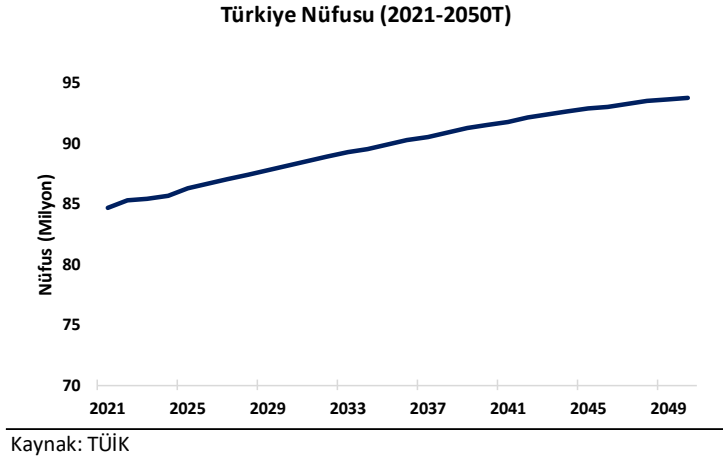
Yukarıdaki tabloda yer alan gruplar çıkarıldığında 15-64 yaş arası erkek nüfus, aşağıdaki tabloda belirtildiği üzere **29,6 milyon kişi yani toplam nüfusun %34,6'sı eder. Yani şirketin gerçek hedef kitlesi olan 15-64 yaş arası erkek nüfus içindeki erişimi 1Ç25 itibarıyla %26,5 seviyesindedir.** Türkiye'de dijital spor içeriğine aktif olarak erişebilecek potansiyel kullanıcı evreninin 1/3'üne ulaşan şirket, medya sektörü içinde nadir görülen seviyede bir penetrasyon oranına sahiptir. **Bu durumun şirketin kullanıcı başına gelir yaratma potansiyelini ve reklam platformu değerini stratejik düzeyde öne çıkardığını düşünüyoruz.**

Kriter	Toplam Nüfus mn (2024)	Toplam Pay (%)	*Maçkolik Ulaşımı (mn)	Penetrasyon (%)
Toplam	85,66	100	7,85	9,17
15-64 yaş Erkek	29,6	34,6	7,85	26,5

Kaynak: TÜİK, PhillipCapital Araştırma

*1Ç25 itibarıyla

Demografik Dinamikler Işığında Mackolik'in Uzun Vadeli Potansiyeli



Yıl	Toplam (mn)	Toplam Erkek Nüfusu (mn)	Toplam 14-65 Yaş Arası Erkek Nüfusu (mn)
2024	85,81	42,93	29,65
2030T	88,18	43,99	30,68
2050T	93,77	46,38	29,29

Kaynak: TÜİK

Yukarıdaki grafikte TÜİK'in 2050 yılına kadar ana senaryo projeksiyonları yer almaktadır. TÜİK projeksiyonlarına göre Türkiye'nin toplam nüfusunda 2050'ye kadar kademeli bir artış öngörülse de Mackolik'in esas hedef kitlesi olan 14–65 yaş arası erkek nüfusunda 2030 sonrası gerileme dikkat çekmektedir. Kısa ve orta vadede iç pazarda erişilebilir potansiyelin yüksek kaldığını; uzun vadede ise Mackolik için kullanıcı başına gelir artışı ürün içi etkileşim derinliği ve global penetrasyon stratejilerinin daha belirleyici hale geleceğini göstermektedir. Ölçeklenebilir dijital yapısı sayesinde şirketin bölgesel genişleme ve yüksek etkileşimli kullanıcı davranışları üzerinden sürdürülebilir büyüme potansiyelini koruduğunu değerlendiriyoruz.

Kullanıcı Büyümesi ve Dijital Talep Mackolik'in Pazar Potansiyelini Artırıyor...

