

4Ç24 Kar Beklentileri

Finansal sektör, gıda perakende, telekom, havacılık ve sağlık öne çıkıyor

AK Yatırım Araştırma
arastirma@akyatirim.com.tr

Önceki çeyreğe kıyasla 4Ç24'te araştırma kapsamımızdaki bankalarda ortalama %26, elementer sigorta şirketlerinde (Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta) ortalama %6'ya yakın ve Anadolu Hayat'ta (hayat/bireysel emeklilik branşı) %60 kâr artışı bekliyoruz. Finans dışı şirketler için tahminlerimiz kapsam dahilindeki 30 şirket için yıllık bazda yaklaşık %44 ciro büyümesi, %50 FAVÖK büyümesi ve %67 net kar düşüşü ile nispeten daha zayıf bir finansal performansa işaret ediyor (enflasyon muhasebesi sonrası). Bu çeyrek daha düşük gerçekleşen enflasyon, TMS29 sebebiyle 4. çeyrekte yıllık bazda FAVÖK marjı genişlemesinde ve net kâr marjı daralmasında etkili oldu.

Kredi-mevduat makasında ılımlı iyileşme ve gayrimenkul iştirak değerlemesi bankaların 4Ç24 kazançlarını iyileştirdi: 4Ç24'te (i) TL fonlama ve kredi faizleri neredeyse yatay seyretti, (ii) YP kredilerdeki büyüme aylık sınır uygulaması sonrasında yavaşlarken ve TL kredi büyümesi, özellikle kamu ve yabancı mevduat bankaları kaynaklı olarak, 3Ç24'e kıyasla daha yüksek gerçekleşti, (iii) sorunlu kredi hacmi 3Ç24'te bir miktar kurumsal TGA girişi ile ivme kazandıktan sonra durağanlaştı; bununla birlikte, özellikle özel bankalarda karşılık oranının artmasıyla karşılık maliyetlerinin önceki çeyreğe kıyasla daha yüksek olması muhtemel, (iv) çekirdek spread gelişimi, özellikle kredi portföyünün kademeli olarak yeniden fiyatlandırılmasıyla sektör genelinde ılımlı bir şekilde olumlu seyretti. Tahminlerimize göre çeyreklik NIM artışı 100 baz puan ve son olarak (v) özellikle peşin giderler ve geçici faktörler (örn. erken emeklilik ödemeleri vb.) nedeniyle işletme maliyetlerindeki çeyreklik büyümenin net ücret/komisyonlardaki büyümeyi aşması olası gözüküyor. Ancak, bu çeyrekteki en önemli gelişme gayrimenkul ve iştirak değerlemesinin sağladığı güçlü katkılar ve TÜFE'ye bağlı menkul kıymetlerin gelir katkısının bankalar arasında farklılaşması oldu. Buna ek olarak, efektif vergi oranında da 3Ç24'e kıyasla bir artış öngörüyoruz.

Araştırma kapsamımızdaki bankalarda olumlu ayrışma öngördüğümüz **Albaraka Türk** ve **TSKB**'de gayrimenkul iştirak değerlemesinin güçlü etkisi, **Vakıfbank**'ta ise TÜFE'ye endeksli tahvillerin sektörden ayrılan güçlü katkısı belirleyici faktör olarak öne çıkıyor. **Vakıfbank**'ın ilk dokuz aydaki TÜFE tahvili faiz geliri hesaplamasında kullandığı TÜFE varsayımını son çeyrekte gerçekleşen enflasyonla birlikte yukarı yönlü güncellemesinden kaynaklanan önemli bir faiz geliri artışı sağlamasını bekliyoruz. Yüklü TÜFE tahvil portföyü taşıyan diğer bankalar ise ilk dokuz ayda TÜFE tahvil gelirlerini zaten daha yüksek TÜFE varsayımı altında hesapladığından 4Ç24'te ek faiz geliri sağlayamayacaklar. Net kârında güçlü sıçrama gördüğümüz bu üç bankanın ayrıca 2025 planlaması için önemli tutarlarda serbest karşılık ayıracağını öngörüyoruz. **Garanti Bankası'nda** ise, önceki çeyreklerdeki görece yüksek bazı nedeniyle sınırlı net kâr artışı bekliyoruz. Ancak Garanti'nin sene başından beri olumlu ayrıştığı net faiz marjını 4Ç24'te de rakiplerinin belirgin üzerinde korumasını olumlu olarak değerlendiriyoruz. Garanti'nin ayrıca %33 düzeyinde öz kaynak getirisi ile kârlılıkta rakiplerinin önünde yer alacağını tahmin ediyoruz. Araştırma kapsamımızdaki diğer bazı bankalarda da kısmen daha yüksek oranlarda kâr artışları öngörmekle birlikte düşük baz nedeniyle bu kâr artışları öz kaynak getirisinde 4Ç24 itibarıyla anlamlı bir güçlenmeye işaret etmiyor.

