

PİYASALARDA BUGÜN

Piyasalar

Posta kutunuzda iyi haberler var...

Başarılı geçtiği söylenen ABD – Çin görüşmeleri sonrası ABD, Avrupa vadelerinde ve Asya borsalarında pozitif bir seyir ile güne başlıyoruz. Hindistan ile Pakistan arasında ateşkes ve Zelenskiy'nin Putin ile Perşembe günü Türkiye'de görüşmeye hazır olduğu açıklaması küresel risk iştahını desteklerken altın fiyatlarını aşağı çekiyor. Tahvil piyasası bu olumlu gelişmeleri satın almıyor. Salı günü açıklanacak enflasyon verisi öncesi Haziran ayında Fed faiz indirimi rafa kaldırılırken ABD verim eğrisinde tüm vadeler küçük adımlarla yükseliyor.

Müzakereler sonrası yapılan olumlu açıklamalara ve piyasanın olumlu tepkisine rağmen elimizdeki tek somut bilgi "görüşmelerin devam edeceği". Çin ile müzakereler Avrupa, Japonya, Kore gibi dış ticaret fazlası olan ülkeler ile birlikte yapılacak. Muhtemelen yaz ortasını bulacak bir süreç ile karşıyayız. Bardağın dolu tarafını görmek isteyenler için Çin müzakerecisinin sözünü tekrarlayalım. Yemekler güzel olduğu müddetçe geç gelmesinin önemi yok.

Borsa İstanbul dünya borsalarındaki yükseliş dalgasına sınırlı oranda katılıyor. Son iki günde yaşanan dipten dönüşe rağmen MSCI Türkiye sene başından beri %13, son 12 ayda %25 dolar bazında kayıp ile en kötü performans gösteren gelişmekte olan ülke endeksi. Ülke risk primi küçük adımlarla gerilemesine rağmen bankalar endeksin gerisinde kalmaya devam ediyor.

Dünya piyasalarının seyri Borsa İstanbul'da pozitif bir açılışa işaret ediyor. Küresel risk iştahında toparlanmaya ve jeopolitik risklerin azalmasına duyarlı banka ve havacılık hisseleri yükselişte öncü konuma gelebilir. Endeks için destek ve direnç seviyeleri, 9.340 ve 9.460.

Haftasonu açıklanan karlardan beklentileri yenen Emlak GYO, Halkbank, Ülker ve Turkcell'in ve nakit akışı güçlü Yataş'ta sınırlı pozitif, beklentilerin altında sonuçlar açıklayan Alarko, Akfen Yenilenebilir, Enka, Kardemir'de sınırlı negatif tepki öngörüyoruz.

Teknik bültende öne çıkardığımız hisseler: Koç Holding ve Pegasus.

Piyasa Rakamları Tablosu	BIST Rakamları(TRY)				MSCI Rakamları		Tahvil Piyasası		Para Piyasası			Piyasa Tahminleri	
	BIST-100		Hacim	Yabancı%	EM	Türkiye	Gösterge	10 Yıllık	US\$/TRY	EUR/TRY	Sepet	İs Yat.Tah. F/K	
	Kapanış	9,391	159,764	34.8	1134	263	47.11	34.73	38.6419	43.4696	41.2354	2025	0.73%
	1 Gün Δ	▲ 1.2%	▲ 10.4%	-0.1 bps ▼	-0.3% ▲	3%	-8 bps	0.0 bps ▲	0.1% ▼	-0.3% ▼	-0.4%	2026	0.31%
	1AylıkΔ	▼ -0.9%	▲ 21.2%	-1.5 bps ▲	13% ▼	-2%	-54 bps	2 bps ▲	1.7% ▼	-0.3% ▼	-0.5%	2027	0.18%
	BIST-100 En İyi / En Kötü & İşlem Hacmi En Yüksek 5 Şirket												
En İyi 5 (%)			GRTHO		10% OYAKC		7% TAVHL		6% PGSUS		6% ASTOR		5%
En Kötü 5 (%)			OTKAR		-3% KTLEV		-3% DOHOL		-3% ALTNY		-2% BIMAS		-2%
Hacmi En Yüksek 5 (TRY mn)			YKBNK		8678 THYAO		8076 AKBNK		7033 TUPRS		6465 ASELS		5542

Takip Listesi Dışındaki Şirket Haberleri**GRTHO**

Şirket, holding yapılanması kapsamında tarım ticareti ve lisanslı depoculuk faaliyetlerini tek çatı altında topladığı %100 bağlı ortaklığı Özova Tarım A.Ş.'nin, yine %100 bağlı ortaklığı Grain Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş. bünyesindeki ve Gümrük ve Ticaret Bakanlığı onaylı faaliyet belgesine sahip lisanslı depoların kapasitesini 25.000 ton artırarak 180.000 tona çıkardığını bildirdi. Şirket, böylece lisanslı depolarının 180.000 ton, serbest depolarının 105.000 ton olmak üzere toplam 285.000 ton depolama kapasitesine ulaştığını açıkladı. Şirket, yeni yatırımın 2025 finansallarına olumlu katkı yapmasını beklediğini duyurdu.

