



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	ARACI KURUM/BANKA - YORUM	F/K	PD/DD
ISMEN	POZİTİF	Büyüyen hacimler ve artan pazar payı sonucunda olumlu karlılık izliyoruz.. Pay piyasasında %10,9, türev piyasalarda %13,1 paya sahip diyebiliriz. 1 adet halka arz ve 11 konsorsiyum üyeliği yaptı. ÖSBA tarafında da %7,9 paya sahiptir. Pazar payı konumunu güçlendirerek koruması ve büyümeye devam etmesini bekliyoruz	8,68	2,48
ALBRK	POZİTİF	Büyümelerin devam etmesini bekliyoruz.Karşılık çözünme hususu 1 defaya mahsus bir gelir oluşturacağından ilerleyen yıllara sari etkisi olmayacağını değerlendirmekteyiz. Bu doğrultuda finansalları karşılık çözülmemiş şekilde takip ederek buradaki büyümeyi yakından takip etmeye devam edeceğiz.	1,39	0,86
TSKB	POZİTİF	Her açıdan beklentiden daha başarılı rasyolar ve karşılıkları çözmekten vazgeçmesi ile aktif kalitesinde olumlu karşılama diyebiliriz. TSKB, 2025 beklentilerini korurken sektörün aksine CoR beklentisini 25 baz puan aşağıya çekerek 50 baz puanın altında olmasını bekliyor. Bu ayrıca pozitiflik kazandıracaktır. Yıl boyu sektörden ayrılmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz.	2,80	0,90
VAKBN	POZİTİF	Karlılıkta TÜFEKS etkisi aksine dengeli büyümeye devam ediliyor. Operasyonel olarak net faiz marjı daralsa dahi faaliyet giderleri dengeli gittiğini görüyoruz. TÜFEKS değerlemesi beklenti altı yapılmasına rağmen diğer kalemlerde beklenti üstü gelişmeler ve karlılıkta özkaynak üzerinde büyümeler olumlu sonuçları bize göstermektedir. Devamlılığını yakından takip ediyor olacağız.	4,76	0,99
GARAN	POZİTİF	Nokta atışı karlılık beklentisi oluşumunun yanı sıra RoE tarafında en yüksek yapı, güçlü aktif portföyü mevcut olduğunu görüyoruz.. 2025 yılında konsolide ortalama TÜFE üstü TL kredi büyümesi, %10-12 civarında dolar bazlı YP kredi büyümesi, CoR 200-250 baz puan aralığında olması, net faiz marjının %7 bandına yakınsaması, net ücret ve komisyon büyümesinin ortalama TÜFE üstü olması, komisyon/gider solo %80-85 bandında olması, RoE %30-32 olması bekleniyor. Net faiz marjı haricinde beklentiye paralel iken net faiz marjı hafif aşağı yönlü risk var olduğunu görmekteyiz.	4,87	1,37
ISCTR	NÖTR	Net faiz marjlarında genişleme olsa dahi beklentilerin tutturulma olasılığı zayıflayan RoE ile zayıflayacağından olumsuz değerlendiriyoruz. Makroekonomik koşullardan portföyü gereği en net etkilenecek banka olarak İş Bankası karşımıza çıkmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Şirket 2025 yılında %35 TL kredi büyümesi, %6,1 net faiz marjı, %50 net ücret ve komisyon artışı, ortalama TÜFE faaliyet giderleri artışı, %3 NPL, 200 baz puan CoR, %15'ten fazla SYO, %30 RoE bekliyor.	6,14	0,82
AKBNK	NÖTR	Beklenti üstü kara rağmen RoE zayıflamasının devamlılığı ve beklentilere ulaşımdaki sorunlar doğrultusunda geleceğe yönelik beklentilerde karlılıkta aşağı yönlü riskleri artışlar gözlemliyoruz. Akbank, konsolide 2025 yılında %30'un üstünde TL kredi büyümesi (1.çeyrek %4 ve yatay beklenti), yüksek %10'lu seviyede YP kredi büyümesi (1.çeyrek %0,3 ve aşağı yönlü risk), net faiz marjı %5'e yakınsaması (1.çeyrek %2,3 ve aşağı yönlü risk), net ücret ve komisyon artışı %40 civarında olması (1.çeyrek %61,7 ve yukarı yönlü beklenti), OPEX artışı orta %40'lı seviyede gerçekleşmesi (1.çeyrek %34,8 ve yatay beklenti), OPEX/Y düşük %40'lı seviyede gerçekleşmesi (1.çeyrek %51,1 ve yatay beklenti), NPL %3,5 bandında olması (%3,3 kons/%3,5 solo ve yatay beklenti), CoR 150-200 bps arasında gerçekleşmesi (197 bps 1.çeyrek ve yatay beklenti) ve RoE %30 üzeri olması (1.çeyrek %22,7 ve yatay beklenti) bekleniyor. Hedeflerden sadece net ücret ve komisyon, NPL ve CoR tarafı şimdilik tuttuğunu gözlemlemekteyiz.	6,15	1,09
YKBNK	SINIRLI POZİTİF	En konservatif banka anlayışıyla karlılıkları beklenti üstü geldi ancak RoE tarafında sert düşüşler var. Beklentilerine en hızlı ulaşmasını beklediğimiz bankadır. Yapı Kredi, bankacılık sektöründe en konservatif beklentilere sahip diyebiliriz. Konsolide, TL kredi büyümesi ortalama TÜFE altında, YP büyümesi orta çift haneli, NFM 370 baz puan bandında oluşması, komisyon büyümesi %25-30, gider büyümesi %50 altında oluşu, CoR 150-175 baz puan bandında olmasını bekliyor. Revizyon beklentimiz 2.çeyrek bilançolarında olacak.	7,22	1,06
HALKB	POZİTİF	Net faiz marjı ve spread gelişmeleri olumlu olmakla birlikte TÜFEKS sektörün epey üzerinde gelir yazıldığını görüyoruz. TÜFEKS'li ürünlerde görece değerlemelerin sektörün üzerinde oluyor oluşu nedeniyle gelecek dönemde TÜFE katı kalmayı sürdürürse buradan gelecek gelirler diri kalmaya 3.çeyreğe kadar devam edecektir. Faaliyet giderleri tarafında da gider optimizasyonunu önemsiyoruz. Özsermaye karlılığında gelecek dönemde toparlanmayı sürdürmesini bekliyoruz. Ancak sektörün en alt RoE'lerinden birisi olduğunu hatırlatmak isteriz.	8,91	0,98



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	BİLİŞİM - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KAREL	NEGATİF	Kurumsal projeler haricinde brüt karlılıkta zayıflama sürmeye devam ediyor oluşu nedeniyle olumsuz yapı var ancak kurumsal projeler ile kademeli iyileşme görmeyi bekliyoruz. FAVÖK marjı yıllık 384 baz puan düşüşle %4,24 olarak sonuçlandı. Borçsuz yapısını sürdürüyor. Net borç/FAVÖK -13,82 olarak gerçekleşti.	0,00	4,23	0,00
LOGO	POZİTİF	Tekrarlayan gelirlerin büyümeye devam etmesi SaaS tarafında Pazar genişlemesinin sürmesi yanı sıra maliyetlerde sınırlı artış brüt karlılığı destekledi. Fintek tarafında yapılan aksiyonlar gelecek dönemde daha güçlü gelirler elde etmesini sağlayacak. Logo, Türkiye tarafında %11 gelir büyümesi, %35 FAVÖK marjı beklerken Total Soft tarafında %2 avro gelir büyümesi %23 FAVÖK marjı hedefliyor.	12,60	4,71	8,35
KFEIN	NEGATİF	Beklenti paralelinde olsa dahi zayıflayan finansallar diyebiliriz. Kafein Yazılım geliştirmeye çalıştığı yeni projeler ve aktarımlarla her sene TÜFE üzerinde karlılık getirmesini beklediğimiz şirketlerden olmaya devam etmesini bekliyoruz. Geçici dalgalanmaları olağan karşılıyoruz.	13,33	1,85	7,85
PENTA	NEGATİF	Dolar bazında baskı izleniyor. Yurtdışı Pazar mevsimsellik etkisiyle geri planda kaldı. Giderler artmaya devam ettiğini gözlemliyoruz. Penta yapısı gereği tekrarlanan gelirler ve müşteri ağı ile özellikle yılın 2.yarılarında ayırmaya çalışmaya devam ediyor. Yumuşak iniş koşulları oluştuğunda tekrardan desteklemeye devam edeceğini değerlendiriyoruz.	19,34	1,64	5,93
INDES	POZİTİF	INDES, 1Ç25'te satışlarını yıllık %9,6 daralarak 18,3 milyar TL olarak açıkladı. GfK verilerine göre sektör %17 küçülürken, şirketin %9 daralması hafif pozitif değerlendirilmektedir. Açıklanan sonuçlar, 2025 yılı büyüme hedefleriyle tutarlı olduğunu düşünmekteyiz. Karlılık tarafında çeyreklik toparlanmaya rağmen marjlar geçen yılın hafif altında seyretmiş, ancak sürdürülebilir seviyelerde kaldığını görmekteyiz. INDES'in dijitalleşme ve artan teknoloji kullanımıyla sürdürülebilir performansını korumasını bekliyoruz. Lojistik ve maliyet avantajlarıyla sektör liderliğini sürdüren şirketin, 2025'te 2 milyar \$ ciro hedefi ve 2030'da Avrupa, MEA ve Balkanlar'da ilk 5 teknoloji distribütörü olma hedefi vardır.. Şirketin güçlü operasyonel yapısıyla öne çıkmaya devam edeceğini öngörüyoruz.	19,35	0,98	2,50
ATATP	POZİTİF	Konuk ağırlama ve dijital haricinde genele yayılan karlılık ve gider optimizasyonu finansalı destekledi. FAVÖK özellikle amortisman girişlerinin artması ve brüt karlılıktaki denge doğrultusunda FAVÖK yıllık %5 artışla 140,57 milyon TL oldu. FAVÖK marjı 482 baz puan artışla %29,36 oldu.	21,36	4,20	14,00
HTTBT	POZİTİF	Dolar bazlı ciroda ve karlılıklarda büyüme var. IaaS haricinde genele yayılan büyümeyi önemsiyoruz. 2025 yılında şirket dolar bazında ciroda %33-38 büyüme, FAVÖK'te %43-48 aralığında marj, net karda %25-30 aralığında marj, yatırım/ciro oranının %30-35 aralığında olmasını bekliyor.	43,09	5,55	24,45
MOBTL	NÖTR	Sektörün daraldığı yerde diri kalışı olumlu karşılıyoruz. Yeni iş planı süreçleri ve geliştirme aşamaları doğrultusunda her geçen gün daha iyi finansallar paylaşmasını bekliyoruz.	63,83	1,21	21,82
MACKO	POZİTİF	Şampiyona olmadığı bir yılda bile başarılı seyreden bir yapı şampiyona olan yıllarda daha güçlü finansallar açıklamasına neden olacaktır. TÜFE üzerinde karlılık izlemeyi sürdüreceğiz. FAVÖK özellikle esas faaliyet gelirlerinin güçlü büyümeye devam etmesi ve alınan aksiyonlarla FAVÖK yıllık %65 büyümeyle 167,41 milyon TL oldu. FAVÖK marjı yıllık 612 baz puan artışla %62,34 oldu. Bu tarafta %55 bandında sürdürülebilirlik izlenebilir. %55 üzerinde kalıcılığı önemsiyoruz.	14,40	7,08	8,99