Sigortada elementer branşlara ilişkin görece zayıf kâr artış beklentimiz rezerv baskısı sebebiyle teknik sonuçlarda bozulma öngörümüzü yansıtıyor. Buna karşılık büyüyen yatırım portföyü sayesinde finansal gelirdeki artışın teknik taraftaki kötüleşmeyi telafi edeceğini düşünüyoruz. **Anadolu Hayat Emeklilik** için ise daha güçlü 4Ç24 beklentisi portföy getirisindeki artış ve portföydeki büyümeden kaynaklanıyor. Ayrıca bu grupta hayat segmentindeki güçlü sonuçların teknik kâra olumlu etki etmesini de bekliyoruz.

Reel değerlenmeye dayalı dezenflasyon stratejisi imalat/ihracat sektörlerini olumsuz etkilemeye devam ediyor: Orta sınıfın alım gücündeki düşüş ve özellikle (son iki yılın aksine) asgari ücrette ara dönem ayarlamasının yapılmaması, 4Ç24'te genel olarak tüketici talebi üzerinde olumsuz bir etki yarattı. Diğer yandan, (i) ortalama ticari kredi faizinin 4Ç23'e kıyasla yaklaşık 500 baz puan daha yüksek olmasıyla reel olarak fonlama maliyetlerinin yükselmesi (nominal olarak 2Ç24'teki zirve seviyelerinden bir miktar gevşemesine rağmen), (ii) 4Ç24'de ortalama %50'ye yakın TÜFE enflasyonuna karşılık TL'nin nominal olarak yaklaşık %20 değer kaybetmesi, (iii) ABD Doları'nın Euro karşısında güçlenmesi, özellikle imalat ve ihracat sektörlerinde karlılık koşullarını baskılamaya devam etti. Buna karşılık, gıda perakendeciliğinde artan mağaza sayıları, telekom sektöründe fiyat ayarlamalarının devam eden gecikmeli etkileri, havacılıkta yolcu sayısındaki artış ve düşen yakıt fiyatları, sağlıkta fiyat düzenlemeleri ve artan hasta trafiği bu sektörleri reel anlamda olumlu yönde ayırıştırıcı önemli faktörler oldu.

2025 beklentileri yatırımcıların risk iştahı açısından daha kritik olacaktır. 4Ç24 sonuçları mevsimsellik ve az çok beklentiler paralelinde olması nedeniyle geleceğe dönük beklentilerde sınırlı bir belirleyiciliğe sahip olacaktır. Dolayısıyla, yatırımcıların bilanço döneminde bu verilerden ziyade şirketlerin 2025'e dair bütçe öngörülerine odaklanmasını bekleriz. Bununla birlikte, gıda ve içecek sektöründe, **MGROS'un** en yüksek ciro ve FAVÖK büyümesi ile en iyi performansı göstermeye devam etmesini bekliyoruz. Havacılıkta, **TAV, THY ve Pegasus'un** yolcu sayısındaki büyüme ve yakıt fiyatlarındaki düşüş ile güçlü sonuçlar paylaşacağını düşünüyoruz. Otomotivde **FROTO'nun** güçlü sonuçlar vereceğini tahmin ediyoruz. Sağlık segmentinde, referans kur artışı ve brüt marj düzeltilmesi ile **SELEC**, güçlü fiyatlama ve hasta trafiğindeki artış ile **LKMNH** ve güçlü ihracat performansı ve marj genişlemesi ile **MEDTR'nin** güçlü sonuç açıklamasını bekliyoruz. Yüksek baz etkisi nedeniyle güçlü beklentimizi koruduğumuz **MPARK'ta** ise yıllık artış daha mütevazî düzeyde kalabilir. Kapsamımızda yer alan diğer şirketler arasında **KLKIM, TRGYO, AVPGY, TTKOM, TCELL** pozitif tarafta ve **EREGL, OTKAR, TOASO, DOAS & TTRAK** negatif tarafta ayrışıyor.

4Ç24 bilanço dönemi 29 Ocak'da Garanti Bankası ile başlayacak. Bunu takiben **Akbank** 30 Ocak'ta; **Yapı Kredi** ve **TSKB** 31 Ocak'da sonuç açıklayacak. Banka yönetimlerinin öngörülleri ve BDDK'nın toplu verileri kârlarda sürpriz ihtimalinin sınırlı kalacağını gösteriyor. Ancak özellikle Hazine işlemlerine ve iştirak gelirlerine bağlı sürpriz olasılığı olabilir. Finans dışı şirketler için bilanço döneminin son tarihi 11 Mart'tır.