EKOS

Şirket, halka arz izahnamesinde yer alan Enerji Depolama yatırımına ilişkin olarak Çin'in Tier-1 enerji depolama firmalarından CALB Group Co., Ltd. ile 5 yıllık stratejik iş birliği anlaşması imzaladığını duyurdu. Şirket, bu anlaşma kapsamında Türkiye'de batarya teknolojileri ve sistemlerinin üretimini planladığını, CALB'nin batarya, konteyner entegrasyonu ve pil hücreleri tedarik süreçlerine yönelik teknoloji sağlayacağını ve şirketin üretim altyapısı uygunluk çalışmalarını yürüteceğini bildirdi. Şirket, imzalanan anlaşmanın üretim kapasitesinin artmasına ve uluslararası pazarlardaki satış ile pazarlama faaliyetlerinin güçlenmesine önemli katkı sağlayacağını açıkladı.

SMRTG

Şirket, Almanya'nın Münih şehrinde düzenlenen Intersolar Avrupa 2025 Fuarı'nda tüm bağlı ortaklıklarıyla birlikte yer alarak son teknoloji ürünlerini tanıttığını bildirdi. Şirket, fuar kapsamında bağlı ortaklığı Smart Güneş Enerji Ekipmanları Pazarlama A.Ş. ile Zes Solar Enerji Tedarik ve Ticaret A.Ş. arasında toplam 300 MW kapasiteye sahip güneş paneli üretimi ve tedariki sözleşmesini imzaladığını duyurdu. Şirket, projede Aliağa Entegre Üretim Tesis'i'nde üretilen yerli güneş hücrelerinin kullanılarak yerli güneş panelleri üretileceğini açıkladı.

HRKET

Şirket, stratejik hedefleri doğrultusunda off-shore projelere sunduğu hizmetleri geliştirmek amacıyla Çin'de yerleşik bir tersane ile 10.000 ton taşıma kapasiteli, "330 class" ağır yük taşıma ve montaj maksatlı, yüzer vinç olarak da kullanılabilecek özel barge yapımı için anlaşma imzaladığını duyurdu. Şirket, söz konusu bargelerin 2025 Eylül ayında teslim edileceğini ve Ortadoğu, Asya-Pasifik ile Akdeniz bölgelerindeki petrol, gaz, yenilenebilir enerji ve diğer projelerde aktif olarak kullanılacağını bildirdi. Şirket, bu yeni yatırım ile off-shore projelere sunduğu hizmet kalitesinin artacağını ve cirosu ile FAVÖK tutarına olumlu katkı sağlayacağını açıkladı.

MIATK

Şirket, küresel iş geliştirme hedefleri çerçevesinde madencilik teknolojileri, yapay zeka ve robotik, savunma, yüksek teknoloji, yaşam bilimleri ve enerji (SMR) alanlarında; Kuzey ve Güney Amerika, Orta Doğu ve Kuzey Afrika, Türki Cumhuriyetler ile Körfez Ülkeleri'ni kapsayan coğrafyalarda faaliyet gösterecek şekilde ABD merkezli iki şirket ile mutabakat ve işbirliği anlaşması imzaladığını bildirdi. Şirket, bu anlaşmaların gelişmiş savunma teknolojileri ve çözümlerinin geliştirilmesi, yeni nesil maden bilişim teknolojileri ve yapay zeka entegrasyonları, gelişmiş veri merkezleri ve karar zekâsı platformlarının kurulumu ile iyileştirilmesi, tıbbi teknoloji ve kök hücre araştırmalarının başlatılması ve SMR dağıtım-ticarileştirilmesini kapsadığını açıkladı.

TBORG

Şirket, İtalyan Campari Group ile mevcut işbirliğini genişleterek grup bünyesindeki bazı distile içki markalarının Türkiye'deki satış, pazarlama ve dağıtımını içerecek ürün ithalat anlaşmasının kapsamını genişlettiğini ve ilgili ürünlerin ithalatına başladığını duyurdu. Şirket, ayrıca Finlandia Vodka Limited ile Finlandia markası altındaki votka ürünlerinin satış, pazarlama ve dağıtımını kapsayan bir ithalat anlaşması imzaladığını açıkladı.

ARZUM

Şirket, 10 Mart 2025 tarihli KAP açıklamasında Rekabet Kurulu tarafından 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'un 4. maddesini ihlal edip etmediğinin tespitine yönelik olarak şirket hakkında soruşturma açılmasına karar verildiğinin kendilerine bildirildiğini duyurmuştu. Şirket, yürütülen uzlaşma süreci sonucunda Rekabet Kurulu'nun 24 Nisan 2025 tarihli ara kararında belirtilen uzlaşma metnini kabul ettiğini açıkladı. Şirket, uzlaşma sonrası verilen karar uyarınca idari para cezası tutarında %25 indirim yapılarak şirket aleyhine 11.402.467,87 TL idari para cezası uygulanmasına karar verildiğini bildirdi. Şirket, söz konusu idari para cezasının gerekçeli kararın tebliğinden sonra 5326 sayılı Kabahatler Kanunu'nun 17. maddesi kapsamında ödeneceğini duyurdu.

TAV Holding

Kapanış (TL) : 233.6 - Hedef Fiyat (TL) : 391.5 - Piyasa Deg.(TL) : 84863 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 21.4

TAVHL TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 67.59 Analist: esirinel@isyatirim.com.tr



Nisan'da toplam yolcu trafiği %8 büyüdü

TAV Havalimanları'nın toplam yolcu trafiği Nisan ayında yıllık bazda %8 artarak 8,13 milyona yükseldi. Nisan ayında dış hat yolcu trafiği yıllık bazda %13 artarken, iç hat yolcu trafiği sabit kaldı. Almatı, Gürcistan, Medine ve Tunus, TAV Havalimanları portföyünde yolcu trafiği büyümesi açısından en iyi performans gösterenler oldu.