	Cinsiyete Göre Bireylerin İnternet Kullanım Oranı (%)													
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kadın	35,3%	37,0%	38,7%	44,1%	46,1%	51,9%	58,7%	65,5%	68,9%	73,3%	77,5%	80,9%	83,3%	85,4%
Erkek	54,9%	58,1%	59,3%	63,5%	65,8%	70,5%	75,1%	80,4%	81,8%	84,7%	87,7%	89,1%	90,9%	92,2%
Toplam	45,0%	47,4%	48,9%	53,8%	55,9%	61,2%	66,8%	72,9%	75,3%	79,0%	82,6%	85,0%	87,1%	88,8%

Kaynak: TÜİK

Dijital dönüşümün hız kazanmasıyla birlikte 16-74 yaş arasındaki bireylerin internet kullanım oranı da artmaya devam ediyor. TÜİK verilerine göre 31 Aralık 2024 itibarıyla Türkiye'nin toplam nüfusu 85 milyon 664 bin 944 kişi olarak kaydedildi. Nüfusun 42 milyon 853 bin 110'u erkeklerden, 42 milyon 811 bin 834'ü ise kadınlardan oluştu. İnternet kullanım oranlarında ise geçmişten günümüze sürekli bir yükseliş trendi gözlenmekte olup 2024 yılında erkek nüfusunun %92,2'si, kadın nüfusunun ise %85,4'ü internete erişti (2023: Kadın %83,3, Erkek %90,9) ve 2023 yılında %87,1 olan internet erişimi, 2024 yılında %88,8'e yükseldi.

Türkiye nüfusundaki büyüme ve internet kullanım oranlarındaki artışın dijital spor içeriklerine ve dijital medya tüketimine olan talebi önemli ölçüde artırdığını görüyoruz. Bu durumun Mackolik'in pazar büyümesi ve kullanıcı etkileşimini artırma potansiyelini destekleyebileceğini düşünüyoruz. Artan internet penetrasyonu, kullanıcıların Mackolik gibi platformlara erişimini kolaylaştırırken dijital spor içeriklerine olan ilgiyi de yükseltmekte. Bu nedenle Türkiye'deki demografik ve teknolojik trendlerin Mackolik'in pazar büyümesini ve kullanıcı bağlılığını artırma yönünde olumlu bir etki yaratacağını öngörüyoruz.

Mackolik'te Yükselen Kullanıcı Etkileşimi Reklam Gelirlerini Zirveye Taşıyor...

Mackolik'in en büyük gelir kalemini, uygulama üzerinden sağlanan reklam gelirleri oluşturmaktadır. Uygulamaya giriş yapan kullanıcıların ilgi alanları ve davranış verileri analiz edilerek, onlara kişiselleştirilmiş reklamlar sunulmaktadır. Bu reklamlar, kullanıcının tercihlerine ve anlık ilgi alanlarına göre dinamik şekilde belirlenmekte ve firmalar tarafından gerçek zamanlı olarak yapılan tekliflere göre en yüksek fiyatı veren marka reklam alanını satın almaktadır. Böylece, reklamların hedef kitleye etkin şekilde ulaşması sağlanırken, Mackolik de reklam verenlerden maksimum gelir elde etmektedir.

2023 ve 2024 yıllarında kullanıcı başına düşen sayfa görüntüleme sayısındaki artış, şirketin uygulama deneyimini sürekli geliştiren yenilikçi yaklaşımının bir göstergesi olup 1Ç25 itibarıyla Mackolik uygulaması, aylık ortalama 7,85 milyon ve günlük ortalama 4,1 milyon kullanıcıya ulaşmıştır. Bu dönemde kullanıcı başına düşen aylık ortalama sayfa görüntüleme sayısı yaklaşık 1.000 olup bu durum Mackolik'i sektörde en yüksek etkileşim oranına sahip dijital platformlar arasına taşımaktadır. Yüksek gösterim sayısı, fazla reklam alanı ve ileriye dönük eCPM (birim başına reklam geliri potansiyeli) artışını desteklemekte; reklam gelirlerinde artış potansiyeli sunmaktadır. Bu yüzden modelimizde reklam gelirleri yüksek büyüme potansiyeline sahip bir gelir kalemi olarak değerlendirilmekte olup 2025 yılı için reklam gelirleri satış gelirlerinin ortalama %94'ünü 2026 yılı için ise %95'ini oluşturmaktadır (2024: %99).