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FIKRI	ENERJİ - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ENJSA	NÖTR	Beklentilerin altında kalan bu sonuçları nötr olarak değerlendiriyoruz. Karlılığı baskılayan en önemli faktörün düzenlemeye tabii müşterilere yönelik uygulanan sübvansiyonlar , düşük piyasa fiyatları ve yüksek faiz ortamının hafif de olsa baskısı olduğunu düşünmekteyiz. Şirketin, önümüzdeki dönemde faiz oranlarındaki olası düşüş ve enflasyondaki normalleşme ile birlikte kârlılığını artırmasını bekliyoruz. Ayrıca, regülasyon desteğiyle şebeke ve trafo yatırımlarının hızlanması, şirketin uzun vadeli büyüme potansiyelini destekleyecektir. Defansif iş modeli, öngörülebilir nakit akışı ve regülasyon destekli altyapı yatırımları nedeniyle Enerjisa'yı beğenmeye devam ediyoruz. Şirket 1Ç25 itibarıyla 3,4x FD/FAVÖK ve 1,4x Net Borç/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.	0,00	0,84	3,83
BIOEN	NEGATİF	Piroliz yatırımı öncesi belediyelerle anlaşma etkisi ve elektrik üretimindeki düşüş karlılıkları olumsuz etkiledi. FAVÖK yıllık %57 düşüşle 82,23 milyon TL oldu. Amortisman girişleri ile brüt karlılıktaki zayıflama 21 puan kadar desteklense de engellenemedi. FAVÖK marjı yıllık 1028 baz puan düşüşle %12,81 olarak sonuçlandı. Borçlu yapı yatırım faaliyetleri nedeniyle sürüyor. Net borç/FAVÖK 15,45 olarak gerçekleşti.	0,00	2,81	65,13
TATEN	POZİTİF	Hem dolar hem TL bazlı büyüme üretimlerde zayıflamaya rağmen devam ediyor. FAVÖK tarafında esas faaliyet karı nezdinde diğer faaliyet gelirlerindeki %75'lik düşüşe rağmen yıllık %33 artışla 8,34 milyon dolar oldu. Amortisman ve faiz tarafındaki işlemler ile FAVÖK diri kalmayı sürdürdü. FAVÖK marjı yıllık 827 baz puan artışla %51,71 oldu.	8,82	2,35	11,52
NTGAZ	POZİTİF	Mevsimsellik etkisi var. Gelecek dönemde mevsim dışı karlılık izleme beklentisi ile dağıtım bedelleri enflasyon muhasebesi dışı olacağından karlılık artabilir. FAVÖK yıllık %40,17 artışla 620,93 milyon TL olarak gerçekleşirken güçlü brüt karlılık ve düşen ya da sınırlı artan maliyetler bu tarafı da güçlendirmeye devam etti. FAVÖK marjı yıllık 685 baz puan artışla %28,24 oldu. FAVÖK/Satış Hacmi rasyosu 60 baz puan artışla 4,73 oldu.	10,93	1,61	4,83
GWIND	NEGATİF	Rüzgar esmeyince sağlıklı finansallar elde edilemediğini gözlemliyoruz. Dengelenme PTF fiyatlarındaki artış ile gelecek dönemde bekliyoruz. Galata Wind, portföyü bakımından üretimi 201 GWh'tan 193 GWh'a düşmüştür. RES tarafında 12 GWh'lık düşüş etkili olmuştur. GES yatay kalmıştır. Karbon kredisi satışı yapılmamıştır. Kurulu güç 297,2 MW olmakta olup Taşpınar Hibrit GES 1 Mayıs, Mersin RES ise yeni devreye alınarak kurulu güç 347,9 MW'ye yükselmiştir. Bu sene 578,8 MW, 2030'da 1.088,8 MW'ye yükselmesi bekleniyor.	19,22	1,12	9,31
ALFAS	POZİTİF	Gider optimizasyonu ile dengelenen karlılıkları izliyoruz. Gider optimizasyonu yanı sıra yerli teşvik etkisi 2025 2.çeyrek itibarıyla net bir şekilde takip edilecek. FAVÖK brüt kar etkisiyle pozitifte döndü. Bunu olumlu karşılıyor. FAVÖK marjı 2134 baz puan artışla %9,54 oldu. Devamlılığını takip edeceğiz.	24,11	4,20	18,80
AKSEN	POZİTİF	1Q24'e göre iç pazarda %30 artış , Afrika'da %41 daralma , Asya'da ise Talimerca santralinin katkısıyla %44,6'lık büyüme gerçekleşmiştir. Bölgesel bazda favok performansı pozitif olup iç pazarda %42 favok artışı görülürken , Afrika'da satış daralmasına rağmen marj artışı sayesinde sınırlı favok düşüşü yaşanırken Asya'da %105 favok büyümesiyle karlılığa güçlü katkı sağlandığını görmekteyiz. Beklentinin üzerinde güçlü sonuçları pozitif değerlendiriyoruz. Y.dışı operasyonlarında çeşitlendirilmiş portföyü ve sabit anlaşmalarının olmasının karlılık üzerinde pozitif katkılarının devam etmesini bekliyoruz. İç pazarda ise BOTAS doğalgaz tarife zammı sonrasında marjlarda bir miktar baskı görsek de yenilenebilir enerji yatırımlarının varlığının durumu nötrlemesini beklemekteyiz	29,87	0,93	8,93



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	FİNANSMAN/GYO - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KTLEV	POZİTİF	Tasarruf sözleşme büyüklüğünün güçlenmeye devam etmesi doğrultusunda karlılıkların süreceğini değerlendirmekteyiz. Makroekonomik koşullar nedeniyle krediye erişimde sıkıntı var oldukça tasarruf finansmana ilgi artmaya devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca katılım ve katılım bankacılığı ile faaliyetlerini genişletmesi nedeniyle yumuşak iniş koşullarında da büyümeye devam etmesini bekleyebiliriz.	6,48	4,12	2,73
OZKGY	NEGATİF	İskontolu kalması sürdürüyor ancak maliyetlerdeki sert artış nedeniyle karlılıklarda daralma var. İskonto tarafında hesaplanan iskontonun tahminen 9 puan üzerinde iskonto olduğunu hesaplamaktayız.	0,00	0,29	11,79
YGGYO	POZİTİF	Satışlarda artış izlenimi ve gider optimizasyonu yapıldıkça başarılı karlılık. Net aktif değer tarafında borçluluk artışı nedeniyle sınırlı düşüş doğrultusunda finansal tablolarda net aktif değer primli seviyeye ulaştığını gösterse de 25 puan bandında iskontonun ilave kazandığını tahmin ediyoruz. Düzenli temettü dağıtmasını da ayrıca önemsiyoruz.	0,00	1,09	9,19
RYGYO	SINIRLI POZİTİF	Maliyetlerde artışa rağmen net kar artışı ve net aktif değer büyümesini olumlu karşılıyoruz. Vergi etkisinde net kar artışı ve net aktif değer güçlenişini izliyoruz. Net aktif değer özelinde 10 puan daha fazla olduğunu tahmin ediyoruz.	1,68	0,48	10,14
KZBGY	NÖTR	Marmaris içmeler tarafındaki satışlar sürüyor ancak yaz döneminde satışlar görülüyor. Net aktif değer büyümeyi sürdürüyor. Geçen sene satış yapılmamasının aksine bu sene satışların başlaması ve karlı şekilde ilerliyor oluşunu ayrıca önemsiyoruz. Kızılıbük özelinde net aktif değer tarafında güncel tablolardan ortalama 20 puan daha fazla iskonto olduğunu hesaplıyoruz. Dava süreçleri de lehte ilerliyor.	1,84	0,67	4,64
HLGYO	POZİTİF	Satışların güçlü artışı doğal olarak karlılığı destekledi. Net aktif değer tablosuna göre iskontolu yapı sürmeye devam ediyor ancak biz iskontoyu tahminen 7 puan daha fazla olduğunu hesaplamaktayız.	2,59	0,28	12,85
PSGYO	NÖTR	Satışlar düşse de diri kalan karlılık var. 10 puan fazla iskonto görüyoruz. Net aktif değer tablosunda hesaplanabilir iskontoyu 10 puan fazlasını tahmin ediyoruz.	2,79	0,45	738,32
EKGYO	POZİTİF	Arsa satışlarının güçlenmeye devam etmesi doğrultusunda karlılık pozitif kalmayı sürdürdü. Beklentilerinin büyük bir kısmına ulaştı. Net aktif değer tarafında özellikle borçlulukların azalmasıyla birlikte büyümenin sürdüğünü gözlemliyoruz. Tahmini net aktif değer tarafında en az 9-10 puanlık pozitif katkı tahmin etmekteyiz. Emlak Konut, 2025 yılında 52,04 milyar TL kdv hariç satış, 5,82 milyar TL net kar bekliyor. Satışların yarısıyla net kar beklentisinin büyük bir kısmı bu çeyrek itibarıyla tamamlanmış görünüyor.	3,49	0,48	7,84
AKSGY	NÖTR	Kira gelirlerinde mevsimsel negatif etki olsa da iskontolu kalmayı sürdüren bir yapı var. Kira gelirlerinde diri kalışı olumlu karşılamakla beraber bu tarafta en iyi sezonun yaz döneminde olmasını bekliyoruz. Net aktif değer iskontosunun tahminen 5 puan fazla olduğunu değerlendiriyoruz.	4,43	0,44	7,57
AVPGY	NEGATİF	İskontolu işlem görse de satış ve kira gelirlerindeki zayıflama nedeniyle zayıf bilanço olduğunu görüyoruz. Ayrıca tahminlerimiz iskontonun en az 7-10 puan daha fazla olduğunu göstermektedir.	7,44	0,64	9,14
TRGYO	NEGATİF	Kira gelirlerinde dönemsel etkileşim nedeniyle karlılık baskılanıyor. Kira gelirleri özelinde bu dönem beklenen bir dönem olmadığını belirtelim. Net aktif değer tablosu özelinde tahminen 15 puan daha fazla iskontoya sahip olduğunu değerlendiriyoruz.	8,31	0,59	6,95
ALGYO	NEGATİF	Net kar varlığı önemli, iskontolu kalmayı sürdürüyor. Turizm döneminde kira gelirleri canlanabilir. Şirket açık bir şekilde iskontolu seyretmeyi sürdürmekle beraber biz bu iskontonun 5 puan daha fazla olduğunu değerlendiriyoruz.	11,12	0,36	28,83
ZRGYO	POZİTİF	Gayrimenkul satım ve kira gelirlerinde TÜFE üstü artışlar nedeniyle olumlu karşılasak dahi primli olduğunu değerlendiriyoruz. Değerlemede sınırlı artış olsa da yükümlülükler tarafında ç-ç izlenen düşüş ile birlikte %86'lık vergi düşüşü net aktif değer %4 artışına neden oldu. Sektörün aksine büyüyen kira gelirlerini olumlu karşılıyoruz. Bu aksiyon ve tahmini değerlendirme doğrultusunda iskontosunun hesaplanandan ortalama 10 puan fazla olduğunu ancak Ziraat GMYO'nun primli olduğunu değerlendiriyoruz.	40,84	2,07	61,91
SNGYO	SINIRLI POZİTİF	Hasılatla daralma olsa dahi nitelikli karlılık izlense de brüt kar marjı güçlü kalmaya devam ediyor. Sinpaş GMYO, bu bilanço ile dahi net aktif değerini güçlendirmiş görünüyor. Hesaplanan finansallar çerçevesindeki iskontosundan 9 puan fazla iskonto hesaplamayı sürdürüyoruz.	366,33	0,37	76,23