Ülker Bisküvi

Kapanış (TL) : 112.7 - Hedef Fiyat (TL) : 239 - Piyasa Deg.(TL) : 41617 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 32.73

ULKER TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 112.07 Analist: oacikalin@isyatirim.com.tr



ULKER 1Ç25 Sonuçları

Sonuçlar beklentilerin üstünde: UMS-29 kapsamında Ülker 1Ç24'teki 3 milyar TL net kara kıyasla 1Ç25'te 2,4 milyar TL net kar açıkladı (İş Yatırım:1,9 milyar TL, piyasa:1,9 milyar TL). Net satışlar reel olarak yıllık bazda yatay seyrederek 26,9 milyar TL seviyesinde gözlemlendi (İş Yatırım:26,45 milyar TL, piyasa:26,45 milyar TL). Konsolide FAVÖK yıllık bazda %2 daralma ile 5,48 milyar TL'ye gerilese de beklentileri aştı. (İş Yatırım: 5,1 milyar TL, piyasa: 4,9 milyar TL) FAVÖK marjı 30 baz puan daralma kaydetti. 1Ç24'e kıyasla artan kur farkı giderleri ve düşen parasal kazançlar net karda daralmaya sebep oldu. Beklentilerin üstünde gelen operasyonel sonuçların etkisi nakit akışına yansımadiğinden hafif pozitif bir piyasa tepkisi görülmüştür.

Türkiye operasyonları %8 civarındaki hacim daralmasına rağmen ciroda %7'lik büyüme kaydederken faaliyet marjlarında da iyileşmeler gözlemlendi. Yurtdışı operasyonlarda ise %12'lik hacim, %17'lik ciro düşüşü kaydedildi. Yurtdışı operasyonların brüt kar marjı yatay seyrete de faaliyet giderleri kaynaklı FAVÖK marjında 200bps'lik daralma kaydedildi.

İşletme sermayesindeki kaynaklı nakit çıkışları ile beraber operasyonel nakit akışı -5,7 milyar TL olarak gözlenirken Serbest nakit akışı ise -5,2 milyar TL seviyesinde. Negatif nakit akışlarının temel sebepleri ilişkili taraflardan ticari alçaklar ve stoklardaki ciddi miktardaki artış olarak gözüküyor. Net Borç/FAVÖK oranı ise geçtiğimiz çeyrek sonundaki 1,4x seviyesinden 1,8x seviyesine yükseldi

Anadolu Grubu Holding

Kapanış (TL) : 277.75 - Hedef Fiyat (TL) : 554 - Piyasa Deg.(TL) : 67642 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 6.04

AGHOL TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 99.46 Analist: oacikalin@isyatirim.com.tr



AGHOL 1Ç25 Sonuçları

UMS-29 kapsamında

Anadolu Grubu Holding, UMS-29 kapsamında, 1Ç24'teki 2,85 milyar TL'lik net kara kıyasla 580mn TŞ net kar kaydetti. Proforma bazda 1Ç24 karı 2,46 milyar TL seviyesindeydi. Net kârdaki düşüşün ana nedeni bira&meşrubat ve perakende grubunun azalan net kar katkısı olarak öne çıkıyor. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardaki 958 milyar TL'lik zarar kaydedildi (özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların değerinin büyük kısmını TOGG oluşturuyor). Otomotiv segmenti hariç tüm segmentlerde UMS-29 kapsamında net karda reel bazda daralma gözlemlendi. Konsolide gelirler perakende segmenti sayesinde proforma bazda %2 oranında artarak 134,6 milyar TL'ye ulaşırken, diğer ana segmentlerin satışlarda reel bazda daralma gözlemlendi. Proforma bazda bira ve perakende segmentinin katkısıyla konsolide FAVÖK'te %12,7'lik büyüme kaydedildi. Yorum Borsada işlem gören iştirakler mali tablolarını daha önce açıkladıkları için ve Togg'un zararı önceki çeyrekte de gözlemlendiği için sonuçlara yönelik önemli bir piyasa tepkisi beklemiyoruz.

Solo net borç yatay seyretti: Holding'in konsolide net borç pozisyonu 4Ç24 sonundaki 843mn EUR'ya kıyasla Rusya bira operasyonlarının konsolidasyondan çıkması etkisiyle 2.074mn EUR seviyesine yükseldi. Konsolide Net Borç / FAVÖK ise 1,6x seviyesinde (4Ç24 sonu: 0,5x). Holding'in solo net borç pozisyonu 1Ç25 sonu itibarıyla 2,6 milyar TL seviyesinde yatay seyretti.

UMS-29'un etkisi olmadan

Anadolu Grubu Holding proforma bazda1Ç24'te 375mn TL'lik net kara kıyasla 1Ç25'te 2,2milyar TL net zarar elde etti. Konsolide ciro, MGROS'un güçlü katkısıyla 1Ç25'te yıllık bazda %40,5 artarak 132 milyar TL'ye ulaştı. Konsolide FAVÖK yıllık bazda %13 artarak 12 milyar TL'ye yükseldi. Holding'in NAD'ına göre mevcut iskontosu, sırasıyla %34 ve %37 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama kıyasla %38 seviyesinde.