Aşağıdaki tablo şirketin mobil uygulama performans göstergelerindeki gelişimini göstermektedir.

	2023		2024		2025T		2026T		2027T	
Ana Göstergeler	Mackolik	Match En Direct	Mackolik	Match En Direct	Mackolik	Match En Direct	Mackolik	Match En Direct	Mackolik	Match En Direct
Aylık Ortalama App Kullanıcısı (mn)	7,89	1,76	7,37	1,57	7,74	1,65	7,89	1,68	8,13	1,72
Büyüme (%)	36%	11%	-7%	-11%	5%	5%	2%	2%	3%	2%
Günlük Ortalama App Kullanıcısı (mn)	3,13	0,61	3,71	0,64	3,87	0,66	4,06	0,69	4,31	0,72
Büyüme (%)	13%	2%	19%	5%	4%	3%	5%	4%	6%	5%
Aylık App Sayfa Görüntüleme (mlr)	7,11	484	6,75	371	7,18	381	7,61	397	8,06	417
Büyüme (%)	3%	1%	-5%	-23%	6%	3%	6%	4%	6%	5%

Kaynak: Şirket verisi, PhillipCapital Araştırma

Kişi Başı Aylık Ortalama Sayfa Görüntülenmesi		
	Mackolik	Match En Direct
2023	901	275
2024	916	236
2025T	927	231
2026T	936	236
2027T	936	243

Kaynak: Şirket verisi, PhillipCapital Araştırma

Günlük Aktif Kullanıcı / Aylık Kullanıcı		
	Mackolik	Match En Direct
2023	40%	35%
2024	50%	41%
2025T	50%	40%
2026T	51%	41%
2027T	53%	42%

Kaynak: Şirket verisi, PhillipCapital Araştırma

Verilerden görüldüğü üzere her iki uygulamada da günlük aktif kullanıcıların aylık kullanıcılar içindeki oranı yükselmiş olup 1Ç25 itibarıyla Mackolik'te %52, M-Scores'ta ise %44 seviyelerine ulaşarak sağlıklı bir büyüme göstermiştir. Bu metrikler, kullanıcıların platformlarla olan etkileşimlerinin güçlendiğini ve uygulamaların kullanıcı bağlılığında başarılı bir performans sergilediğini ortaya koymaktadır. **Düzenli kullanımın artmasıyla birlikte reklam gösterimlerinin pozitif etkilenmesini ve şirketin gelir büyümesine önemli katkı sağlamasını bekliyoruz.**

Ciro ve Maliyet Kırılımı

Mn TL	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Reklam Gelirleri	1,020	1,362	1,822	2,355	3,046	3,794	4,730	5,898	7,066	8,467
Üyelik Gelirleri	7	7	8	8	9	9	10	11	11	12
Toplam Satış Gelirleri	1,027	1,369	1,830	2,363	3,055	3,804	4,739	5,908	7,077	8,479