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	GIDA - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KRVGD	NÖTR	Jelly yatırımları henüz devreye girmese de Mısır etkisiyle dengelenen finansallar. Esas faaliyet özelinde İngiltere haricinde daralma etkileri ile %11,37 düşüşle 201,36 milyon TL oldu. Yatırım faaliyetleri kaynaklı amortisman girişleri sürmesi nedeniyle FAVÖK geçen seneye göre yatay kalarak 370,18 milyon TL oldu. 2025 2.çeyrek olumlu baz etkisi yaratabilir. Yeni yatırımların etkisinin kademeli görülmesini beklemeyi sürdürüyoruz.	0,00	0,80	8,28
ULKER	POZİTİF	Şirket hammadde tarafında proaktif satın almalarla etkin yönetim sergilerken 2025 yılı için büyük ölçüde hammaddelerin alımlarında hedgeli ilerlediğini ve güncel hammadde fiyatlarına baktığımızda yılbaşından bu yana geri çekilmelerin sürdüğünü görmekteyiz bu sayede hem çeyreklik hem de 1Q24'ün üzerinde kar marjlarının devam ettiğini görmekteyiz. Tonaj bazlı satışlarda 1Q24'e göre %9'luk daralma meydana gelirken , satışlarda iç pazarda %9 artış gözükürken ihracat tarafında %17'lik daralma görmekteyiz. İç pazardaki güçlü konumu , ihracat tarafında güçlü büyümenin sürdüğü ve yeni pazarlar için çalışmaların devam etmesini pozitif yorumlamaktayız.	6,20	1,15	4,76
AEFES	SINIRLI NEGATİF	Rusya operasyonlarına atanan geçici yönetim sonrasında şirket Rusya faaliyetlerini yatırım gelirleri kaleminde değerlendirmesi sonucu beklenti üzeri net kar görmekteyiz. 1Q24'e göre Bira grubu satışlarında %9.6 , meşrubat grubunda ise %3.8 daralma meydana geldi. Konsolide satış hacmine baktığımızda %11.9'luk artış görürken katkının tamamının meşrubat grubunun %13.4 artışından kaynaklandığını bira satış hacminin %0.7 daraldığını görmekteyiz. Rusya bira satış hacmi ise bu dönemde %7'lik artış gösterdi. Şirket FAVÖK daralması yaşarken bira grubunda FAVÖK zararı açıklamasının temel nedeninin faaliyet gösterdiği coğrafyadaki makroekonomik zorluklar ,daralan talep ve jeopolitik gelişmelerden kaynaklı izlediği fiyat politikasının satın alınabilir nitelikte ilerlemesi ve sınırlı artışlar olduğunu görmekteyiz. Zayıf sonuçları kısa vadeli sınırlı negatif değerlendirek de beklenti üzeri açıklanan net kar rakamının kısa vadeli pozitif etki edeceğini düşünmekteyiz. Önümüzdeki dönemde takip edeceğimiz unsurun fiyatlandırma stratejisi ve Rusya operasyonları olacağını düşünmekteyiz.	9,02	1,07	4,68
ARMGD	POZİTİF	Gelir ve kalemsel bakımdan yapısal etkiler süreçlere olumlu katkı sağlıyor. Her yapısıyla olumlu bir izlenim var. Süper gıda ile daha olumlu olmasını bekliyoruz. Üçüncü Fabrika ve Kazakistan tesislerinin devreye alınması ile çok daha güçlü finansallara sahip Armada Gıda izleyeceğiz. Armada Gıda 2025 yılında 298 milyon dolar ciro, 49,24 milyon dolar FAVÖK, %16,5 FAVÖK marjı, 32,72 milyon dolar net kar, 1,76 net borç/FAVÖK, 49,5 milyon dolar yatırım harcaması hedefliyor.	10,12	1,94	11,54
CCOLA	NÖTR	Satış hacminde özellikle Uluslararası operasyonlardaki artışa karşın ünite kasa başına gelire baktığımız zaman makro zorluklar ve talepteki daralma nedeniyle satın alınabilirliğinin artması stratejisi doğrultusunda fiyat artışlarının ertelenmesi ya da sınırlı tutulması sonucu kar marjlarında daralmalar görmekteyiz. CCOLA için önümüzdeki dönemin verimlilik ve sürdürebilir marj temalı geçeceğini düşünmekteyiz. Uluslararası operasyonlarda jeopolitik ve makro gelişmelerden kaynaklı dalgali seyrin bir süre daha devam etmesini beklerken iç pazarda ise yüksek faiz ve faaliyet giderlerinin marjları bir süre daha baskılamasını beklemekteyiz.	12,13	2,57	8,23
ELITE	NEGATİF	Beklenti altında sonuçlar ve hatalı muhasebe yapısı. 2 ve 3.çeyreklerde güçlü finansallar bekliyoruz. Diğer çeyreklerde de toparlanma ışıkları arayabiliriz. Yeni tesis yatırımları süreci olumlu yöne çevirecektir. 2.çeyrek olumlu baz etkisi yaratabilir.	13,32	3,04	9,33
OFSYM	POZİTİF	Tonaj bazlı büyümenin yanı sıra ticari mal satışlarında genişlemenin devamlılığını izlemekteyiz. Operasyonel karlılık diri kaldı. Gider optimizasyonlarının etkisiyle esas faaliyet karı %6 artarken düzeltme etkileriyle FAVÖK %3 düşüşle 411,27 milyon TL oldu. FAVÖK marjı yıllık 7 baz puan daralmayla %9,16 oldu. Baz etkisi azalarak devam etse de her geçen gün üzerine koyan bir Ofis Yem'i yeni yatırımlarıyla görmeyi tahmin ediyoruz.	14,20	1,89	4,88
EFORC	POZİTİF	Çay, kömür ve gübrede işler gayet iyi gidiyor. Fiyatlama bakımından da görece eli rahat görünüyor. Efor Gübre tarafında halka arz iştahı ve büyüme isteğinin devamlılığı gelecek dönemde bize daha iyi finansallar oluşturabilir. Ancak gider optimizasyonu zamanının geldiğini değerlendireyoruz.	85,02	7,95	36,54
ALKLC	NEGATİF	Ana grupta satışların düşmesi ile baskılanan karlılık görüyoruz. Tüketimsel bakımdan fiyatlama unsurları iyi gelir denilse de algı bozukluğu eskisine nazaran daha yüksek olması nedeniyle eskisi gibi enflasyonu direkt yansıtamadıklarını değerlendirmekteyiz. Yeni yatırımlarla daha iyi finansalları kademeli takip etmeyi bekliyoruz.	369,06	2,46	12,47