BANKA

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç24T	4Ç23	Y/Y	3Ç24	Ç/Ç	12A24T	12A23	Y/Y	Beklenti Notları
Banka											
ALBRK	14-Şub	Özkaynak	17,594	13,387	31.42%	16,059	9.56%	17,594	13,387	31.42%	Albaraka'nın önceki çeyreğe göre yaklaşık iki katına çıkmasını beklediğimiz 4Ç24 net kârı dönemsellik gösteren gayrimenkul ve iştirak portföyünün değerlemesi ile desteklendi. Değerleme katkısının 4Ç24'te 5,5 milyar TL'yi bulmasını (önceki çeyrek 1 milyar TL) ve bunun 3,5 milyar TL'sinin karşılık (serbest ve personel ikramiye karşılıkları) olarak ayrılmasını öngörüyoruz. Değerleme kaynaklı etki haricinde, hesaplama yöntemi nedeniyle neredeyse önceki dokuz ayın toplamına yaklaşan zorunlu karşılık neması da bankanın net katılım payı gelirindeki, büyümeye destek oldu. Albaraka'nın karşılık ayırıp risk tamponlarını güçlendirerek 4Ç24 kârındaki artışı sınırlamasını bekleriz.
		Net Faiz Geliri	1,906	3,642	(47.65%)	(666)	n.a.	7,367	8,530	(13.64%)	
		Net Kâr	1,535	968	58.61%	794	93.47%	4,200	3,429	22.49%	
GARAN	29-Oca	Özkaynak	329,425	244,797	34.57%	302,648	8.85%	329,425	244,797	34.57%	Garanti'nin kredi ağırlıklı bilanço yapısı, rakiplerinden daha büyük maliyetsiz fonlama kaynağı ve aktif/pasif vade yapısı avantajı ile 4Ç24'te olumlu ayrılmaya devam etmesini, bununla birlikte güçlü baz nedeniyle 4Ç24 net kâr artışının ortalamasının altında kalmasını bekliyoruz. Garanti'nin 4Ç24 faaliyet giderlerinin (2025 için önden yüklemeli maliyetlerle) önceki çeyreğe göre %19 (4,5 milyar TL) artışla kârlılığı azaltıcı etkisi olacaktır. Diğer taraftan bankanın TÜFE tahvili hariç net faiz gelirini önceki çeyreğe göre 5 milyar TL ve net faiz marjını 80 baz puan (sektör ortalamasının hafif altında) arttırmasını öngörüyoruz. Ayrıca bankanın önceki çeyreğe göre daha düşük net karşılık gideri (kurumsal TGA yapılandırması) ile net risk maliyetini de 100 baz puan ile 2Ç24'ün yarısı düzeyinde tutmasını bekliyoruz.
		Net Faiz Geliri	25,123	20,255	24.03%	18,896	32.95%	95,861	74,836	28.09%	
		Net Kâr	25,266	29,754	(15.09%)	22,095	14.35%	92,200	87,332	5.57%	
HALKB	10-14 Şubat	Özkaynak	141,739	128,406	10.38%	137,957	2.74%	141,739	128,406	10.38%	Halkbank'ın 4Ç24 net kâr artışında, kredi portföyünün ortalama getirisinin artışıyla TÜFE hariç net faiz marjındaki 140 baz puana yakın toparlanma öne çıkıyor. Ayrıca banka, TÜFE tahvillerin değerlemesinde yıl sonu enflasyonu yerine daha yüksek gelen Ekim sonu enflasyonunu kullanarak bu kalemdeki dönem sonu düzeltmesinden 4Ç24'e gelen faiz geliri düşüşünü 6 milyar TL ile sınırladı. Halkbank'ın riskli kredi karşılık oranlarında bir miktar daha azalmayı dikkate alarak net kredi risk maliyetini 4Ç24'de de (karşılık iptalleri kaynaklı olarak) ekside tuttuğunu tahmin ediyoruz. Son olarak Halkbank'ın komisyon gelirlerindeki artışın düşük tek haneli ve faaliyet gideri artışının (muhtemelen diğer gider ve karşılık kalemleri kaynaklı) %15 düzeyinde artmasını bekliyoruz.
		Net Faiz Geliri	5,459	(514)	n.a.	3,066	78.03%	35,077	41,384	(15.24%)	
		Net Kâr	3,783	2,062	83.47%	2,960	27.80%	15,000	10,112	48.34%	
ISCTR	10-11 Şubat	Özkaynak	304,946	267,797	13.87%	290,553	4.95%	304,946	267,797	13.87%	Kârın tamamen ertelenmiş vergi aktif ve çözülen serbest karşılıklardan geldiği (ve iştirak gelirinin operasyonel zararı zar zor telafi ettiği) zayıf 3Ç24 sonuçlarının ardından, İş Bankası'nın 4Ç24 performansında ılımlı bir toparlanma öngörüyoruz. İlk olarak, çekirdek net faiz gelirinde çeyreklik bazda yaklaşık 130 baz puanlık kademeli toparlanma sayesinde, 4Ç24'te pozitif bir net faiz geliri (önceki üç çeyrekteki negatif sonuçların ardından) öngörüyoruz. Ayrıca, net kredi risk maliyetinin 4Ç24'te 95 baz puanın biraz altına inmesi (3Ç24'te 166 baz puan) bir başka olumlu gelişme olacaktır. Son olarak, çeyreklik bazda net komisyonlarda %4,1'lük ve net faaliyet giderinde %6,0'lık çeyreklik büyüme öngörüyoruz. Ancak yine de bankanın 2024'ün tamamında elde ettiği %14-16 aralığındaki öz kaynak getirisi tamamen esas faaliyet dışı faktörlerden geliyor.