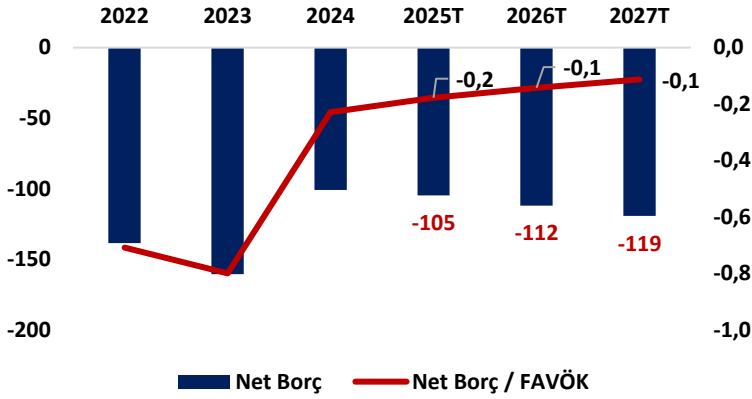
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	1,027	1,369	1,830	2,363	3,055	3,804	4,739	5,908	7,077	8,479
Büyüme, %	47%	33%	34%	29%	29%	25%	25%	25%	20%	20%
Satışların Maliyeti (-)	308	408	520	645	797	952	1,132	1,348	1,607	1,917
Büyüme, %	46%	33%	28%	24%	24%	19%	19%	19%	19%	19%
Personel Giderleri	125	168	210	252	303	348	400	460	529	609
Teknik Danışmanlık ve Yazılım	58	76	94	118	148	177	212	255	306	367
Prodüksiyon, Yayın Hakları	33	42	55	72	93	121	151	189	236	295
Hosting Giderleri	17	24	32	41	52	62	74	89	107	129
Sigorta Giderleri	9	13	17	21	25	30	36	43	52	62
Ofis Giderleri	6	9	12	16	20	24	29	35	42	50
Diğer Giderler	4	5	7	9	12	15	20	26	33	43
Amortisman ve İtfa Giderleri	55	72	93	116	146	175	210	252	302	362
Brüt Esas Faaliyet Kârı/Zararı	719	961	1,310	1,717	2,257	2,852	3,607	4,560	5,470	6,562
Brüt Kâr Marjı	70,0%	70,2%	71,6%	72,7%	73,9%	75,0%	76,1%	77,2%	77,3%	77,4%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

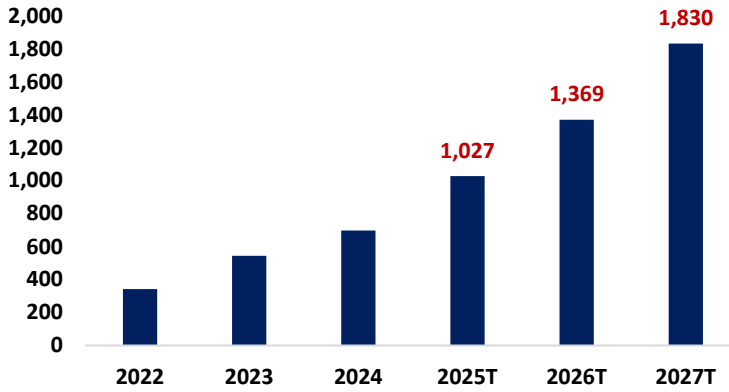
İleriye Yönelik Beklentiler

Net Borç - Net Borç / FAVÖK

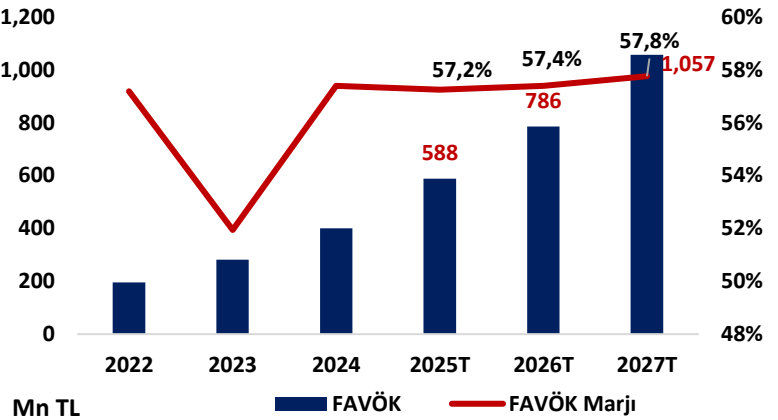


Mackolik, net nakit pozisyonuyla güçlü ve sağlam bir finansal yapıya sahip olmaya devam ediyor. 1Ç25 itibarıyla net nakit pozisyonu 124,3 mn TL olurken Net Borç / FAVÖK rasyosu ise -0,7x seviyesinde bulunmakta. **Mevcut konjonktürel ortam göz önüne alındığında bu durumu pozitif olarak değerlendiriyoruz.**