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	HOLDİNG - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KCHOL	NEGATİF	Beklenti altında net zarar özellikle otomotiv ve dayanıklı tüketim etkili oluyor. Bankacılık kısmen toparlanmış ancak dengeli portföy izliyoruz. , tarihsel ortalamanın en dip seviyelerinde bir net aktif değer iskontosu olmasıyla birlikte yabancı payının tarihsel ortalamaların çokça uzağında kalmasının hisse senetleri tarafında olumsuz etki yarattığını da belirtmek isteriz. Net aktif değer tablosunda holding sektörünün başında gelmeyi sürdürüyor. Otomotiv tarafında ise toparlanma olmadıkça negatif baskı sürmekle beraber diğer unsurların dayanıklı tüketim harici toparlanmasını olumlu karşılıyoruz.	0,00	0,67	7,75
SAHOL	NEGATİF	Özellikle karlılıklar geçen seneye göre toparlanmış olsa da net tarafta beklenti üstü zarar toparlanmanın banka ağırlığı nedeniyle gecikeceğini gösteriyor. hatırlatma yapmak gerekirse holdingler bakımından bankacılığa bağımlı bir şirket olması nedeniyle her geçen gün bankacılık tarafındaki riskler buradaki risklere de olumsuz etki edebilir. 2033 hedeflerinde Sabancı Holding, bankacılık ağırlığını azaltmayı enerji payını artırmayı hedefliyor. Net aktif değer bakımından iskontolu kalmayı sürdürdüğünü belirtelim.	0,00	0,55	3,10
GLYHO	POZİTİF	Liman başta olmak üzere madencilik ve aracı kurum haricinde büyüyen operasyonel karlılık izliyoruz. 2025 yılında Global Yatırım Holding hedefleri ışığında büyümeye devam edecek.	4,43	1,57	7,93
DOHOL	NEGATİF	Karlılık tarafında sigorta ve madencilik harici zayıflamaya devam ediliyor oluşu önemli bir etken diyebiliriz. 2025 yılı ve sonrasında madencilik tarafında alınacak aksiyonlar ve yumuşak iniş koşulları mutlaka Doğan Holding'i pozitif ayrıştıracaktır. Sınıflandırılmamış tarafta net karda pozitif dönüşü önemsiyoruz.	16,22	0,59	3,83
ECILC	NÖTR	Sağlık tarafındaki baskı sürse de gayrimenkul geliştirme diri kalmaya devam ediyor. Ancak iş bu gayrimenkul geliştirme faaliyetleri ile gelirlerin devamlılığı nedeniyle gelecekte daha iyi finansallar izleyebiliriz. 2.çeyrekte itibaren pozitif baz etkisi izlenecek.	16,80	0,64	787,45
AGHOL	NÖTR	Bira tarafında proforma yönetim, meşrubat tarafında ünite kasa bazlı büyüme, perakende tarafı operasyonel destek ancak geri kalanında zayıflayan karlılık. En büyük unsur beklenti üstünde net kar gelmesi olmamakla birlikte bira tarafında proforma tarafta diri kalış, meşrubat tarafında ünite bazında büyüme ve perakendenin operasyonel pozitif katkı yapmaya devam etmesi pozitif etkilese de diğer gruplarda zayıflayan karlılık ve diğer branşta net zararın kuvvetli olması dengeliyor.	24,41	0,73	2,85
ALARK	NEGATİF	Dönüşüm içerisinde olmasına rağmen daha halen karlılıkların toparlanmıyor oluşu nedeniyle zayıf sonuçlar. Özellikle dönüşüm sürecinde rehabilitasyon aşamasında olunuyor oluşu ve holding finansmanında geliştirmeler beklendiği gibi gerçekleştirilememesi doğal olarak finansalları olumsuz etkiledi. Alarko 2028 yılında 4 milyar dolar net aktif değer ile faaliyetleri sürdürmeyi hedefliyor. %60 kendi alanları ağırlığı gösterilecek.	31,81	0,60	0,00
SISE	POZİTİF	En büyük daralma cam-ev eşyası ve kimyasallarda yaşanırken, mimari ve endüstriyel camda düşüş %11 seviyesindedir. İç pazar ve Avrupa zayıf kalırken, Amerika ile Rusya/Ukrayna'da daralma sınırlı olmuştur. Cam üretimi yıllık bazda 1,3 milyon ton ile yatay, soda külü üretimi ise %8 düşüşle 1,1 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. Cam ambalaj hariç tüm segmentlerde yıllık marj daralması sürerken, çeyreklik toparlanma sınırlı kaldığını görüyoruz. Şirket 1Ç25'te 2,7 milyar TL FAVÖK ve 1,25 milyar TL net kâr açıklamış, net parasal pozisyon kazancı sayesinde beklenti üzerinde net kar gördük. Marjlarda kısmi toparlanma görülse de, küresel ticaret savaşları, jeopolitik gerginlikler ve yüksek faiz ortamı iş hacmini baskılamaya devam etmektedir. Otomotiv, inşaat ve cam sektörlerinde süren daralma ve yüksek borçluluk seviyesi, net toparlanma için koşulları henüz oluşmadığını düşünmekteyiz.	35,98	0,54	22,41



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	İNŞAAT/TAAHHÜT/KAĞIT - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ORGE	NEGATİF	Taahhüt sektörü için zayıf bir dönem etkileşimi ve satılan hizmet maliyetlerindeki önemli artış. Unutulmamalıdır ki taahhüt şirketleri için en iyi sezon yılın 2.yarısı hatta yılsonu olacaktır. Bu çeyrek tasarruf tedbirleri ile beklenenden daha da zayıf geçti. Orge, TMS 29 dahil yılsonu yıllık hasılatla %50 artış, FAVÖK'te %50 artış bekliyor.	11,23	2,50	3,87
ENKAI	POZİTİF	Net kar beklenti altında kalsa dahi büyüyen operasyonel karlılık ışığında büyüme sürüyor. Proaktif nakit yönetimi ve başarılı finansallar ışığında olumlu sonuçlar paylaşmaya devam etmesini bekliyoruz. Hisse senedi fiyatlamasına bir miktar bilanço girmiş olabilir.	16,47	1,27	10,38
LILAK	NÖTR	Sektörün zorlandığı dönemde tonaj büyümesinin devamlığı izleniyor. 3,3 milyar TL ile planlanan programlar gerçekleştirilirse Lila Kağıt sektörden ayrışabilir. 2025 yılında Türkiye tonajı büyümesini, ihracatın yatay olması, FAVÖK marjının %20 bandında olması bekleniyor.	13,39	1,11	4,78
TEZOL	NÖTR	Sektörün zorlandığı yerde diri kalma ve tonajın sıkı durması nedeniyle dengeli ve beklentiye paralel sonuçlar görülüyor. Global tarafta yatırımlarını gerçekleştirebilme iştahı ve yeterli kaynağın yanı sıra finansman sağlayabilme potansiyeli gelecek dönemde Tezol'ü pozitif ayrıştırabilir.	320,35	1,89	18,54





2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	KİMYA - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
HEKTS	NEGATİF	Satışlarda artış izlense de giderlerdeki sert artışlar brüt karlılıkta bile zarara dönüştürdü. sektörün birçok dinamikten olumsuz etkilenmeye devam etmesi ve maliyetleri fiyatlara istenildiği gibi yansıtamadığı gibi zirai donlar kaynaklı taleplerin gecikerek devam ediyor oluşu nedeniyle bilançoğu negatif değerlendiriyoruz. Ancak gelecek dönemde satış varlıklarında lider konum faktörü ve süreç devamlılığı nedeniyle yumuşak inişin sağlanması ile tekrardan gündeme almakta fayda var olduğunu düşünüyoruz.	0,00	1,84	0,00
PETKM	NEGATİF	Zayıf gelen sonuçları negatif değerlendirmekteyiz. Küresel arzın artışının sürdüğü ve rekabetin yoğun olduğu sektörde ürün marjlarındaki zayıf seyrin sürdüğünü ve kısa vade için toparlanma için erken olduğunu düşünmekteyiz. Ürün marjlarında 1Q24 dönemine göre artışlar olsa da talebin yeterli kadar olmaması sonucu karlılığın baskılandığını görmeye devam edeceğimizi düşünüyoruz.	0,00	0,76	0,00
MEDTR	NEGATİF	Karlılıklarda kopuk düşüş izleniyor. Yatırımlar ve süreçler kaynaklı maliyet artışları sağlam görünüyor ancak temin dönemleri bu dönemde değil. Tire fabrikası ve yeni alınan aksiyonlarla 2025 yılını 2024 yılına paralel gerçekleştirmesini ilerleyen yılları ise kademeli şekilde güçlü finansalları paylaşmasını bekliyoruz. Gider optimizasyonu yapılabilecek bir sektör olmadığından sağlık tarafında temin dönemlerinin 3.çeyrekte yoğun olduğunu yakından takip ediyoruz.	0,00	1,47	10,20
AYGAZ	NÖTR	Pazarda daralmaya rağmen diri kalan bir yapı izliyoruz. Pazar payı %25,5'a ulaştı. Aygaz, 2025'e yönelik beklentilerini korumaya devam etmekle beraber Türkiye pazarı karışık seyretmeye devam etmesini bekliyoruz. Bangladeş yatırımı sektörden ayrıştırılabilir.	13,13	0,52	12,24
TUPRS	NEGATİF	Satış kırılımlarına baktığımız zaman ana işi olan rafinaj tarafında %31'lik daralma gerçekleştiğini ton bazlı baktığımızda ise 1Q24'e göre baktığımızda %8'lik daralma görmekteyiz. Rafinaj tarafının özetine baktığımızda KKO %82.8 olarak gerçekleşirken beyaz ürün veriminin RUP ve dönüşüm etkisiyle %84.4 olmasını pozitif değerlendiriyoruz. Geçtiğimiz yıl yüksek seyreden marjlardan sonra aşağı gelip normalleşme görmekle beraber net rafine marjının zayıf ekonomik ortam ve yüksek arz baskısı etkisiyle baskı altında kalıp 1Q25'de 4.1\$/v olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Beklentinin altında satış ve karlılık rakamlarını negatif değerlendiriyoruz. Şirket 2025 yılı için 26m ton üretim , 30m ton satış rakamı %90-95 KKO ve 5-6\$/v net rafineri marjı beklemektedir. 1Q25'de gerçekleşen 4.1\$/v net rafineri marjının önümüzdeki dönem bir miktar daha iyileşse de hala geçtiğimiz yıla göre zayıf olacağını negatif değerlendirmekteyiz	14,14	0,90	4,82
DEVA	SINIRLI NEGATİF	Beşeri ilaç tarafında daralma etkisiyle karlılıklarda sınırlı miktarda zayıflama. adet bazında daralma gelir bazında büyüme IQVIA tarafında gerçekleşiyor olması nedeniyle bilançoğu sınırlı negatif değerlendiriyoruz. Sektör bakımından 2024 1.çeyrek baz etkisi olumsuz etki gösterirken 3.çeyrekte de bunu olumsuz hissedebiliriz. 2.çeyrek olumlu ayrışabilir.	19,10	0,51	7,12
KOPOL	NEGATİF	Dolar bazında baskı var. Üretimlerde düşüş elyaf haricinde izleniyor. Satışlar genellikle düştü. Sektöre gelen talepler sınırlı olmaya devam etmesi ve iç pazarın daralmaya devam etmesi varlığı var olsa da yurtdışı satışların güçlenmesi gelecekte işi ayrıştırıyor.	24,21	1,62	9,50
AKSA	NEGATİF	Akrilik kimya tarafında stabil giden akrilonitril ve zayıflayan sektör doğrultusunda olumsuz yapı var. 2025 2.çeyrekte itibaren kademeli şekilde düşük bazdan yararlanabilir. Şirket 2025 yılında %80 (+/- %5) kapasite kullanım oranı, 75 milyon dolar yatırım (+/- 10 milyon dolar), 850 milyon dolar ciro ve %12-16 FAVÖK hedefliyor.	92,74	1,49	11,78
BRISA	NEGATİF	Türkiye Lastik sektörü 1Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %8.1 daralma yaşarken BRISA tonaj bazlı %24 daralma yaşamıştır. İhracat tarafında ise %2 tonaj bazlı artış gerçekleştirdi. Zayıf finansalları negatif değerlendiriyoruz fakat kötü giden sektöre ve iç pazara rağmen özellikle Avrupa'da kötü giden otomotiv sektörünün olduğu dönemde devam eden pazar kazanımlarını pozitif değerlendiriyoruz. Şirketin otomotiv sektörüyle duyarlılığı yüksek olduğu için sektörel verileri ve haber akışlarını takip etmeye devam edeceğiz.	125,55	1,15	6,94