Turkcell

Kapanış (TL) : 92.3 - Hedef Fiyat (TL) : 159.98 - Piyasa Deg.(TL) : 203060 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 73.36

TCELL TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 73.32 Analist: eakalan@isyatirim.com.tr



TCELL 1Ç25 Sonuçları

Şirket Haberleri

Net kar beklentilere paralel, FAVÖK %7 aştı: Tahminlere paralel olarak, Turkcell 1Ç25'te 3,08 milyar TL net kar açıkladı (İş Yatırım: 3,16 milyar TL; Piyasa: 3,15 milyar TL). Bu rakam, 1Ç24'te 3,64 milyar TL olarak gerçekleşmişti. Net kârın yıllık bazda %15'lik düşüşü, i) efektif vergi oranındaki 14 puanlık artış, ii) parasal kazançlardaki düşüş (-%74 yıllık bazda) ve iii) geçen yılın net karını destekleyen Ukrayna varlıklarının satışından elde edilen 747 milyon TL'lik kazancın bu sene olmaması nedeniyle gerçekleşti. Şirket ayrıca, 1Ç25'de özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan (TOGG) 864 milyon TL zarar kaydetti (1Ç24: 77 milyon TL zarar). Varlık satışının etkisi hariç tutulduğunda, net kar, güçlü operasyonel performansın etkisiyle yıllık bazda %6,6 artış gösterdi.

Tahminlerle uyumlu, konsolide gelirler yıllık bazda %12,7 artarak 48,0 milyar TL'ye ulaştı. Karma mobil ARPU, daha geniş faturalı abone tabanı (+153 bin adet çeyrek bazda artış), rasyonel fiyatlandırma stratejisi ve etkili üst paket satışları sayesinde yıllık bazda %14,1 artışla 284 TL'ye ulaştı. Öte yandan, alternatif veri çözümlerinin (e-SIM gibi) yaygınlaşması ve müşteri tercihlerinin faturalı tarifelere kayması nedeniyle ön ödemeli abone tabanı çeyrek bazda nette 177 bin daraldı. Sonuç olarak, faturalı abone payı bir yıl önceki %72'den %76'ya yükselerek tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştı. Fiber ARPU, 12 aylık sözleşmelerin payındaki artış, fiyat artışları ve üst paket satışları sayesinde 1Ç25'te 30 bin net artışla yıllık bazda %17,7'lik büyüme kaydetti. Yoğun pazar dinamikleri nedeniyle churn oranları geçen yılın biraz üzerinde gerçekleşti.

Pazar beklentisini %6 aşan FAVÖK, 21,0 milyar TL (+%19) olarak gerçekleşirken, 1Ç25'te FAVÖK marjı %43,7'ye yükseldi (1Ç24: %41,4). Marj artışının temel nedenleri, gelir içindeki payları azalan satış maliyetleri, enerji giderleri, finansman maliyetleri ve arabağlantı giderleri oldu.

Finansal kaldıraçta hafif artış: Net borç, 2024 yılı sonu itibarıyla 11,8 milyar TL'den 2025 yılının ilk çeyreği sonu itibarıyla 16,6 milyar TL'ye yükseldi. Buna göre, Net borç/FAVÖK oranı 0,15x'ten 0,21x'e yükseldi. 1Ç'de ödenen 3 milyar TL tutarındaki kablosuz kullanım ücreti ve devam eden yatırımlar kaynaklı nakit çıkışı, kaldıraç oranını çeyrek bazda hafifçe yukarı çekti. 1Ç25 sonu itibarıyla şirketin 76 milyon ABD doları tutarında kısa döviz pozisyonu bulunuyor.

2025 yılı beklentilerinde değişiklik yok: Yıla güçlü bir başlangıç yapan şirket, şimdilik 2025 yılı beklentilerini koruyor. Makroekonomik ortam ve piyasa dinamiklerine bağlı olarak, 2025 yılının ikinci çeyreğinde bir revizyon görebiliriz. Ancak yönetim, yıl sonu enflasyon tahminini %30,5'ten %35'e yükselttiği için (henüz beklentilere yansımada) temkinli davranıyor. Hatırlatmak gerekirse, Turkcell 2025 yılı için i) %7-9 gerçek gelir artışı, %41-42 FAVÖK marjı (2024'te %41,9), ~%24 yatırım harcaması/satış (2024'te %22,8) beklentisi paylaşmıştı. Yatırım harcaması öngörüsü, 5G ile ilgili planlanan altyapı harcamalarını içermektedir ancak potansiyel lisans ücretini içermemektedir.

Akfen Yenilenebilir Enerji

Kapanış (TL) : 17.57 - Hedef Fiyat (TL) : 34.62 - Piyasa Deg.(TL) : 21031 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 2.05

AKFYE TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 97.06 Analist: agurleyen@isyatirim.com.tr



AKFYE 1Ç25 Sonuçları

Gerçekleşen ve Tahminler

Net kar yıllık bazda %195 daralarak 1Ç25'te TL 836 mn seviyesinde kaydedildi (İş Yatırım: TL 602 mn). Net satışlar TL 1.164 mn seviyesinde gerçekleşti (İş Yatırım: TL 1.188 mn, Piyasa Beklentisi: TL 982 mn) ve yıllık bazda %27 geriledi. Hasılatdaki bu düşüşte elektrik fiyatlarındaki reel daralma etkili oldu. FAVÖK ise TL 601 mn seviyesinde gerçekleşti (İş Yatırım: TL 712 mn, Piyasa Beklentisi: TL 554 mn).