Toplam Satış Gelirleri (mn TL)



FAVÖK - FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital

Yaz aylarında maç takviminin görece sınırlı olması nedeniyle mevsimsel olarak gelirlerde geçici bir yavaşlama beklenebilir. Ancak kalan çeyreklerde artan kullanıcı etkileşimi ve yoğun maç takviminin bu etkileri dengeleyebileceğini öngörüyoruz. Öte yandan reklam gelirlerindeki büyümenin sürdürülebilirliği, onaylı üyelik sisteminin yaygınlaşması, operasyonel verimliliğin korunması ve düşük yatırım ihtiyacının devam etmesi gibi unsurların şirketin kârlılığını destekleyebileceğini düşünüyoruz. Tüm bu varsayımlar altında 2025 yılında yıllık bazda %47 artışla 1,03 milyar TL düzeyinde satış geliri, %47 artışla 588 milyon TL FAVÖK ve %59 artışla 406 milyon TL net kâr bekliyoruz.

Değerleme

Mackolik'i, **i)** güçlü finansal yapısı ve net nakit pozisyonu, **ii)** yüksek kârlılıkla ölçeklenebilen iş modeli, **iii)** küresel erişime açık içerik altyapısı, **iv)** döviz bazlı gelir kompozisyonu, **v)** düzenli temettü ödemesi ve XTMTU endeksinde yer alması, **vi)** dijital medya segmentinde niş iş modeli sayesinde yatırımcılar açısından cazip bir büyüme hikâyesi sunduğunu değerlendiriyoruz ve "Endeks Üzeri Getiri Önerisi" ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.

MACKO için 12 ay sonrası hedef fiyatımızı, %100 indirgenmiş nakit akışı yöntemini kullanarak hesaplıyoruz. 2025-2034 yıllarını kapsayan İNA değerlememizde; risksiz getiri oranını ilk yıl %33 olarak belirleyip sonraki yıllarda kademeli olarak düşüş öngördük. Piyasa risk primini %5 borçlanma maliyetini %50 ve şirket betasını 0,70 olarak varsaydık. Sonsuz büyüme oranını ise %5 olarak belirledik. Buna bağlı olarak indirgeme faktörü hesaplamasında kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 10 yıllık dönemde %23,4-%36,5 aralığında oluştu. **İNA sonucunda MACKO için 7,55 milyar TL piyasa değeri hedefine ulaştık.**

Sonuç olarak 12 aylık hedef fiyatımız MACKO için 75,50 TL olarak belirlenmiş olup, **%88,0** getiri potansiyeli sunmaktadır.

Değerleme yöntemi	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı değer
İNA (milyon TL)	7,548	100%	7,548
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (milyon TL)			7,548
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)			75,50
Mevcut Fiyat (TL)			40,24
12 Aylık Getiri Potansiyeli			88%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Finansallar (mn TL)

Finansal Veriler Milyon TL	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro	697	1,027	1,369	1,830
Ciro Büyümesi	28%	47%	33%	34%
Brüt Kâr	486	719	961	1,310
Brüt Kâr Marjı	70%	70%	70%	72%
Esas Faaliyet Karı	360	535	715	962
FAVÖK	400	588	786	1,057
FAVÖK Büyümesi	42%	47%	34%	35%
FAVÖK Marjı	57%	57%	57%	58%
Vergi Öncesi Kâr	345	579	783	1,056
Vergi Gideri	89	174	235	317
Net Kâr	255	406	548	739
Net Kâr Büyümesi	16%	59%	35%	35%
Net Kâr Marjı	37%	39%	40%	40%
Net İşletme Sermayesi	151	247	342	479