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	METAL ANA SANAYİ - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KRDM	NEGATİF	1Q25'de tonaj bazlı ham çelik üretimi iç pazarda %3.4 düşüş yaşarken KRDM %3.1 artış gösterirken , tonaj bazlı satışlarda ham çelik %27.7 , haddelenmiş çelik satışları %3.5 artış göstermesini pozitif değerlendiriyoruz. Çin menşeli ürünlerde fiyatlar 360-400\$/ton seviyesindeyken, KRDM tarafında %35-40 primli olarak 500-570\$/ton bandında fiyatlamaya görülmektedir. Bu farkta iç piyasa dinamikleri, kur etkisi ve lojistik maliyetler belirleyici olmaktadır. Çin'de fiyatlar yatay seyretmekte, toparlanma sinyali zayıftır. Türkiye'nin hurda ithalatında lider olması, küresel hurda kısıtlamaları ve Uzak Doğu'dan artan ithalat baskı yaratmaktadır. Sıkı para politikaları ve zayıf talep nedeniyle yılın geri kalanında da nötr bir görünüm bekliyoruz. Karlılık tarafında ise hem çeyreklik hem de 1Q24'e göre daralma devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde yüksek faiz ortamının getirmiş olduğu talep yönlü daralmanın bir miktar daha süreceğini düşüsek de görece kar marjı yüksek ray satışlarının etkisinin artmasını sınırlı pozitif değerlendirmektediriz	0,00	0,50	9,81
TCKRC	POZİTİF	Yapılan projelerin etkin alımı satışlar düşmesine rağmen gider optimizasyonu izleniyor. Olumlu karşılıyor. Türkiye'nin yol projeleri özelinde büyümeye devam edeceği dikkate alınarak ve yurtdışı pazarda bir Norveç, Gürcistan ve Romanya gibi gelişmeye açık ve istekli ülkelerde yer alıyor oluşunun yanı sıra Avrupa'nın potansiyel pazarı olması nedeniyle gelecekte daha iyi finansallar açıklamasını bekliyoruz. Bozüyük fabrikasının etkilerini 2.çeyrekte itibaren kademeli göreceğiz.	15,10	1,94	10,95
EREGL	POZİTİF	1Q25'de adetsel olarak yassı mamül üretiminde %7.7 daralma gösterirken satışlarda %0.2 artış gözükürken ,uzun mamülde üretimde %25.4 satışlarda %31'lik daralma göstermiştir. Beklentinin üzerinde net kar açıklarken sapmanın temel sebebinin faaliyet giderlerinin iyi yönetilmesi , NPP karının pozitif etkisi ve yatırım faaliyetlerinden gelirler oluşturmuştur. Beklentinin üzerinde gelen rakamları pozitif değerlendirek de HRC fiyatlarında net toparlanma gözükmemesi , ton başı FAVÖK'ün geçtiğimiz çeyreğin üzerinde olsa da 51\$ seviyelerinde zayıf seyretmesini negatif değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde faiz etkisi sebebiyle iç pazarda talep yönlü daralmanın bir süre daha devam etmesini beklemekteyiz.	20,98	0,69	13,02
KCAER	POZİTİF	Satışlarda özellikle iç pazarda daralma olmasına karşın , 1Q24 dönemine göre tonaj bazlı satışların %20 arttığını ve en önemli katma değerli profil satışlarının %64.5 artarak toplam satışlardaki payının %49'lara gelmesini pozitif değerlendiriyoruz. Küresel ham çelik üretiminin %0.4 , iç pazarın %3.4 daraldığı ortamda güçlü performansını sürdürürken karlılık tarafında da güçlü seyir görmekteyiz. Önümüzdeki dönemde ihracat payının artması ve katma değerli ürünlerinin payının artması sayesinde kötü giden sektör koşullarına rağmen pozitif ayrışmayı sürdürmesini beklemekteyiz.	124,11	2,67	14,94
ARCLK	NEGATİF	Adetsel anlamda Avrupa'daki hafif toparlanma dışındaki tüm bölgelerde(özellikle iç Pazar) daralma devam ediyor. 1Q25'de hammadde fiyatlarındaki daralma brüt karda toparlanma yaratırken talep daralması kaynaklı düşük kapasite kullanım oranı sebebiyle marjlarda 1Q24'e göre geri çekilme sürüyor. Yılın ikinci yarısında iç pazarda talepte hafif canlanma beklerken Euro/Dolar'ın 1Q'da değer kazanmasının etkisinin de önümüzdeki dönemde görmeyi beklemekteyiz. Birleşmenin getireceği sinerjinin geciktiğini ve marjlara baskı oluşturduğunu görmekteyiz.	0,00	1,11	9,61
OTKAR	SINIRLI NEGATİF	Adetsel araç satışlarında 1Q24'e göre %64'lük artış görmekteyiz , temel sebebinin ise yurtdışından ithal getirip satışını yaptığı Tunland marka Pick-Up satışları ve askeri araç satışlarındaki %20.6'lık artış olmuştur. Karlılık anlamında artan finansman giderleri faaliyet zararının üzerine eklenerek net karı baskılamaya devam etse de iç pazarda otobüs segmentinde lider olması , Avrupa'nın dördüncü büyük otobüs üreticisi konumunda olması ve savunma sanayi segmentinde güçlü büyümesi sayesinde önemli bir oyuncu olduğunu düşünmekteyiz. 1Q25 döneminde kesinleşen sipariş tutarı 924m€ olup bu siparişlerin büyük bir kısmını(857m €) Romanya'daki zırhlı araç projesinden oluştuğunu söyleyebiliriz.	0,00	6,01	0,00