		Net Faiz Geliri	1,609	5,790	(72.21%)	(5,771)	n.a.	27,247	67,073	(59.38%)	
		Net Kâr	6,815	20,219	(66.29%)	5,534	23.15%	41,500	72,265	(42.57%)	
TSKB	4-Şub	Özkaynak	32,231	21,412	50.53%	29,217	10.32%	32,231	21,412	50.53%	Büyük hacimli bir takibi gecikmiş olacak için uzlaşma sağlanması ve ilgili kredi karşılığının çözülmesi TSKB'nin 4Ç24 kâr artışına güçlü destek verdi. TSKB'nin buradan sağladığı gelirin 0,3 milyar TL kadarını serbest karşılık ayırarak toplam serbest karşılık tutarının 2 milyar TL'ye çıkaracağını tahmin ediyoruz. Ayrıca yıl sonu TÜFE oranının, ilk dokuz ay varsayımın üzerinde kalması faiz gelirinde 0,2 milyar TL kadar artış sağladı. TSKB'nin esas net faiz gelirinde de ufak bir artış bekleriz. Buna karşılık komisyon gelirlerinin yatay seyrettiğini ve faaliyet giderlerindeki %12 düzeyinde artış nedeniyle net kâr artışının nispeten sınırlı kaldığını tahmin ediyoruz. TSKB'nin 2024 öz kaynak getirisini de %38 ile rakiplerin üzerinde hesaplıyoruz.
		Net Faiz Geliri	3,328	3,026	9.99%	3,172	4.89%	14,425	10,234	40.94%	
		Net Kâr	3,015	2,013	49.74%	2,633	14.51%	10,050	7,041	42.73%	
VAKBN	10-14 Şubat	Özkaynak	213,351	171,428	24.46%	201,166	6.06%	213,351	171,428	24.46%	Vakıfbank 4Ç24'te de kendisini sektörden olumlu farklılaştırmaya devam ediyor: Bankanın 4Ç24 net kârında %67'lik güçlü bir artış öngörüyoruz. Artış beklentimiz TÜFE tahvil gelirinde çeyreklik 10 milyar TL'lik büyümeyi (TÜFE artışının ilk dokuz aydaki %43,5'ten %48,6'ya çıkarılmasıyla) yansıtıyor. Ayrıca Vakıfbank'ın çekirdek net faiz marjında devam eden genişleme sayesinde TÜFE tahvil hariç esas net faiz gelirinde de bir iyileşme bekliyoruz. Son çeyrekte, Vakıfbank'ın işletme maliyetlerinin sabit kalmasını (sektördeki %10'un biraz üzerinde artışa kıyasla) ve komisyon gelirlerinin orta-yüksek tek haneli rakamlarda artmasını (sektördeki çeyreklik bazda %10'luk büyümeye kıyasla) bekliyoruz. Son olarak Vakıfbank'ın net kredi risk maliyetinin de 3Ç24'teki 85 baz puandan 4Ç24'te 140 baz puana çıkmasını öngörüyoruz.
		Net Faiz Geliri	31,774	21,235	49.63%	16,486	92.73%	87,891	51,955	69.17%	
		Net Kâr	12,185	10,023	21.58%	8,023	51.89%	39,400	25,046	57.31%	
YKBNK	31-Oca	Özkaynak	197,562	178,852	10.46%	190,967	3.45%	197,562	178,852	10.46%	Yapı Kredi'nin 4Ç24 net kârındaki %32 (vergi öncesi kâr artışı) artış beklentimiz, düşük bir bazdan kaynaklandığı için öz kaynak getirisinde anlamlı bir toparlanma sağlamıyor. Banka 2024/9'da TÜFE tahminini yıl sonu için gerçekleşen düzeye yaklaştırdığından TÜFE tahvil gelirinde artış beklemiyoruz. Buna karşılık kredi büyümesinin sektör ortalamasının altında kalacağını, kredi-mevduat makasındaki olumlu seyrin TÜFE tahvil hariç net faiz zararını 10 milyar TL'ye yakın azaltacağını (net faiz marjında 200 baz puana yakın iyileşme) bekleriz. Öne çekilen maliyetler ve EYT etkisiyle faaliyet giderlerinde önceki çeyreğe göre %16 artış (komisyon geliri artışı %8 ile bunun yarısı düzeyinde) kârda toparlanmayı baskılayacaktır. Net kredi risk maliyetinin de TGA intikali önceki çeyreğe göre gerilese de ihtiyatlı davranılarak yaklaşık iki katına (150 baz puan) çıkmasını öngörüyoruz.
		Net Faiz Geliri	9,333	16,204	(42.40%)	1,376	578.39%	63,145	72,902	(13.38%)	
		Net Kâr	6,595	19,307	(65.84%)	5,001	31.87%	29,000	68,009	(57.36%)	
TOPLAM		Özkaynak	1,236,849	1,026,078	20.54%	1,168,566	5.84%	1,236,849	1,026,078	20.54%	
		Net Faiz Geliri	78,532	69,638	12.77%	36,560	114.80%	331,012	326,915	1.25%	
		Net Kâr	59,194	84,346	(29.82%)	47,038	25.84%	231,349	273,233	(15.33%)	

