

▪ Sağlık, Savunma ve Perakende Sektörleri Güçlü Yapılarıyla Bu Çeyrekte Ön Planda.**4Ç25 Finansal Sonuçları Türkiye Sigorta ile Başladı...**

Borsa İstanbul'da 4Ç25 bilanço dönemi dün açıklanan Türkiye Sigorta <TURSG TI> ile başlangıç yaptı. Finans dışı sektörde ise ilk sonuçları 30 Ocak'ta Arçelik <ARCLK TI> ile almaya başlayacağız. Borsa İstanbul'da dördüncü çeyrek finansallarının son açıklanma tarihleri, konsolide olmayan şirketler için 2 Mart, konsolide olan şirketler ve bankalar için 11 Mart olarak belirlendi.

TCMB'nin Faiz İndirim Süreci ve VUK Düzenlemeleri 4Ç25 Sonuçlarını Şekillendiriyor...

Yılın son çeyreğinde makro cephede görece destekleyici bir görünüm ön plana çıktı. İmalat PMI verilerinde gözlenen toparlanma, TCMB'nin faiz indirim döngüsü ve görece değerli TL, 4Ç25'e ilişkin beklentileri etkileyen temel unsurlar arasında yer aldı. Enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye paralel olarak Kasım ve Aralık aylarında aylık TÜFE artışlarının %1'in altında gerçekleşmesi, TCMB'nin son çeyrekte toplam 250 baz puanlık faiz indirimi yapmasına zemin hazırladı. Faiz indirim döngüsünün yanı sıra yıl sonu kampanyalarının da katkısıyla iç talepte ivmelenme gözlenirken, bu görünüm hem PMI verilerine hem de kredi kartı harcamalarına yansıdı. Buna ek olarak, küresel tarafta petrol fiyatlarının düşük seyri ve Euro/Dolar paritesindeki görece olumlu performans, maliyetler ve gelir tarafı açısından destekleyici unsurlar olarak öne çıktı. Öte yandan, enflasyondaki ivme kaybı nedeniyle enflasyon muhasebesinin finansallar üzerindeki etkisinin 4Ç25'te önceki çeyreklere kıyasla sınırlı kalmasını bekliyoruz. Ancak VUK kapsamında enflasyon muhasebesi düzeltmelerinin kaldırılması, bu çeyrekte net kar rakamlarının okunabilirliğini azaltabilecek bir unsur olarak öne çıkıyor. **Söz konusu düzenlemenin, sektör ve şirket bazında farklılaşmakla birlikte, genel olarak net karlar üzerinde baskı oluşturabileceğini değerlendiriyoruz.**

Sağlık, Savunma ve Perakende Sektörleri 4Ç25'te Öne Çıkıyor...

Yılın son çeyreğinde sektörler arasında ayrışmanın belirginleştiği bir görünüm bekliyoruz. Enflasyonist ortamda gıda perakendesi ile gıda-içecek tarafı, sepet büyüklüklerinin güçlü seyretmesi ve maliyet yönetimindeki disiplin sayesinde görece daha dirençli bir performans sergileyebilirken, fiyat hassasiyetinin daha yüksek olduğu giyim perakendede düşük ve orta gelir grubunun satın alma gücündeki zayıflama nedeniyle talep baskısının sürmesini bekliyoruz. Gıda perakendede **BIMAS**'ın satış hacmi ve gelir artışıyla pozitif ayrışmasını öngörürken, 3Ç25'te beklentilerin üzerinde gerçekleşen operasyonel kârlılık sonrası 4Ç25'te marjlarda sınırlı bir normalleşme ve vergi muhasebesindeki değişikliklerin net kâr üzerinde baskı yaratabileceği kanaatindeyiz. Rafineri tarafında ürün marjlarının destekleyici seyrini korumasıyla **TUPRS**'in 4Ç25'te geçen yılın aynı dönemine kıyasla daha güçlü kârlılık rakamlarıyla öne çıkmasını bekliyoruz. Demir-çelik sektöründe düşük baz etkisiyle operasyonel toparlanma işaretleri görülse de, enflasyon muhasebesi düzeltmelerinin kaldırılmasının **EREGL** ve **KRDMA**'nın vergi karları üzerinden dönemsel kârlılığı olumsuz etkileyebileceğini değerlendiriyoruz. Savunma sanayinde ise **ASELS** öncülüğünde güçlü bakiye siparişler, yılın son çeyreğine özgü tahsilat performansındaki iyileşme ve yüksek ciro sayesinde FAVÖK marjlarının desteklenmesini ve şirket yönetiminin 2025 beklentilerinin aşılmaya olası olduğunu güçlü kalmasını bekliyoruz.