2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

JANTS	NEGATİF	Daralmanın özellikle de iç Pazar daralmasının devamını görmekteyiz. 1Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine adetsel üretimde %30 daralma , satışlarda ise %28 daralma göstermiştir. İştiraklerinden olan JW Jant Sanayi daralması da %74 gerçekleşti. Sektör daralmasının temel sebepleri arasında iç piyasadaki otomotiv sektöründeki daralma , krediye erişimin zorluğu , artan araç fiyatları ve daralan iş hacmi olduğunu görmekteyiz. Jantsa özelinde faaliyet alanları ağır vasıta araçlar , otobüs , savunma sanayi araçları olduğu için hem küresel hem de iç piyasadaki iş hacmi daralmasından negatif etkilenmektedir. Sektörel kötü gidişatin bir süre daha devam etmesini beklemekle birlikte henüz bir toparlanma beklemiyoruz fakat 2.çeyrek itibariyle Konya'ya yapılan 4MW GES yatırımının devreye alınmasıyla beraber hafif de olsa marjlarda olumlu etkiler görebiliriz.	0,00	2,71	21,33
VESBE	NEGATİF	İç pazardaki talep yönlü bozulmanın devamıyla birlikte daralma %35.7 olarak gerçekleşirken Avrupa'da sınırlı da olsa toparlanma sayesinde %11 sınırlı daralma gerçekleşti. Sektörel daralma sonucu KKO 10pt azalışla %62 olurken , adetsel üretim %12 adetsel satış %14 daraldığını gördük. Zayıf sonuçları negatif değerlendirmekle birlikte borçlu yapının marjlara baskısının sürmesini ve sektörel toparlanmanın biraz daha süreceğini düşünmekteyiz fakat 2.çeyrekte 1Q'da Euro/Dolar'ın yükselişinin sınırlı da olsa pozitif etkilerini görebileceğimizi düşünmekteyiz.	0,00	0,52	8,51
ALVES	NEGATİF	İş ilişkilerinde dönemsel zayıflık olsa da ilerleyen çeyreklerde karlılıklar toparlanacak. Haddehane yatırımının 2.çeyrekten itibaren kademeli etkisini gözlemleyeceğiz. 2024 2.çeyrek kaynaklı bir baz etkisi izlenebilir. Dağılım bakımından Alves ana faaliyeti güçlü kalmayı sürdürüyor.	0,00	2,46	8,10
VESTL	NEGATİF	İç pazarda %21.7'lik daralmayla talep zayıf seyrederken , ihracatta ise sınırlı geri çekilme görmekteyiz. Avrupa beyaz eşya pazarı 1Q25'de %2 , 5 Büyük AB ülkesi %5 büyüyerek sınırlı toparlanma gösterirken iç pazarda sektör üretimi %4 gerilerken şirket aynı dönemde %24 üretim daralması yaşamasını negatif değerlendiriyoruz. Karlılıkta çeyreklik hafif toparlanma görsek de marjlar zayıf seyretmeye devam ediyor. 1Q25'de 5.07mlr rekor net zarar açıklarken oluşum sebebine baktığımızda daralan talebe bağlı zayıf brüt kar marjı , artan faaliyet giderleri , TOGG kaynaklı 988m TL'lik yatırım zararı ve yüksek borçluluğa bağlı finansman yükü olduğunu görmekteyiz. Borçlulukta ise çeyreklik bazda değişim gözükmezken yüksek borçluluk devam etmektedir. Avrupa'da sınırlı toparlanma görülse de, şirketin 1Ç25'te sektör ortalamasının üzerinde daralma yaşaması olumsuz değerlendirilmektedir. 2Ç25'te kısmi toparlanma beklense de, iç pazarda yüksek faiz ve zayıf talebin etkilerinin sürmesi beklenmektedir.	0,00	0,32	12,14
FROTO	SINIRLI NEGATİF	İç pazarda ticari araç satışları ortalama %14 daralma gösterirken FROTO 1Q25 döneminde %3 daralmasını olumlu değerlendiriyoruz. Yurtiçi araç satışları talebin daralması ve krediye erişiminin zor olduğu koşullar altında %2 artarken , yurtdışı araç satışları %4 azalmıştır. Önümüzdeki dönemde tarifelere bağlı olarak talep zayıflığı ve marj daralmasının bir süre daha sürmesi bekleniyor. Ancak Ford Otosan'ın ticari araçtaki güçlü konumu, bu etkileri sınırlı kılabilir. Şirketin 2035'e kadar Avrupa'da tamamen elektrikli filo sunma hedefi, büyüme açısından önemli bir katalizör olmaya devam ediyor. 2025 için yaklaşık %10 adetsel büyüme öngörülürken, 2024 satış hedefi 700-760 bin araç seviyesinde.	10,05	2,65	11,68
TTRAK	NEGATİF	1Q25'de traktör satışları geçtiğimiz yıla göre %43 düşüş gösterdi , iç pazarda krediye erişimin zorlaşması ve ihracat tarafındaki daralma devam etmektedir. Çeyreklik marjlarda hafif toparlanma olsa da hala net bir düzelleme görmemekteyiz. Karlılık tarafındaki baskının en büyük nedenleri arasında finansal giderler yer alırken önümüzdeki dönemde hem krediye erişimin kolaylaşması hem de tarım sektörüyle ilgili olası sübvansiyonlarla birlikte hafif de olsa canlanma beklemekteyiz.	17,32	4,39	9,18
ASTOR	SINIRLI NEGATİF	İş ilişkilerinin beklenenden sakin geçmesi, güç transformatörleri tarafında adet bazlı düşüş, hücre ve YG kesici tarafında da zayıflama izlenirken dağıtım, köşk ve RMU tarafında güçlü büyüme izleniyor. Yeni yatırımlar ve büyüyen backlog ile Astor'u yakından takip etmeyi sürdürüyoruz. İhracat hedefinde %50 kalış varlığı ve satışların dolar bazında büyümeye doğrusal devam etmesini yakından takip ediyoruz.	19,91	4,30	12,78
EGEEN	NEGATİF	Sektörel baskının sürmesi nedeniyle zayıflayan finansallar izliyoruz. Yatırım faaliyetleri bakımından süreçlerin büyük oranda tamamlanması ve otomotiv sektöründe toparlanma işaretleri doğal olarak finansalları olumlu hale getirebilecektir. 4.çeyrekten itibaren olumlu baz etkisi izleyebiliriz.	47,74	4,14	31,33
TOASO	NÖTR	1Q25'de Türkiye hafif ticari araç pazarı %15.5 daraldığı dönemde TOASO tarafında %44'lük daralma ve 5.1pt'lik Pazar kaybıyla zayıf finansal sonuçları negatif değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde Stellantis etkisini takip edeceğimiz şirkette gelecek bilançolara Stellantis öncesi ve sonrası olarak bakılması gerektiğini düşünmekteyiz.	88,41	2,37	29,03



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	MOBİLYA/PERAKENDE YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
DGNMO	NEGATİF	Zayıflayan talep ve dönemsel baskılar nedeniyle sektörün zayıflamasından olumsuz etkilendi. Gelecek dönemde kısmen iyileşme görülebilir. 2025 2.çeyrek itibarıyla özellikle düşün mevsimi etkisi doğrultusunda finansalların kısmen iyileşmesini bekliyoruz. Yumuşak iniş koşullarında olumlu ayrışmasını bekleyebiliriz. Doğanlar Mobilya, 2025 yılında TMS 29 hariç 14,4 milyar TL hasılat (+/- %3), %8 ihracat payı (+/- %2), 40-50 yeni satış noktası, %14 konsolide FAVÖK marjı (+/- %1), 1,3-1,5 net borç/FAVÖK, yatırım harcamaları/satışlar %1-1,5 olmasını bekliyoruz.	0,00	0,71	7,86
TKNSA	NÖTR	Beklentiye paralel sonuçlar izliyoruz. Sektörde Ramazan ayı tatil gibi gerçekleşti. Kademeli iyileşme beklentisi hakim olduğunu görüyoruz. GfK'nın araştırmasına göre beyaz eşya ve küçük ev aletleri de dahil edilmek üzere 2025 1.çeyrekte tüketici elektroniği pazarı yıllık %14 reel daralma göstermiştir. En az küçülme %11 ile küçük ev aletlerinde olurken %12 ile telekom, %16 küçülme ile klima dahil büyük beyaz eşya, %17 ile bilgi teknolojileri ve tüketici elektroniği takip etmektedir.	0,00	2,25	2,37
EBEBK	NÖTR	Beklentiye paralel sonuçlar ve yeni pazarlara açılımda rehabilitasyon nedeniyle makroekonomik baskı yaratabilecektir. Birleşik Krallık operasyonları yanı sıra Ortadoğu yatırımları ve Uşak depo faaliyetleri ile şirketin her geçen gün daha iyi sonuçlar almasını bekliyoruz.	0,00	1,73	3,41
KOTON	NEGATİF	BDT haricinde zayıflayan gelirler doğrultusunda kümülatif zayıflayan karlılık. FAVÖK özellikle BDT'de %100,21 ve diğer ülkeler tarafında %273,2 artışla FAVÖK 100 baz puan pozitif etkilendi. Bu doğrultuda FAVÖK yıllık %8,07 düşüşle 982,75 milyon TL oldu. FAVÖK marjları özelinde Türkiye 778 baz puan daralma ile %12,26 olurken BDT 1725 baz puan artışla %27,01 ve diğer 1237 baz puan artışla %16,59 oldu.	0,00	1,82	4,85
SOKM	NEGATİF	1Q25'de ortalama sepet tutarında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %4.1 reel artış , ortalama müşteri ziyaretinde %0.7 daralma ve %2.1 mağaza büyümesini nötr değerlendiriyoruz. Emsal diğer şirketlerin mağaza büyüme ve operasyonel verilerine baktığımızda zayıf performansı negatif değerlendiriyoruz. 2025 yılının şirket için verimlilikte artış teması üzerine geçmesini beklemekteyiz , bu doğrultuda yatırımların kırılımlına baktığımızda mağaza bakım/onarım payının toplam yatırımlar içerisindeki yüzdesinin arttığını görmekteyiz.	0,00	0,72	36,91
MGROS	POZİTİF	Satış büyümesinin önemini unutmamakla birlikte reel anlamda büyümeye baktığımızda mağaza sayısında 1Q24 dönemine göre %7.5 , satış alanı ise %5 büyüme göstermesini pozitif değerlendiriyoruz. Güçlü faaliyetler sonucu Pazar payı kazanımına devam eden MGROS son çeyrek 0.4pt artışla %10.2 pazar payına ulaşmıştır. Mağaza sepet büyümesinde ise %47.4 büyüme sağlayarak enflasyonist ortamın üzerinde büyüme göstermiştir. Gelen anlamda sonuçları pozitif değerlendiriyoruz. Mağaza büyümesi ve online büyümenin sürdüğünü görürken yatırım harcamalarında ise tamamen teknoloji ve verimlilik odaklı ilerlemesini pozitif değerlendiriyoruz.	17,02	1,49	5,44
BIMAS	SINIRLI NEGATİF	Mağaza büyümesine baktığımızda 1Q24'e göre %8 büyüme çeyreklik ise 226 mağaza açılışı ile 13.809 mağazaya ulaştığını gördük. Kombine FAVOK'un %5'ini oluşturan FAS-MISIR mağaza büyümesi %16 iken kar marjı yüksek ve güçlü hikaye olan FILE grubunda mağaza büyümesi %20.9 olarak gerçekleşti. Mağaza sepet hacmi %40.3 ile enflasyon doğrultusunda artarken 1Q24'e göre %3.7 daralmayla son 3 çeyrek için mağaza trafiğinde daralmayı negatif yorumluyoruz. Karlılıkta çeyreklik daralma görsek de güçlü seyir sürmektedir. Marj yönlü daralmanın temel sebebi ise ülkenin makroekonomik teması sonucu artan üretici fiyatlarının tüketici nezdinde talep yönlü daralmaya yol açması ve artan faaliyet(ağırlıklı personel) giderleri olduğunu söyleyebiliriz. Enflasyonist temanın devam ettiği koşullarda şirketin enflasyon üzeri hafif büyüme eğilimini sürdürdüğünü ve defansif kalmaya devam edeceğini düşünmekteyiz. Ana hikayenin artık perakende operasyonlarında verimlilikte artış ve FILE gibi niş dönüşümler olduğunu düşünmekteyiz.	18,51	2,24	14,46