SİGORTA

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi	4Ç24T	4Ç23	Y/Y	3Ç24	Ç/Ç	12A24T	12A23	Y/Y	Beklenti Notları	
Sigorta											
ANHYT	30 Oca - 7 Şub	Özkaynak	9,437	6,293	49.96%	8,302	13.67%	9,437	6,293	49.96%	Anadolu Hayat için 3Ç24'e kıyasla %60'luk kâr artışı beklentimiz, daha yüksek yatırım gelirleri ve teknik sonuçlardaki pozitif görünümünden (hayat segmenti sayesinde) kaynaklanmaktadır. Özellikle, nispeten daha güçlü BIST100 performansı ve girişim sermayesi fonlarının değerlendirilmesi sayesinde, getiri oranındaki iyileşmenin neticesinde yatırım gelirlerinde önemli bir artış (+120% ç/ç) gerçekleşeceğini düşünüyoruz.
		Net Kâr	1,135	768	47.78%	707	60.45%	3,970	2,778	42.92%	
ANSGR	30 Oca - 7 Şub	Özkaynak	30,103	14,204	111.93%	27,675	8.77%	30,103	14,204	111.93%	Anadolu Sigorta'nın 4Ç24 sonuçlarında, büyüyen yatırım portföyü sayesinde yatırım geliriindeki artışın teknik taraftaki kötüleşmeyi telafi edeceği beklentimiz ışığında, çeyrek bazda %5'lik net kâr büyümesi tahmin ediyoruz.
		Net Kâr	2,565	486	427.43%	2,441	5.07%	10,444	5,909	76.74%	
TURSG	25-30 Oca	Özkaynak	27,679	15,426	79.43%	24,075	14.97%	27,679	15,426	79.43%	Türkiye Sigorta'nın 4Ç24 karında çeyreklik %6'luk bir artış öngörüyoruz. Teknik sonuçların pozitiften negatife dönmesini beklememize rağmen, yatırım portföyündeki büyüme sayesinde finansal gelirdeki artışın teknik taraftaki kötüleşmeyi telafi edeceğine inanıyoruz.
		Net Kâr	3,263	1,053	209.80%	3,071	6.25%	12,903	6,155	109.63%	
TOPLAM		Özkaynak	67,218	35,922	87.12%	60,052	11.93%	67,218	35,922	87.12%	
		Net Kâr	6,963	2,308	201.75%	6,220	11.95%	27,318	14,843	84.05%	