Bilanço (mn TL)	2024	2025T	2026T	2027 T
Dönen Varlıklar	395	563	821	1,178
Nakit ve Nakit Benzerleri	101	111	122	134
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	175	279	391	547
Duran Varlıklar	143	194	237	281
Toplam Varlıklar	538	757	1,058	1,458
Kısa Vadeli Yükümlülükler	70	94	117	143
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18	11	15	20
Özkaynaklar (Ana Ortaklık)	450	653	927	1,296
Ödenmiş Sermaye	25	100	100	100
Net Dönem Kârı/Zararı (Ana Ortaklık)	255	406	548	739
Toplam Kaynaklar	538	757	1,058	1,458

Rasyo Analizi (mn TL)	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8,2	9,9	7,3	5,4
FD/FAVÖK	5,0	6,7	5,0	3,7
PD/DD	4,6	6,2	4,3	3,1
Özkaynak Karlılığı	57%	62%	59%	57%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	410%	243%	201%	174%
Net Borç	-101	-105	-112	-119
Net Borç / FAVÖK	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Net Borç / Özkaynaklar	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1

Nakit Akış Tablosu (mn TL)	2024	2025T	2026T	2027T
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	165	101	207	444
Net Kar	255	406	548	739
Net Kar Düzeltmeleri	111	141	190	256
Amortisman	40	53	71	95
İşletme Sermayesindeki Değişim	-78	-96	-96	-136
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı	258	451	643	859
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	-40	-77	-103	-137
Finansal Borçlardaki Değişim	-7	-10	-16	-24
Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit Akışı	-245	-269	-302	-410
Toplam Nakit Akışı	-19	106	238	312
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	101	207	444	756

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

İNA Özet (milyon TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Gelirleri	1,027	1,369	1,830	2,363	3,055	3,804	4,739	5,908	7,077	8,479
Büyüme, %	47,3%	33,3%	33,7%	29,1%	29,3%	24,5%	24,6%	24,7%	19,8%	19,8%
FVÖK	535	715	962	1,252	1,656	2,072	2,588	3,301	4,055	4,866
FVÖK marjı, %	52,0%	52,2%	52,6%	53,0%	54,2%	54,5%	54,6%	55,9%	57,3%	57,4%
FAVÖK	588	786	1,057	1,375	1,815	2,270	2,834	3,608	4,423	5,307
FAVÖK marjı, %	57,2%	57,4%	57,8%	58,2%	59,4%	59,7%	59,8%	61,1%	62,5%	62,6%
İşletme sermayesi değişimi	96	96	136	153	205	235	302	312	290	339
Sermaye harcamaları	67	89	119	154	199	247	308	384	460	551
Vergi	134	179	240	313	414	518	647	825	1,014	1,217
Serbest Nakit Akımları	292	423	561	755	997	1,269	1,577	2,087	2,659	3,200
İskonto Faktörü	0,83	0,65	0,51	0,41	0,34	0,27	0,22	0,18	0,14	0,12
İndirgenmiş Nakit Akımları	243	273	287	313	335	345	347	372	384	375

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	33,0%	28,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Sermaye Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Borç Ağırlığı	1,5%	1,6%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Özkaynak Ağırlığı	98,5%	98,4%	98,4%	98,6%	98,7%	98,7%	98,8%	98,8%	98,9%	98,9%
Borç / Özsermaye	1,6%	1,6%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Beta	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti	50,0%	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Özkaynak Maliyeti	36,5%	31,5%	26,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
AOSM	36,5%	31,5%	26,5%	23,5%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%

İNA Bugünkü Değer	3,274
Terminal Büyüme Oranı	5%
Devam Eden Değerin	
Bugünkü Değeri	2,132
Firma Değeri	5,405
(-) Net Borç	-124
Piyasa Değeri	5,530
12 aylık Hedef PD	7,548

1Ç25 Finansal Sonuçları

Mackolik 1Ç25'te yıllık bazda %49 artışla 268,5 milyon TL satış geliri, %65 artışla 167,4 milyon TL FAVÖK ve %91 artışla 92,4 milyon TL net kâr elde etti.