Havacılık sektöründe mevsimsellik etkisiyle bir önceki çeyreğe kıyasla faaliyet ivmesinde kaybı yaşanırken, artan rekabet ortamı ve yüksek kapasite artışları birim gelirler üzerindeki baskıyı sürdürmektedir. Yıllık bazda devam eden yolcu ve kapasite artışı sayesinde ciro büyüme eğiliminin korunmasını bekliyoruz. Akaryakıt fiyatlarındaki görece düşük seyre rağmen jet yakıtı crack spread'lerinde gözlenen yükselişin marjlar üzerinde baskı oluşturmaya devam edeceğini öngörüyoruz. **Sağlık sektöründe** yılın son çeyreğinde mevsimsel olarak artan hasta trafiği, tamamlayıcı sağlık sigortası segmentindeki güçlü büyüme trendi ve kapasite artışlarının yanı sıra maliyet tarafında uygulanan tasarruf tedbirlerinin finansal performansı desteklemesini bekliyoruz. Bu çerçevede, 4Ç25'te sektör genelinde gelir ve kârlılık tarafında görece olumlu bir görünümün öne çıkabileceğini düşünüyoruz. **Teknoloji ve bilişim** sektöründe projelerin ve sözleşmelerin büyük ölçüde yılın son çeyreğinde tahakkuk etmesi nedeniyle, 4Ç25'te nominal ve reel bazda ciro büyümesinin devam etmesini bekliyoruz. **Gayrimenkul sektöründe** yılın son çeyreğinde artan konut satışları ve kredi koşullarındaki görece iyileşme talep tarafını desteklerken, şirket bazlı finansal sonuçlar üzerinde teslim tarihleri ve projelerin tamamlanma takvimlerinin belirleyici olacağını öngörüyoruz. Bu nedenle sektör genelinde görünüm olumlu olmakla birlikte, finansal performansın şirketler arasında belirgin şekilde ayrışabileceğini düşünüyoruz.