FİNANSAL KESİM DIŞI

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç24	4Ç23	Y/Y Nominal	Beklenti Notları
AEFES	TL	5-Mar	Net Satış	49,235	34,868	41.2%	Bira grubu cirosunun (enflasyon muhasebesi öncesi) uluslararası operasyonların güçlü katkısı ile %9 hacim büyümesi ve güçlü fiyatlama sayesinde %60 artmasını bekliyoruz. Bira grubu FAVÖK marjının (enflasyon muhasebesi öncesi) 4Ç'de yıllık bazda yatay seyretmesini beklerken, yılın tamamı için yönetim beklentisinden daha güçlü bir karlılık öngörüyoruz.
			FAVÖK	6,837	5,508	24.1%	
			Marj	13.9%	15.8%	(1.91pt)	
			Net Kâr	611	(233)	n.a.	
			Marj	1.2%	(0.7%)	n.a.	
ARCLK	TL	31-Oca	Net Satış	113,885	62,772	81.4%	Whirlpool birleşmesi nedeniyle gelirlerde yıllık bazda inorganik büyüme görmeyi bekliyoruz. Birleşme ile ilgili tek seferlik giderler operasyonel karlılık üzerinde baskı yaratmaya devam ederken, daha düşük finansman gideri ve daha yüksek parasal kazanç net kar üzerinde 3Ç24'e nazaran bir nebze rahatlama sağlayacaktır. Birleşme işlemin kapanışı 2024 yılı sonunda gerçekleşecek, bu muhasebeleştirme ile ilgili bazı kalemlerin net kar üzerinde önemli etkileri olabileceğini görebiliriz.
			FAVÖK	5,508	3,669	50.1%	
			Marj	4.8%	5.8%	(1.01pt)	
			Net Kâr	(1,195)	4,341	n.a.	
			Marj	(1.0%)	6.9%	n.a.	
ASELS	TL	Şubat	Net Satış	55,736	34,535	61.4%	Güçlü sipariş alımı büyüme desteklemeye devam ediyor. 4Ç23'teki yüksek baz ve TL'deki reel değerlenmeye rağmen, 4Ç24'te yıllık bazda yaklaşık %12 reel büyüme bekliyoruz. 4Ç24 tahminlerimiz 2024 için yıllık bazda yaklaşık %13 büyümeye işaret etmektedir. Daha yüksek katma değerli proje teslimatları ve daha düşük TÜFE, 4Ç24'te FAVÖK marjında yaklaşık 570bps yıllık iyileşmeyi desteklemektedir. 4Ç24'te 4Ç23'e kıyasla daha düşük kur farkı gelirleri NI marjındaki iyileşmeyi büyük ölçüde dengelemektedir.
			FAVÖK	13,957	6,669	109.3%	
			Marj	25.0%	19.3%	5.73pt	
			Net Kâr	7,401	4,137	78.9%	
			Marj	13.3%	12.0%	1.30pt	
BIMAS	TL	11-Mar	Net Satış	134,028	83,417	60.7%	%9 alan büyümesi ve %47 benzer mağaza büyümesi sayesinde yıllık bazda %61 satış büyümesi öngörüyoruz. Yıl ortasındaki gönüllü %10 ücret artışına rağmen yıllık bazda marjların korunacağını öngörüyoruz. Hisse geri alımları ve temettü ödemesi ile finansal gelirler azalacağı için net kar marjında hafif daralma bekliyoruz. Tahminlerimiz yıl sonu için %74 satış büyümesine (Şirket'in öngörüsü : %75'e paralel) ve %7,5 FAVÖK marjına (Şirket'in öngörüsünün alt bandı) ulaşılacağına işaret ediyor.
			FAVÖK	11,061	6,883	60.7%	
			Marj	8.3%	8.3%	0.00pt	
			Net Kâr	6,490	4,234	53.3%	
			Marj	4.8%	5.1%	(0.23pt)	
CCOLA	TL	4-Mar	Net Satış	25,936	20,453	26.8%	%7,4'lük hacim artışına rağmen fiyatlamının zayıf olması ve kurdaki sınırlı artış nedeni ile yıllık bazda sınırlı %27 satış büyümesi (enflasyon muhasebesi öncesi) öngörüyoruz. Zayıf fiyatlama ve maliyet baskıları nedeni ile yılın mevsimsel olarak küçük bu çeyreğinde enflasyon muhasebesi öncesi 340baz puanlık marj daralması bekliyoruz. Marj tahminimiz, Şirket'in 2024 marj öngörülerine hafif aşağı yönlü riske işaret ediyor.
			FAVÖK	3,290	3,288	0.1%	
			Marj	12.7%	16.1%	(3.39pt)	
			Net Kâr	(460)	556	n.a.	
			Marj	(1.8%)	2.7%	n.a.	
DOAS	TL	28-Şub	Net Satış	51,111	38,617	32.4%	4Ç24'te Skoda hariç satış hacmi yıllık %27 arttı. 4Ç24'te Skoda hariç hafif araç pazar payı yıllık 2.2 puan arttı. 4Ç24'te filo satışlarının artması ve artan rekabet ile birlikte fiyatlama gücündeki zayıflamanın devam ettiğini görüyoruz. Fiyatlama gücündeki kayıp sebebiyle FAVÖK marjının daralacağını düşünüyoruz.
			FAVÖK	1,410	2,862	(50.7%)	
			Marj	2.8%	7.4%	(4.65pt)	
			Net Kâr	568	3,283	(82.7%)	
			Marj	1.1%	8.5%	(7.39pt)	