Şirketin 1. çeyrek görünümüne baktığımızda toplam satış gelirleri, gelirlerin büyük bölümünü oluşturan reklam gelirlerindeki güçlü artışın etkisiyle geçen senenin aynı dönemine kıyasla %49 artışla 268,5 milyon TL seviyesine ulaştı. Öte yandan, kullanıcı deneyimini geliştiren ve etkileşimi artıran birçok yeniliği devreye alarak takipçi kazanımını sürdürmesi de katkı sağladı. Onaylı üyelik sistemi, oyun entegrasyonu, yenilenen tasarım, koyu mod, filtrelenebilir istatistikler, gol animasyonları, maçın oyuncusu oylaması, MAI yapay zekâ asistanı, sessize alma özelliği, favori takımların ortak gösterimi, hakem profilleri, dakika bazlı analizler, voleybol ve Formula 1 canlı anlatımı gibi birçok yenilikle kullanıcı deneyimini geliştirerek kullanıcı ilgisini canlı tutuyor. Yılın ilk çeyreği itibarıyla Mackolik'in aylık ortalama uygulama kullanıcı sayısı 7,85 milyon, Match en Direct için ise 1,62 milyon seviyesine ulaşarak güçlü kullanıcı trafiğini sürdürdü. Bu dönemde Türkiye'nin toplam gelirler içindeki payı %84'e yükselirken Avrupa'nın payı döviz kurlarındaki baskılanma ve enflasyon muhasebesinin etkisiyle %16'ya geriledi (1Ç24: Türkiye %79, Avrupa %21).

Satışların maliyetinin hasılatla oranla daha yavaş artması brüt kârı desteklerken, brüt kâr yıllık bazda %58 artışla 201,9 mn TL olarak gerçekleşti. Brüt kâr marjı ise 4,4 puan artışla %75,2 oldu. Genel yönetim giderleri ile reklam ve pazarlama giderlerindeki artışa karşın gelir büyümesinin güçlü seyretmesi ve operasyonel verimliliğin korunması nedeniyle esas faaliyet kârı yıllık bazda %47 artışla 138,8 milyon TL seviyesine yükseldi. Esasa faaliyet gelirlerindeki artışla beraber FAVÖK geçen yılın aynı dönemine kıyasla %65 artışla 167,4 mn TL olurken FAVÖK marjı ise 6,1 puan artışla %62,3 seviyesine yükseldi.

Şirket, 31,8 milyon TL net parasal pozisyon kaybı yazmasına rağmen zararın yıllık bazda gerilemesi ve efektif vergi oranının iyileşmesiyle net kârını %91 artırarak 92,4 milyon TL seviyesine çıkardı.

	1Ç25	1Ç24	Yıllık Değişim (%)
Net Satışlar	268,5	180,5	49%
Brüt Kâr	201,9	127,7	58%
Esas Faaliyet Kârı	138,8	94,5	47%
FAVÖK	167,4	101,5	65%
Net Kâr (Zarar)	92,4	48,4	91%
Brüt Kâr Marjı	75,2%	70,8%	440 baz puan
Esas Faaliyet Kâr Marjı	57%	51%	600 baz puan
FAVÖK Marjı	62,3%	56,2%	610 baz puan
Net Kâr Marjı	34,4%	26,8%	760 baz puan
Net Borç	-101	-162,5	-
Net Borç / FAVÖK	-0,7	-0,6	-
Net Borç / Özkaynak	21%	20%	-

Kaynak: Şirket verisi

Metodoloji

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayımlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.