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Kurak geçen ilk üç ay sebebiyle HES'lerdeki üretim %37 daralırken hibrit RES&GES santrallerinin de katkısı dikkat çekiyor ve RES&GES toplam üretiminin %7 kadar arttığını görüyoruz. Kapasite artışları ilk çeyrekte kısmi katkı verse de toplam üretim %11 daralama ile 440GW seviyesinden 402GW'a geriledi. Düşen elektrik üretiminin yanı sıra elektrik fiyatlarının reel anlamda daralması da hasılatdaki daralmada önemli rol oynadı. Kur artışının enflasyonun altında kalmasıyla hasılat daralırken maliyetlerin TL bazlı olması faaliyet karlılığında daralmaya yol açtı. FAVÖK %42 küçülürken FAVÖK marjı da 13.2 puan düşüşle 1Ç24'te %64.7 seviyesinden 1Ç25'te %51.6 seviyesine geriledi. Net finansman giderlerinin özellikle finansman gelirindeki düşüş sebebiyle artmasıyla net kar yıllık bazda %48 daralarak TL 836 mn seviyesinde kaydedildi.

Değerleme Üzerindeki Etkisi ve Görünüm

Kapasite artışları sayesinde, şirketin yıl sonu dolar bazlı FAVÖK'ünde yıllık %30 artış beklentimizi koruyoruz. Elektrik fiyatlarının reel anlamda gerilediği bir ortamda, kapasite artışları sayesinde şirket yılın kalanında yenilenebilir enerji üreticileri arasında ön plana çıkabilir.

Yorum: Daralan faaliyet karlılığının ışığında son haftadaki piyasa fiyatlamasını da göz önünde bulundurduğumuzda piyasa tepkisinin olumsuz olmasını bekliyoruz.

Alarko Holding

Kapanış (TL) : 87.3 - Hedef Fiyat (TL) : 168.46 - Piyasa Deg.(TL) : 37976 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 24.12

ALARK TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 92.97 Analist: agurleyen@isyatirim.com.tr



ALARK 1Ç25 Sonuçları

Net zararda %33 artış. Net zara geçen senenin aynı çeyreğine kıyasla %33 artarak TL -2.346 seviyesine yükseldi. Hasılat özellikle elektrik fiyatlarındaki reel daralma kaynaklı elektrik üretim hasılatındaki gerileme ile yıllık bazda %19 düşüşle TL 8.057 mn seviyesine gelirken dağıtım tarafındaki önemli ölçüde toparlanma ile FAVÖK yıllık bazda %12 artış gösterdi ve TL 1,763 mn seviyesine ulaştı. Sonuçlarda i) elektrik fiyatlarındaki reel daralma ii) elektrik dağıtım iş kolundaki toparlanma iii) tarımda FAVÖK marjında daralma ve artan borçluluk sebebiyle net karın baskılandığı görülüyor.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Elektrik fiyatlarındaki reel düşüş. Elektrik üretim tarafına baktığımızda elektrik fiyatları dolar bazlı %2 artmış olmasına rağmen kur artışının enflasyonun altında kalmış olması hasılatta %20 daralmaya yol açtı. Özellikle kurak sezon kaynaklı HES üretimiyle birlikte toplam elektrik üretimindeki %4 azalma da hasılatdaki düşüşte rol oynadı. FAVÖK tarafında Cenal'de kömür fiyatlarının reel anlamda düşmesiyle bir miktar iyileşmeye yol açtığını görsek de diğer santrallerdeki daralma sebebiyle toplam FAVÖK'ün de %20 daraldığını görüyoruz. Üretimde azalan net nakit ve artan finansman giderlerin de etkisiyle net zarar %113 artarak TL -869 mn seviyesinde kaydedildi.

Elektrik dağıtım tarafında toparlanma. Elektrik dağıtım iş kolunda hasılat TL 3.445 mn seviyesinde gözlenirken, geçen senenin aynı çeyreğinde TL 3.448 mn seviyesine kıyasla yatay seyretti. Fakat FAVÖK 1Ç24'te TL -451 mn seviyesinden 1Ç25'te TL 388 mn seviyesine ulaştı. Dağıtım iş kolu net zarar yazmaya devam ederken operasyonel sonuçlardaki toparlama sayesinde net zarar %26 azalarak TL -849 mn seviyesine geldi.

Tarım iş kolunda artan sera alanlarının etkisi. Şirket'in artan sera yatırımlarıyla tarım iş kolu hasılatı %114 artış kaydederek TL 372 mn seviyesine ulaştı. Fakat FAVÖK tarafında %57 daralma ile TL 36 mn FAVÖK kaydedildiğini görüyoruz. Burada işgücü maliyetlerinin etkili olmuş olabileceğini düşünüyoruz. Artan sera yatırımlarıyla birlikte net borç kalemi de artmaya devam etti ve finansman giderlerinin de baskısıyla tarım tarafında net zarar %311 daralama ile TL -119 mn seviyesine geriledi.

Değerleme Üzerindeki Etki ve Görünüm

Dağıtım tarafındaki toparlanmanın sene boyunca devam etmesini ve artan DVT'nin FAVÖK'teki artışa katkı sunmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Üretim tarafında ise HES'lerden kaynaklı bir daralma gözlesek de özellikle Cenal'in yarattığı FAVÖK ile 1Ç25 sonuçlarının şirket tahmini olan 135 mn \$ yıl sonu FAVÖK ile uyumlu olabileceğini öngörüyoruz.