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç24	4Ç23	Y/Y Nominal	Beklenti Notları
EREGL	USD	Şubat	Net Satış	50,918	46,889	8.6%	Yatay seyreden satış hacmi ve daha düşük ortalama satış fiyatının USD bazında hafif düşük ciro ve daha düşük FAVÖK/ton ile sonuçlanmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	3,272	5,132	(36.3%)	
	TMS 29 Hariç	Marj	6.4%	10.9%	(4.52pt)		
	Net Kâr	3,345	7,901	(57.7%)			
	Marj	6.6%	16.8%	(10.28pt)			
FROTO	TL	Şubat'ın 3. haftası	Net Satış	171,881	108,010	59.1%	Toplam satış hacminin 4Ç24'te yıllık %26 artmasını bekliyoruz. 4Ç24'te Ford'un araç başına satışlarının reel bazda %13 daralmasını bekliyoruz. Daha iyi stok yönetimi sayesinde 4Ç24'te FAVÖK marjının çeyreklik bazda 0.5 puan artmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	12,719	4,450	185.8%	
			Marj	7.4%	4.1%	3.28pt	
			Net Kâr	10,257	18,699	(45.1%)	
			Marj	6.0%	17.3%	(11.34pt)	
GWIND	TL	Şubat	Net Satış	580	424	36.8%	EPIAŞ enerji üretim değerlerine göre, Galata Wind 4Ç24'te üretimini bir önceki çeyreğe göre %11, bir önceki yıla göre ise %22 artırmıştır. 4Ç23 ile karşılaştırıldığında, rüzgar türbinleri 4Ç24'te %25 daha fazla enerji üretirken, toplam üretim kapasitesi 2024 yılında yalnızca %3 artmıştır. 2024'ün son çeyreğinde, MWh elektrik başına ağırlıklı ortalama spot fiyat 71\$ olmuştur (4Ç23: 75\$). Galata Wind'in YEKDEM kapsamındaki santrallerinin düşük enerji fiyatlarının etkisini sınırlamasını bekliyoruz.
			FAVÖK	415	308	34.7%	
	TMS 29 Hariç	Marj	71.6%	72.6%	(1.09pt)		
	Net Kâr	305	362	(15.7%)			
	Marj	52.6%	85.4%	(32.79pt)			
INDES	TL	Mart	Net Satış	20,409	13,765	48.3%	4Ç23'teki sağlam baz ve 4Ç24'te güçlenen TL nedeniyle, BİT pazarı reel olarak yıllık bazda %14,7 daraldı. Pazardaki olumsuzluklara rağmen, İndeks Bilgisayar'ın yeni iPhone modeli satışları, Apple mix kanalı ve HB Bilişim'in satın alınması ile inorganik büyüme hikayesinin desteğiyle pazardan daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. Şirket, pazarın zorlu dinamikleri karşısında güçlü nakit pozisyonunu ihtiyatlı bir şekilde kullanmayı başarmış görünüyor. 4Ç24'te yıllık bazda yaklaşık %3 reel büyüme bekliyoruz. Parasal sıkılaştırma nedeniyle kurumsal talebin konsolide gelirlerden daha az pay almasını ve bunun da karlılık marjları üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	936	1,436	(34.8%)	
			Marj	4.6%	10.4%	(5.85pt)	
			Net Kâr	190	384	(50.5%)	
			Marj	0.9%	2.8%	(1.86pt)	
KLKIM	TL	Mart	Net Satış	1,844	1,254	47.1%	Hasılatta yıllık bazda düşük tek haneli reel büyüme bekliyoruz. FAVÖK marjının yıllık bazda 3,2 puan artmasını, çeyreklik bazda ise hafif gerilemesini bekliyoruz. Net kar, finansal gelirler ve iştiraklerden elde edilen yeniden değerlendirme kazancı ile desteklenecektir.
			FAVÖK	408	236	72.6%	
			Marj	22.1%	18.9%	3.27pt	
			Net Kâr	367	315	16.5%	
			Marj	19.9%	25.1%	(5.21pt)	
KARDM	TL	Mart	Net Satış	11,937	13,259	(10.0%)	Daha düşük satış hacmi ve daha düşük ortalama satış fiyatının USD bazında daha düşük ciro ve daha düşük FAVÖK/ton ile sonuçlanmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	1,160	586	97.9%	
			Marj	9.7%	4.4%	5.30pt	
			Net Kâr	547	3,939	(86.1%)	
			Marj	4.6%	29.7%	(25.13pt)	