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	SAĞLIK/SAVUNMA/SİGORTA - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
MPARK	POZİTİF	Giderlerin optimizasyonu başarılı oldu. Karlılıklar SUT zammı ile büyümeye devam ediyor. FAVÖK tarafında ise yıllık %5 artışla 2,94 milyar TL olarak gerçekleşti. Brüt kardan daha az artış nedenlerinin başında amortisman tarafında satışların maliyetinde %4,2 ve genel yönetim tarafında %27,1'lik daralma etkili olmaktadır. FAVÖK marjı yıllık 50 baz puan daralma ile %25,05 oldu.	12,53	2,61	7,26
EGEPO	POZİTİF	Beklentimize paralel sonuçlar görüyoruz. Modernizasyon etkisi daha görülmemesine rağmen %50 fiyatlara yapılan zammın pozitif etkisi izleniyor. Olumlu sonuçlar var. Egepol özelinde yeni yatırımların 2.çeyrekte itibariyle finansallara girecek oluşu, giderlerde iyi yönetim sağlanması ve sağlık turizminin gelecekte ön plana alınmaya devam etmesi nedeniyle Egepol'ü yakından takip etmeyi sürdürüyoruz. Egepol yatırımları kısmen fiyatlanmış olabilir ancak sektörü destekleyen koşulların devamlılığı gözlemlenecek.	565,62	2,18	13,02
ALTNY	POZİTİF	Savunma sanayindeki süreçlerden olumlu nemalanma 197 milyon dolarlık backlog varlığı izleniyor. Beklentilere paralel gerçekleşme olsa dahi 2024 2.çeyrekte baz etkisinden kısmen olumsuz etkilenebilir. 3.çeyrek bilançoları özelinde de mutlak baz etkisinden olumlu yararlanacaktır. Yıllık satışların %54'üne daha ilk 4 ayda ulaşılıyor oluşu gelecek için umut vaat ediyor	33,91	4,68	20,63
ASELS	POZİTİF	Satışlarda geçtiğimiz 1Q24'ün yüksek baz etkisi sebebiyle %26.6 daralsa da ilk çeyreğin en zayıf çeyrek olduğunu unutmamak gerekir. Şirketin ihracat payının artıyor olmasını pozitif değerlendiriyoruz. 1Q25 itibariyle 1.5mlr \$ 'lık iş ilişkisiyle beraber(372m \$ 'ı ihracat) toplam bakiye siparişleri 15mlr \$ seviyesine yükseldi. İhracatın büyük çoğunluğu Türki Cumhuriyetler ve Orta Doğu-Asya bölgesine olsa da Avrupa tarafında da büyümeye odaklanarak devam etmektedir. Beklentiyeye paralel sonuçları pozitif değerlendirmekteyiz. Önümüzdeki dönemde e pozitif operasyonel nakit akışı , yeni sözleşmelerde güçlü artış ve savunma sanayi yatırımlarındaki artışın sürdürülebilirliğiyle güçlü temanın devamını beklemekteyiz	41,62	4,15	21,86
ANSGR	NÖTR	Yüksek bileşik rasyo ve yatırım giderlerinde artışlar nedeniyle dengeli bilanço. şirketin sağlık portföyünde iyi bir yönetime sahip olması nedeniyle bu taraftan karlılık odaklı yol almaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Son dönemde zirai don doğrultusunda Y&DA ağırlığı nedeniyle 2.çeyrekte ilave negatif etki yaratabilir. Yakından takip etmeyi sürdürmekle beraber 2024 gibi sektörü bu yıl ön planda tutan bir yıl olacağını değerlendiriyoruz.	4,56	1,61	0,00
AKGRT	NEGATİF	Yüksek bileşik rasyo, konservasyon düşüklüğü ve sağlık dahil kar eksikliği. yüksek bileşik rasyo, konservasyon oranında düşüklüğün devamlılığı, motor dışı ağırlığı haricinde diğer ürünlerde sağlık dahil kar varlığının olmayışı ve beklenti altı gelen net kar nedeniyle bilançoju negatif değerlendiriyoruz.	5,40	1,93	0,00
TURSG	POZİTİF	Güçlü büyüyen primler doğrultusunda artan karlılık ve bileşik rasyoda sabit kalım ile dengelenen giderler. Faiz artırım süreci yatırım gelirlerinde sektörün aksine dinamik yönetim nedeniyle ayrıca olumlu bir gelir katkısı sağlayabilir. Sektörün özellikle Haziran ayına kadar baz etkisinden olumlu yararlanacağını değerlendiriyoruz.	6,35	2,63	0,00
AGESA	POZİTİF	Emeklilik tarafında teknik zarar oluşsa da hayat tarafı ve yatırım gelirleriyle güçlenen bilanço izliyoruz. Agesa Hayat Emeklilik, emeklilik tarafında açık optimizasyona gitmesi gerekiyor. Hayata öncelik verilmesi karlılık gereği doğru ancak bu taraf geri planda bırakılırsa TES hikâyesinden yararlanamayacağını belirtelim.	8,10	4,97	0,00
ANHYT	POZİTİF	Güçlü karlılık, zayıf bileşik rasyo, RoE tarafında %50 beklentisinin üstünde %52 olarak gerçekleşme izlenimi görüyoruz. Özsermaye karlılığı (RoE) net karın özkaynaktan daha yavaş büyümeye devam edeceğini varsaymamız nedeniyle beklentimize paralel düşüş gösterdi. RoE, 14 puan düşüşle %52 olarak gerçekleşerek %50 beklentimizin üstünde kalmayı başardı. Çeyreklik bazda RoE, yıllık 1234 baz puan düşüş çeyreklik 742 baz puan artışla %59,55 olarak sonuçlandı. Bu durum RoE tarafında kalmayı başaracağı bir yılı hazırlamayı teyitlemektedir. Net karlılık beklentiye paralel gelmiş olsa dahi güçlü RoE doğrultusunda beklentimiz olan %50 üzerinde her RoE güçlü bir bilanço yapısı oluşturmaya devam edeceğinden bilançoju pozitif karşılıyoruz.	8,26	4,31	0,00



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	TAŞ TOPRAK ÇİMENTO/TEKNİK TEKSTİL/TELEKOMÜNİKASYON - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
BOBET	NEGATİF	Zayıf sonuçları negatif değerlendiriyoruz. Çimento sektörünün ilk çeyrekte hacimsel artış göstermesine karşılık hazır beton tarafında aynı seyri görememekteyiz. Yüksek faiz ortamı inşaat sektörünü daraltıp talebi azaltsa da altyapı ve çeşitli projelerin önümüzdeki dönemde hazır beton sektörünün defansif özelliğini koruyacağını düşünmekteyiz. 990 bin ton klinker öğütme ve paketleme kapasitesine sahip yeni yatırımın ve Kayseri'de 2024 Haziran ayında açılan 18MW'lık GES yatırımının önümüzdeki dönemde marjlara katkı sağlamasını beklemekteyiz. BOBET 5.1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir	0,00	1,61	6,28
LMKDC	SINIRLI NEGATİF	1Q25 finansallarını sınırlı negatif değerlendiriyoruz. Geçtiğimiz yılın baz etkisini dışarıda tutarsak güçlü finansal yapısı ve sürdürülebilir güçlü kar marjlarını pozitif değerlendiriyoruz. Şirketin bulunduğu coğrafi konum sayesinde sektörel gelişmelerden sınırlı etkiyeceğini düşündüğümüz için defansif bir konuma koymaktayız. Şirket 8.4x F/K ve 4.3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte ıskontolu fiyatlanıp cazip olduğunu düşünmekteyiz.	9,57	2,64	4,78
OYAKC	SINIRLI POZİTİF	1Q25'de satışlarda TL bazlı %8 daralma görsek de dolar bazlı %8 artış görmekteyiz. OYAKC'nin ülke içerisindeki konumlanması sebebiyle sınırlı etkilense de sektörde 1Q25'de çimento üretimi %6 artış gösterirken OYAKC'nin çimento satışları %16.7 daralma göstermiştir. 1Q25 operasyonel anlamda görece zayıf geçse de sürdürülebilir karlılığının devamını sağladığını görmekteyiz. Gelen finansalları sınırlı pozitif değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde altyapı projelerinde artış , krediye erişimin kolaylaşmaya başlaması ve kentsel dönüşümün hızlanması+büyük projelerin oluşumu potansiyelinden kaynaklı defansif ve güçlü temasını sürdürmesini beklemekteyiz.	16,39	2,49	8,43
CIMSA	POZİTİF	Beklentiye paralel satış-FAVÖK beklenti altında net kar (temel sebebini yatırım faaliyetlerinde meydana gelen zarar olması -681m TL SAHOL pozisyonu) gelse de SAHOL etkisinden arındırıldığında tablonun olumlu yönde değişeceğini düşünmekteyiz. Şirketin MANNOK satın alımı sonucu artan borçluluğunun bu çeyrek de devam etmesini ve artan kaldıraç oranını hafif negatif buluyoruz. Önümüzdeki dönemde kentsel dönüşüm ve altyapı projelerinin artmasıyla birlikte defansif görünümünü korusa da son faiz kararıyla beraber faiz indirim patikasının ötelenmesinden kaynaklı konut sektörünün görece negatif etkilerini izleyeceğimizi söyleyebiliriz.	20,62	2,03	12,79
NUHCM	NÖTR	Zorlu makroekonomik koşullar doğrultusunda maliyetlerin satışlardan daha fazla azalması doğrultusunda dengeli brüt karlılık izleniyor. FAVÖK yıllık %5 düşüşle 541,53 milyon TL oldu. Amortisman giderleri yıllık %4,06 artışla 272,51 milyon TL'ye ulaşmasının ardından doğal olarak bu taraf hem satış hem brüt karlılıktan daha az azalış gösterdi. FAVÖK marjı 505 baz puan artışla %16,62 oldu. 2.çeyrek olumsuz baz etkisi olacak..	23,86	1,85	8,29
KORDS	NEGATİF	Ürün bazlı satışlarda endüstriyel iplik ve kord bezi tarafında %7.8'lik büyüme olurken ,ileri kompozit tarafında büyüme %12 olarak gerçekleşti. Buna ek olarak toplam maliyetlerin %60'ını oluşturan hammadde ve malzeme giderlerinin payı %55'lere geri çekildiğini görmekteyiz. \$ Bazlı satışlardaki zayıf seyrin sebepleri olarak ileri kompozit tarafında yaşanan fiyat rekabetlerinin satış hacmindeki negatif etkileri , lastik güçlendirme sektöründe ve Avrupa otomotiv sektöründe henüz toparlanmanın gerçekleşmemesi etkili oldu. Karlılıkta çeyrekse hafif toparlanma olsa da hacimsel daralma ve faaliyet giderlerindeki artış sonucu zayıf seyir sürmektedir. Küresel ekonomik koşullardan ve iç pazarda inşaat sektöründe tam toparlanma gerçekleşmemiş olmasıyla birlikte sektörel toparlanmanın bir miktar daha uzamasını beklemekteyiz.	0,00	0,79	17,00
TCELL	POZİTİF	Beklentiye paralel güçlü sonuçları pozitif değerlendirmekteyiz. Abone kazanımı , ARPU büyümesinin devamını görsek de emsal şirketlere göre hafif aşağıda büyümeleri sınırlı negatif yorumluyoruz. Techfin tarafındaki güçlü büyümenin önümüzdeki dönemde gelirlere etkisinin devam etmesini beklemekteyiz. ARPU mobil tarafta %15.7 artarken sabit segmentte ise fiyat düzeltilmesi ve IPTV katkısıyla %17.7 artış göstermiştir. Mobil segmentte büyüme sürmesine rağmen faturalı abone kazanımının 153bin olurken faturasız ön müşteri kaybının 177bin olmasını sınırlı negatif yorumluyoruz.	9,25	1,01	3,42
TTKOM	POZİTİF	1Q25'de sabit hat büyümesi %14.7 gerçekleşirken mobil tarafta %24 görece güçlü seyir görmekteyiz. Toplam abone kazanımına baktığımızda ise mobil segmentte rekabetin yoğun olduğu ortamda 477bin net kazanım , fiber abonede ise 177bin net kazanımı pozitif değerlendiriyoruz. Mobil segmentte faturasızdan faturalıya geçiş operasyonlarını güçlü yöneten TTKOM'un ARPU tarafında mobilde %18.6 , sabit genişbantta %19.4 artış ile güçlü ilerlediğini görmekteyiz. Beklenti üzeri net kar açıklamasında yukarıdaki sebepler ve finansman giderlerindeki gözle görülür azalışa ek olarak muhasebe bazlı teknik etkileri de görmekteyiz. ARPU, müşteri kazanımları ve mobil segmentteki güçlü performansın yılın geri kalanında da devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılı için belirlenen %8-9 gelir büyümesi ve %38-40 FAVÖK marjı hedeflerini, açıklanan bilanço ile uyumlu bulmaktayız.	21,36	1,30	4,26