Enka İnşaat

Kapanış (TL) : 68.05 - Hedef Fiyat (TL) : 91 - Piyasa Deg.(TL) : 408300 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 34.74

ENKAI TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 33.73 Analist: aukoseoglu@isyatirim.com.tr



ENKAI 1Ç25 Sonuçları ve Hedef Fiyat Değişikliği

Gerçekleşen ve Tahminler

Net kâr beklentilerin oldukça altında kalırken, gelirler ve FAVÖK yıllık bazda güçlü bir büyüme kaydetti. Enka, 1Ç25'te beklentilerin aşağısında ve yıllık bazda %17,6 düşüşle 3,9 milyar TL (İş Yatırım: 6,9 milyar TL, Piyasa: 6,9 milyar TL) net kâr açıkladı. 1Ç25'te daha güçlü bir operasyonel performans sergilenmesine rağmen, net kârdaki düşüş temel olarak yatırım portföyündeki kur farkı giderleri ve geçen yılın aynı çeyreğinde hisse senedi varlıklarının gerçeğe uygun yeniden değerlemesinden kaynaklanan değer kazancının 1Ç25'te değer kaybına dönüşmesinden kaynaklandı. Tahminlerimize paralel olarak, Enka 1Ç24'teki 18,225mn TL'lik gelirine kıyasla 1Ç25'te 29,867mn TL (İş Yatırım: 29,751mn TL, Piyasa: 29,489mn TL) gelir elde etti. Konsolide FAVÖK 1Ç25'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %118,1 artışla 6.494mn TL (İş Yatırım: 6.086mn TL, Piyasa: 6.232mn TL) olarak gerçekleşirken, FAVÖK marjı 1Ç24'teki %16,3'e kıyasla %21,7 oldu.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Konsolide gelirler bir önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında %39,9 oranında artarak 825 milyon dolara ulaştı. Gelirlere en büyük katkı %63,5 pay ile taahhüt segmentinden gelirken, segmentin gelirleri 524 milyon dolar olarak gerçekleşti ve dolar bazında yıllık bazda %17,9'luk bir büyümeye işaret etti. Enerji segmentinde ise 1Ç24'te kaydedilen 19 milyon dolar gelire kıyasla 1Ç25'te 147 milyon dolar gelir kaydedildi. Yüksek doluluk oranlarını koruyan gayrimenkul segmentinin gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında %7,9 oranında artarak 86 milyon dolara ulaşırken, ticaret segmentinin gelirleri dolar bazında %46,8 oranında artarak 68 milyon dolar olarak gerçekleşti.

Konsolide FAVÖK'te yıllık bazda güçlü büyüme. Konsolide FAVÖK, dolar bazında yıllık bazda %87,1 artışla 178 milyon dolar olarak gerçekleşti. Taahhüt segmentinde 96 milyon dolar FAVÖK elde edilirken, FAVÖK marjı yıllık bazda 8,1 puanlık artışla %18,4 olarak gerçekleşti. 1Ç24'te negatif FAVÖK açıklayan enerji segmenti 1Ç25'te 16 milyon dolar pozitif FAVÖK açıklarken, FAVÖK marjı %10,6 olarak gerçekleşti. Öte yandan, gayrimenkul ve ticaret segmentleri 54 milyon dolar ve 12 milyon dolar FAVÖK elde ederken, FAVÖK marjları geçen yılın aynı dönemindeki %58,0 ve %23,9 seviyelerine kıyasla sırasıyla %63,0 ve %17,9 olarak gerçekleşti.

Bakiye sipariş büyüklüğü. İnşaat segmentinin bakiye sipariş büyüklüğü bir önceki çeyrekte 5,8 milyar dolar iken 6,7 milyar dolara yükseldi. Yeni sözleşme edinimleri 1Ç25'te 1,3 milyar dolar olarak gerçekleşirken, 1Ç25'te sipariş/teslimat oranı 1,7x olarak gerçekleşti.

Güçlü net nakit pozisyonu. Holding, 4Ç24 sonu itibarıyla 5,40 milyar dolar olan net nakit pozisyonuna (uzun vadeli finansal yatırımlar dahil) kıyasla 1Ç25 sonu itibarıyla 5,42 milyar dolar net nakit pozisyonuna sahip oldu.

Yorum/Değerleme. Beklentilerin altında kalan net kâr sonuçlarına piyasanın ilk tepkisi hafif olumsuz olabilir. Ancak, beklentilerin hafif üzerinde gelen FAVÖK ve FAVÖK'teki yıllık bazlı güçlü büyümeyi ve bakiye sipariş büyüklüğündeki güçlü artışı olumlu olarak değerlendiriyoruz. Model portföyümüzde yer alan ENKAI için AL tavsiyemizi koruyor ve i) ileriye dönük ciro tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon, ii) makro

Yataş Yatak

Kapanış (TL) : 25.28 - Hedef Fiyat (TL) : 48.39 - Piyasa Deg.(TL) : 3787 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 0.71

Şirket Haberleri

YATAS TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 91.41 Analist: eakalan@isyatirim.com.tr



YATAS 1Ç Sonuçları

Yatay bir ciro performansı ve daha yüksek faaliyet giderleri nedeniyle FAVÖK marjında daralma. Konsensüs tahmin olan 1 milyon TL net kârın altında, şirket 1Ç24'te 100 milyon TL net kâr elde ederken, bu çeyrekte 39 milyon TL net zarar açıkladı. Net kardaki düşüş, önceki yıla kıyasla daha düşük faaliyet karının yanı sıra daha yüksek finansal giderler ve daha düşük kur kazancından kaynaklandı. Piyasa beklentileriyle paralel olarak, ciro yıllık bazda %1,8 daralarak 4,6 milyar TL'ye geriledi. Gelirlerin durgun seyrine rağmen, şirket, uygun girdi maliyet dinamikleri sayesinde brüt kar marjını yıllık bazda 280 baz puan artırarak %34,1'e (2024 yılının ilk çeyreği: %31,3) çıkardı. FAVÖK marjı ise, faaliyet giderlerindeki belirgin artışın etkisiyle yıllık bazda 209 baz puan daralarak %8,8'e geriledi. Sonuç olarak, 1Ç25 FAVÖK 402 milyon TL ile beklentilere paralel gerçekleşti.