4Ç25 Kar Tahminleri

milyon TL			4Ç25T			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksele Değişim (%)			Yorum
Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Tahmini Açıklanma Tarihi	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	
PGSUS*	EUR	4 Mart	39,092	6,875	982	41%	6%	-50%	-25%	-62%	-91%	Artan rekabet ortamı ve sektörde devam eden yüksek kapasite artışları, birim gelirler üzerindeki baskının 4Ç25 döneminde de sürmesine neden oldu. Bu çerçevede, birim gelirlerin Euro bazında yıllık %12 oranında gerilemesini beklerken, kapasite artışının etkisiyle net satış gelirlerinin %6 artışla 796 milyon Euro seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. FAVÖK marjının %17.6 seviyesinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.
THYAO*	USD	16-28 Şubat	259,553	42,021	17,720	34%	52%	-28%	-8%	-33%	-68%	AKK'nin %10.4 ve ÜYK'nin %13.2 oranında artmasıyla birlikte, yolcu doluluk oranı 2,1 puanlık yükselişle %83.9 seviyesine ulaşmıştır. 4Ç25 döneminde birim gelirlerde yaklaşık %1'lik sınırlı bir gerileme öngörmemize karşın, hacim artışı ve özellikle güçlü ÜYK büyümesinin katkısıyla yolcu gelirlerinin yıllık bazda %12.5 artış kaydetmesini bekliyoruz. Maliyet tarafında ise petrol fiyatlarındaki görece düşük seyir rağmen jet yakıtı crack spread'lerinde gözlenen yükseliş nedeniyle yakıt maliyetlerinin %4 civarında artabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, VUK kaynaklı muhasebe etkilerinin net kar üzerinde baskı oluşturabileceğini tahmin ediyoruz.
HTTBT*	USD	1 Mart Haftası	468	211	101	38%	38%	19%	1.4%	1.2%	-10%	Yeni müşteri kazanımlarının katkısıyla artan yolcu trafiği ve mevsimsellik gereği lisans ile bakım gelirlerinin yılın son çeyreğinde tahakkuk etmesiyle, Hitit'in USD bazında büyüme imesini sürdürmesini bekliyoruz.
EREGL*	USD	Şubat	54,476	5,405	-3,167	-1.2%	105%	-218%	3%	14%	-586%	Zayıf çelik ve diğer ürün fiyatlarına rağmen bu çeyrek satış miktarının arttığını gözlemliyoruz. Ayrıca, vergi karlarında enflasyon muhasebesinin kaldırılması kaynaklı şirketin zarar açıklamasını bekliyoruz.
LOGO*	TL	16-28 Şubat	1,660	350	46	2%	-19%	161%	16%	-38%	-82%	4Ç25 döneminde mevsimselliğin etkisiyle gelirlerin tahakkuk etmesiyle, güçlü reel ciro büyümesinin devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, sezonsallık nedeniyle FAVÖK marjı üzerinde aşağı yönlü baskı oluşabileceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, Logo Yazılım'ın 2025 yılını %34.8 FAVÖK marjı ile tamamlamasını bekliyoruz.
LKMNH*	TL	9-20 Şubat	1,100	265	10	15%	16%	-92%	3%	5%	-68%	Hasta trafiğindeki artış ve yüksek sezon etkisiyle reel ciro büyümesinin sürmesini bekliyoruz. 4Ç25'te FAVÖK marjının %24.1 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.
MPARK*	TL	1 Mart Haftası	14,150	4,261	1,450	4%	22%	21%	4%	2%	-14%	Son çeyrekte artan hasta trafiği ve ortalama fiyat artışlarının büyüme desteklemesini bekliyoruz. Operasyonel verimlilik çalışmalarının katkısıyla 4Ç25'te FAVÖK marjının %30.1 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Buna ek olarak, güçlü nakit yaratımı ve dengeli borçluluk yapısının finansal görünümü desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. VUK kaynaklı artan vergi yükünün net kar üzerinde etkili olmasını bekliyoruz.
ALBRK	TL	Şubat			3,380			105%			382%	Net Kar Payı gelirlerinde bu çeyrek özelinde artış bekliyoruz. Operasyonel giderler tarafında bozulma olmaması bilanço desteklemeyi sürdürüyor. Bankanın bu çeyrekte serbest karşılık ve prim karşılığı ayırmasını bekliyoruz. Öte yandan, vergi kaynaklı net karın bir miktar baskılandığını görebiliriz.
BIMAS	TL	11 Mart	189,847	9,261	4,366	47%	33%	13%	6%	42%	-17%	Gelirlerde satışların artmasıyla birlikte yükseliş bekliyoruz. Geçtiğimiz çeyrek beklentilerin üstünde gelen FAVÖK marjının bir miktar azalmasını, net kar tahminimiz vergi muhasebesinin değişimi kaynaklı baskılanmasını ön görüyoruz.
EBEBK	TL	19 Şubat	6,495	1,055	102	37%	83%	a.d.	-6%	8%	-10%	Güçlü mağaza trafiği ve online kanal katkısıyla satış büyümesinin sınırlı da olsa devam etmesini bekliyoruz. Yıl sonu kampanyalarının etkisiyle ciro tarafı desteklenirken, artan promosyon ve maliyet baskıları nedeniyle karlılıkta sıçramadan ziyade kontrollü bir seyir öngörüyoruz. FAVÖK marjının ise geçtiğimiz çeyreklerde paralel, dengeli bir bantta oluşması kanaatindeyiz.
TUPRS	TL	6 Şubat	220,014	16,061	4,400	27%	99%	13%	-0.3%	-19%	-64%	Marjlarda yaşanan toparlanmanın etkisinin 4Ç25'te de sürmesini bekliyoruz. Ayrıca, vergi karlarında enflasyon muhasebesinin kaldırılması kaynaklı şirketin net karında farklılıklar yaşanabilir.
CIMSA	TL	Şubat	11,190	2,370	690	32%	151%	-243%	-0.4%	-0.3%	-46%	FAVÖK marjında toparlanma süreci devam ediyor. Vergi muhasebesinin değişimi kaynaklı net kar tahminimizde farklılıklar yaşanabilir.

*Değişimler reel olarak hesaplanmıştır.

**THY şirket hesaplamalarına göre FAVÖK'ün 55.522 milyon TL olmasını tahmin ediyoruz.

*** Havaçılık sektör raporu katılım endeksinde yapılan değişiklik öncesinde hazırlanmıştır.

a.d= Anlamı Değil



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Ubeyde Safvan Erbaş
Yönetmen

Teknik Analist

Muhammet Çakmak
Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut
Uzman Yardımcısı

Çimento

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 zararlar 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