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 1.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	OTOMOTİV/İLAÇ/ULAŞTIRMA/VARLIK YÖNETİMİ/YİYECEK - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
DOAS	SINIRLI NEGATİF	Türkiye otomotiv satışları 1Q24'e göre %6.5 , binek araç %4.1 , hafif ticari araçlarda ise daralma %15.5 gözükürken. DOAS tarafında SKODA hariç 1Q25'de 30.015 araçla geçtiğimiz yıla paralel sonuçları sınırlı pozitif değerlendiriyoruz. Yatay performansın sebebinin ise araç portföyündeki grupların elektrikli araç portföyünün genişlemesiyle bağdaştırıyoruz. Karlılığa baktığımızda çeyreklik toparlanmalar görsek de 1Q24'ün altında marjlar devam etmektedir. Borçluluk tarafında finansal borç artışı sınırlı kalırken, Doğuş Bilgi İşlem'in 6,6 milyar TL'lik sermaye artırımının şirket bünyesinden karşılanmasıyla net borç 2,9 milyar TL'den 11,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Beklentiyi aşan satışlara rağmen kârlılığın geride kalmasını sınırlı negatif değerlendiriyoruz. Küresel ve yurt içi otomotiv sektöründe talep daralmasının sürmesi ve Çin'in agresif pazar kazanımının devam etmesi beklenmektedir. Portföydeki markaların elektrikli araç payının artması olumlu olsa da, pazar payı açısından zorlu bir yıl öngörmekteyiz.	12,48	0,92	4,58
SELEC	NEGATİF	Pazar payı yükselse de düşen satışlar ve artan maliyetler karlılığı baskıladı. Yeni kar marjı güncellemeleri ve pazar payında hafif büyüme takibi doğrultusunda 2.çeyrekte finansallarına olumlu yansıma bekliyoruz. İlaç ve sağlık sektörünü beğenmeye devam ediyoruz.	22,49	1,50	7,44
GENİL	NÖTR	İlaç gelirlerinde enflasyon muhasebesi haricinde büyüme ve kutu bazlı büyümenin sürmesi nedeniyle zayıf bilanço gelecekte umut vaat ediyor. Özellikle GES ve Azerbaycan yatırımları ile faaliyetlerini genişletmeyi sürdürmekle beraber kutu bazlı büyümeyi olumlu karşılıyoruz. Kur geçişkenliği ilave bir zamlı bu yıl dengelenebilir.	167,99	4,93	32,38
THYAO	NEGATİF	Beklentiye paralel satış ve beklentinin altında gerçekleşen karlılık rakamlarını negatif yorumluyoruz. Finansal anlamda artan faaliyet giderleri sonucu zayıf geçen ilk çeyreğe ek olarak marjlarda daralma görsek de operasyonel anlamda bir bozulma görmemekteyiz. Marjlardaki daralmaya ek olarak hem kargo hem de genel pazar payı kazanımının sınırlı da olsa 1Q25'de de devam etmesini pozitif değerlendiriyoruz. 2025 yılı için 91m+ yolcu ve yıl sonu filosunu 515-525 uçağa çıkartıp destinasyonlarını arttırmasını uzun vadeli projeksiyonlar için beğenmeye devam ediyoruz. Kısa vadeli geri çekilmeleri şirket adına uzun vadeli alım fırsatı olarak değerlendirmekteyiz.	3,88	0,57	5,62
PGSUS	POZİTİF	Yolcu trafiğine baktığımız zaman %11'lik büyüme görürken iç hatlarda büyüme %3.9 ile sınırlı kalmasının sebebinin geçtiğimiz yıllara göre görece sert geçen kış mevsimi ve ramazan etkisi olduğunu düşünmekteyiz. PGSUS, 1Q25'te %10 büyümeyle 42 milyon € FAVÖK açıklayarak beklentileri aşmıştır. RASK yıllık %5 artarken, CASK %6 yükselmiş, yakıt hariç CASK ise %16 artmıştır. Bu artışta özellikle personel giderleri etkili olmuştur. CASK'taki artış RASK'ın üzerinde kalarak marjları baskılasa da, şirket sektörün en yüksek FAVÖK marjına sahip havayolu konumunu sürdürmektedir. 62 milyon € net zarar açıklanmış olsa da, geçen yılın aynı dönemine kıyasla sınırlı bir toparlanma söz konusudur. Zayıf sezona rağmen operasyonel olarak güçlü veriler elde edilmiştir. Yaz dönemine ilişkin beklentiler daha olumlu olup, önümüzdeki çeyrekte sonuçların iyileşeceğini öngörmekteyiz. Genç filo yapısı ve yüksek orandaki yakıt verimli NEO uçakların katkısını pozitif değerlendiriyoruz. Ancak, yüksek yatırım dönemine bağlı artan finansman giderlerinin izlenmesi gerektiğini not ediyoruz. Şirketi cazip bulmaya devam ederken, havacılık sektöründe de olumlu görünümün süreceğini düşünüyoruz.	8,85	1,56	7,87
TAVHL	SINIRLI NEGATİF	Beklentiye paralel satış ve FAVÖK rakamına karşılık yüksek yatırım dönemi sonucu oluşan avro cinsi borçlanmada Euro/TL ve Euro/Dolar değer kazanması sonucu oluşan çevrim farkları sonucu beklentinin aşışında net zarar açıklandı. Operasyonel anlamda herhangi bir bozulma gözükmezken Antalya yatırımının da etkisiyle temanın devamını beklemekteyiz.	18,74	1,35	8,16
GLCVY	POZİTİF	Güçlü net faiz marjı %90'lara ulaşıldı. Aktif kalitesi NPL girişleri ile kısmen daralsa da sektör üzerinde yapı olumluluğu izleniyor. Bankacılık tarafında NPL girişleri arttıkça daha olumlu karlılık izlenebilir. Bankacılıkta NPL girişlerinin 2025 1.çeyrekte beklentinin üstünde sert oluşu ve 2.çeyrekte daha kuvvetli devam etmesi nedeniyle TGA'ların genişlemesini bekliyoruz. Yabancı portföy hikayesi varlığının da Gelecek Varlığı global oyuncu olarak piyasada devamlılığını önemsiyoruz.	7,39	2,93	0,00
TABGD	NÖTR	İlk çeyrek geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %12 ile güçlü restoran büyümesi devam ederken franchise büyümesi %20 olarak gerçekleşti. 1Q25 döneminde devam eden makro zorluklar , aşım gücünün düşmesi ve tüketici talebinde daralma beklenirken bu koşullar altında bile güçlü ve sürdürülebilir büyümesine devam ettiğini görmekteyiz. Karlılıkta çeyreklik hafi geri çekilme gözükürken operasyonel verimliliğinin devamıyla birlikte karlılığın güçlü seyrettiğini görmekteyiz. Net Kar beklentinin altında gelirirken sebepleri olarak artan finansman giderleri ve N.P.P'nin negatif etkileri olarak açıklayabiliriz.	22,85	2,62	6,19



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

İLETİŞİM BİLGİLERİ

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr

🌐 www.marbas.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00

📠 +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı 7, Şişli - İstanbul



📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

🌐 www.marbas.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00