Güçlü serbest nakit akışı. Operasyonel nakit akışı geçen yıla göre iki katına çıkarken, serbest nakit akışı yıllık bazda 2,6 kat artarak 1Ç25'te 894 milyon TL'ye ulaştı. Bu güçlü performans, işletme sermayesi/satışların iyileşmesinden kaynaklandı. Buna bağlı olarak, net borç pozisyonu 2024 yılı sonu itibarıyla 4.492 milyon TL'den 2025 yılının ilk çeyreği sonu itibarıyla 4.285 milyon TL'ye geriledi.

Yorum: Net kar tahminlerin altında kalmasına rağmen, güçlü serbest nakit akışı performansının piyasalarda olumlu karşılanmasını bekliyoruz.

Kardemir (D)

Kapanış (TL) : 23.98 - Hedef Fiyat (TL) : 37 - Piyasa Deg.(TL) : 18710 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 39.53

KRDMD TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 54.3 Analist: aukoseoglu@isyatirim.com.tr



KRDMD 1Ç25 Sonuçları

Zayıf 1Ç25 sonuçları. Kardemir beklentilerin altında kalarak, 1Ç24'teki 1,15 milyar TL net zarara kıyasla 1Ç25'te 1,48 milyar TL net zarar açıkladı (İş Yatırım: -247 milyon TL, piyasa: -165 milyon TL). Çelik fiyatlarındaki gerileme sonucu operasyonel performansta yaşanan düşüş ile yüksek kur farkı giderleri net zarar rakamının ana nedeni olarak öne çıkıyor. Şirket ayrıca enflasyon muhasebesi sonucunda 1Ç24'teki 13 milyon TL'ye kıyasla 1Ç25'te 134 milyon TL parasal kazanç elde etti.

Satış hacminde yıllık bazda %13 artış. Kardemir 1Ç25'te bir önceki yılın %5 üzerinde 646 bin ton sıvı çelik üretimi gerçekleştirdi ve sıvı çelik KKO %74 seviyesinde gerçekleşti (1Ç24: %71). Şirketin 1Ç25'te toplam çelik satış hacmi 636 bin ton ile yıllık bazda %13 artış gösterdi. Hacimdeki artışa rağmen çelik satış fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle 1Ç25'te yıllık bazda %15 düşüşle 14,4 milyar TL net satış geliri elde etti (İş Yatırım: 14,1 milyar TL, piyasa: 14,0 milyar TL). Enflasyonla düzeltilmiş rakamlara göre hesapladığımız ton başına ortalama ciro 1Ç24'teki 908 dolar ve 1Ç24'teki 716 dolar seviyesinden 1Ç25'te 684 dolar seviyesine geriledi.

Çelik fiyatlarındaki düşüş sonucu marjlar baskı altında. Kardemir yıllık bazda %56 düşüşle 1Ç25'te 716 milyon TL brüt kar elde ederken brüt kar marjı %5,0 seviyesinde gerçekleşti. (1Ç24: %9,6). Faaliyet giderleri/satış oranı 1Ç25'te yıllık 0,4 puan yükselişle %2,1'e ulaştı. FAVÖK beklentilere paralel şekilde, yıllık bazda %44 düşüşle 1Ç25'te 1,11 milyar TL olarak gerçekleşti (İş Yatırım: 963 milyon TL, piyasa: 1,07 milyar TL). FAVÖK marjı ise 1Ç25'te düşen çelik fiyatlarının etkisiyle %7,7 seviyesinde gerçekleşti (1Ç24: %11,7). Enflasyonla düzeltilmiş rakamlara göre hesapladığımız ton başına FAVÖK ise 1Ç25'te 33 dolar olarak gerçekleşerek 88 dolar olan 1Ç24 rakamının altında kaldı.

Net nakit pozisyonunda gerileme. Serbest nakit akımının 1Ç24'teki 1,45 milyar TL'den 1Ç25'te negatif 2,94 milyar TL'ye gerilemesinde ticari borçlardaki düşüş sonucu artan işletme sermayesi ihtiyacı, zayıf operasyonel performans ve yatırım harcamalarında artış rol oynadı. Kardemir'in 4Ç24 sonundaki 2,1 milyar TL net borç pozisyonu 1Ç25 sonunda 5,0 milyar TL'ye yükseldi.

Yorum: Kardemir'in 1Ç25 sonuçlarına hafif negatif piyasa tepkisi bekliyoruz. Kardemir D hisseleri son bir haftada endeksin %1,7 aşağısında işlem görürken, son bir ayda ve yılbaşından beri ise endeksin %7,4 altında kaldı.

Emlak Konut GYO

Kapanış (TL) : 12.78 - Hedef Fiyat (TL) : 23.56 - Piyasa Deg.(TL) : 48564 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 81.3

EKGYO TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 84.34 Analist: eyerturk@isyatirim.com.tr



EKGYO 1Ç25 Sonuçları

Sirket Haberleri

Güçlü konut satışlarının desteğiyle muazzam bir ciro performansı. Emlak Konut REIT (EKGYO.IS), 2025 yılının ilk çeyreğinde 22.779 milyon TL'lik yüksek bir gelir elde etmiştir. Bu rakam, 2024 yılının ilk çeyreğinde kaydedilen 3.114 milyon TL'ye kıyasla önemli bir artışa işaret etmektedir. Yıllık bazda kaydedilen güçlü ciro artışı, konut ve ticari birim satışlarındaki artışın yanı sıra arsa satışlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Konut ve ticari birim satışlarından elde edilen gelir 18.378 milyon TL'ye (2024 yılının ilk çeyreği: 1.443 milyon TL) yükselirken, arsa satış gelirleri 2.552 milyon TL (2024 yılının ilk çeyreği: 665 milyon TL) olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, danışmanlık gelirleri 2025 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %58,2 artışla 1.529 milyon TL'ye yükselmiştir. Sağlam ciro büyümesine rağmen, brüt kar marjı yıllık bazda 15,5 puan düşüşle %26,2'ye gerilemiştir. Bu düşüşün temel nedeni, gelir yapısında kar marjları genellikle daha düşük olan konut satışlarının payının artmasıdır. Bununla birlikte, brüt kar 2024 yılının 1. çeyreğinde 1.298 milyon TL'den 2025 yılının 1. çeyreğinde 5.961 milyon TL'ye yükselmiştir.

Net kar da güçlü bir artış göstererek 2024 yılının ilk çeyreğinde 113 milyon TL'den 2025 yılının ilk çeyreğinde 3.253 milyon TL'ye ulaşırken, net kar marjı yıllık bazda 10,7 puan artışla %14,3'e yükselmiştir. Şirketin 1Ç24'te 883 milyon TL olan net finansal geliri, 1Ç25'te 877 milyon TL net finansal gidere dönüştü. Öte yandan, net parasal pozisyon, 1Ç24'te 1.930 milyon TL zarar iken, 1Ç25'te 149 milyon TL kazanca yükselerek, yüksek finansal giderlerin etkisini kısmen telafi etti.

Net borç pozisyonunda artış: Şirketin net borcu, 2024 yılının ilk çeyreğinde 5.047 milyon TL'den 2025 yılının ilk çeyreğinde 8.028 milyon TL'ye önemli ölçüde artarak finansal giderlerin ana etkeni oldu. Net borç pozisyonu, 2024 yılının dördüncü çeyreğinde 4.623 milyon TL'den 2025 yılının ilk çeyreğinde 7.501 milyon TL'ye yükseldi.

Yorum: i) konut ve arsa satışlarındaki önemli büyüme ve ii) kârlılıktaki güçlü iyileşme sayesinde 1Ç25 sonuçlarına olumlu bir piyasa tepkisi beklenebilir. Olumlu.

Ajanda & Uyarı Bilgilendirmesi

Yurtiçi Ajanda

SOKM 1Ç25 mali tablo açıklaması (İŞY net kar tahmini: -162 mn TL, Piyasa beklentisi: -162 mn TL)

DOAS 1Ç25 mali tablo açıklaması (İŞY net kar tahmini: 1,519 mn TL, Piyasa beklentisi: 1,665 mn TL)

İşbu rapor içerisinde yer alan bilgiler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım" veya "Şirket") tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını kendi özel yatırım hedeflerine ve mali durumlarına göre ve gerekli gördüklerinde bağımsız danışmanların yardımıyla vermelidir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım tarafından Borsa İstanbul A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş. gibi kamu kurumları, çeşitli medya kuruluşları ve güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Bu rapor ve içindeki bilgiler bazı geleceğe dönük varsayımlar içermekle birlikte, bu varsayımlar kesin veya mutlak sonuçları garanti etmemektedir. Rapordaki bilgiler doğrulama, tamamlama veya değişiklik gerektirebilir. Bu doğrultuda, Şirket herhangi bir tarafa bildirimde bulunmaksızın veya izin almaksızın dilediği zaman gerekli değişiklikleri yapma hakkını saklı tutar. Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez ya da elektronik ortamda ek olarak gönderilemez. (www.isyatirim.com.tr)

Bu rapor, herhangi bir menkul kıymetinin satışı veya devralınmasına ilişkin bir teklif, davet veya yatırım yapma yönünde bir teşvik teşkil etmemektedir ve hiçbir hukuki anlaşma veya sözleşmeye dayanak oluşturmaz. Yatırımcıların, burada yer alan tüm konularla ilgili kendi araştırmalarını yapmaları ve yatırım kararlarını bu araştırmalar doğrultusunda almaları gerekmektedir. Bu raporun içeriğinin kullanımından doğabilecek zararlardan dolayı Şirket, Yönetim Kurulu Üyeleri, yöneticileri veya çalışanları sorumluluk veya yükümlülük kabul etmemektedir. Öneri bilgilendirmesi: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (İş Yatırım" veya "Şirket"), Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BIST") bünyesinde yer alan halka açık şirketler için AL, TUT ve SAT yönündeki önerileri BIST-100 endeksinin (endeks) beklenen getirisine göre değerlendirilmektedir. Tüm bu öneriler İş Yatırım Araştırma Bölümü analistleri tarafından şirketlerin ileride elde edeceği tahmin edilen karları, nakit akımları ve bilançolarına göre bağımsız olarak değerlendirilir. Ek olarak, analistler koşulların elverişsiz olduğu veya doğru değerlendirme yapmanın mümkün olmadığı durumlarda bazı hisse senetleri için geçici olarak GÖZDEN GEÇİRİLİYOR önerisi verebilirler. Münferit her şirket için yatırım önerisi sırasıyla belirtilen şu kriterlere göre değerlendirilir, İş Yatırım Hisse senedi tavsiye metodolojisi:

Artış Potansiyeli > %25	: AL,
%10 < Artış Potansiyeli < %25	: TUT,
Artış Potansiyeli < %10	: SAT,