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç24	4Ç23	Y/Y Nominal	Beklenti Notları
LOGO	TL	Mart	Net Satış	1,190	734	62.1%	ERP segmentinde ve SaaS gelirlerinde güçlü bir gelir artışı bekliyoruz. Ertelenmiş gelirlerin ciro büyümesini desteklemesini bekliyoruz. FY24'te yönetim öngörüsü olan %34'ün hafif altında, yıllık yaklaşık %30 reel büyüme öngörüyoruz. Ciro büyümesinin ve yeniden yapılanmanın 4Ç24'te FAVÖK marjını desteklemesini bekliyoruz. Operasyonel kârlılıktaki güçlü iyileşmeye rağmen, düşük kur farkı gelirleri nedeniyle kârlılığın yıllık bazda yatay kalmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	309	(142)	n.a.	
			Marj	26.0%	(19.3%)	n.a.	
			Net Kâr	(15)	9	n.a.	
			Marj	(1.3%)	1.2%	n.a.	
LKMNH	TL	Mart	Net Satış	900	502	79.3%	Türk Tabipler Birliği Aralık 2023'te %41 oranında zam açıklamıştı. SGK Mayıs 2024 ~%50 fiyat artışı açıklamıştı. Ek olarak Temmuz 2024'te TTB %25 oranında bir zam daha açıkladı. 4Ç24'te reel bazda satış büyümesi ve FAVÖK marjında iyileşme bekliyoruz.
			FAVÖK	200	93	114.2%	
			Marj	22.2%	18.6%	3.62pt	
			Net Kâr	11	290	(96.2%)	
			Marj	1.2%	57.7%	(56.48pt)	
MAVI	TL	18-Mar	Net Satış	8,795	6,020	46.1%	Satın alım gücündeki gerileme ve yüksek baz etkisi nedeni ile büyümenin yavaşlayacağını ve marjların daralacağını düşünüyoruz. Yıl ortasında yapılan %25 gönüllü personel zammı da marjlara baskı yaratan bir diğer faktör olacak.Tahminlerimiz, Şirket'in 2024 yıl sonu öngörülerine hem satış büyümesinde hem de FAVÖK marjında hafif yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.
			FAVÖK	1,618	1,315	23.0%	
			Marj	18.4%	21.8%	(3.45pt)	
			Net Kâr	874	711	22.9%	
			Marj	9.9%	11.8%	(1.87pt)	
MEDTR	TL	Mart	Net Satış	526	337	56.3%	Şirketin net satışlarının 4Ç24'te ABD Doları bazında %32 artmasını bekliyoruz. Başarılı stok yönetimi ve düşen enflasyonla birlikte FAVÖK marjının artmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	102	58	75.3%	
			Marj	19.4%	17.3%	2.11pt	
			Net Kâr	23	57	(59.7%)	
			Marj	4.4%	16.9%	(12.57pt)	
MGROS	TL	5-Mar	Net Satış	72,680	43,953	65.4%	%5 alan büyümesi ve %57 benzer mağaza büyümesi sayesinde yıllık bazda %65 satış büyümesi öngörüyoruz (enflasyon muhasebesi öncesi). Online kanalın hızlı büyümesi satış büyümesini desteklerken, online segmentte karlılığın iyileşmesinin de katkısı ile hem brüt marjların hem opex marjının iyileşmesini öngörüyoruz. Migros'un yılın son çeyreğinde hızlı tüketim sektöründe en güçlü satış büyümesi ve FAVÖK büyümesi (faiz etkisi arındırılmış) göstereceğini öngörüyoruz.
			FAVÖK	6,522	2,789	133.8%	
			Marj	9.0%	6.3%	2.63pt	
			Net Kâr	1,063	571	86.2%	
			Marj	1.5%	1.3%	0.16pt	
MPARK	TL	6-7 Mart	Net Satış	10,380	6,345	63.6%	Türk Tabipler Birliği Aralık 2023'te %41 oranında zam açıklamıştı. SGK Mayıs 2024 ~%50 fiyat artışı açıklamıştı. Ek olarak Temmuz 2024'te TTB %25 oranında bir zam daha açıkladı. 4Ç24'te yeni hastane satın alımlarının da katkısıyla reel bazda güçlü satış büyümesi bekliyoruz. 4Ç24'te FAVÖK marjının rekor bir baz seviyesinden doktor, personel ve doğalgaz, su maliyetlerindeki artışla daralmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	2,709	1,979	36.9%	
			Marj	26.1%	31.2%	(5.10pt)	
			Net Kâr	1,020	2,364	(56.9%)	
			Marj	9.8%	37.3%	(27.44pt)	

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç24	4Ç23	Y/Y Nominal	Beklenti Notları
OTKAR	TL	Şubat	Net Satış	12,061	10,309	17.0%	Otobüs ve Zırlı Araç satış hacmi, büyük ölçüde Temmuz ayında otobüs ihalelerinde uygulamaya konulan GSR düzenlemeleri ve ZA teslimat dönemlerindeki geçiş ile bağlantılı olarak son çeyrekte sırasıyla %46 ve %47 oranında gerilemiştir. Midibüs ve Kamyonet satışlarındaki ivmeye ve potansiyel 6x6 teslimatlarına rağmen, beklenenden oldukça düşük ZA satış hacmi ve beklenenden hafif düşük otobüs satış hacmi nedeniyle 4Ç24 finansallarının bir önceki yılın aynı çeyreğine kıyasla daha zayıf olmasını bekliyoruz. ZA segmentinin toplam satışlar içindeki payının azalması ve artan ücret maliyetleri nedeniyle marjların yıllık bazda önemli ölçüde daralmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	333	1,372	(75.7%)	
			Marj	2.8%	13.3%	(10.55pt)	
			Net Kâr	(410)	2,067	n.a.	
			Marj	(3.4%)	20.1%	n.a.	
PGSUS	EUR	4-Mar	Net Satış	28,006	18,557	50.9%	4Ç24'te arz edilen koltuk %15 artarken yolcu sayısı %17 arttı. Dolayısıyla doluluk oranı yıllık 1,7 puan arttı. İntikam turizmi trendinin bitmeye başlamasıyla bilet fiyatları 3Ç23'te daralmaya başladı. 4Ç24'te yurt içi tavan bilet fiyatındaki artışla Pegasus'un bilet fiyatlarının yıllık Euro bazında %4 artacağını düşünüyoruz. Yıllık bazda yakıt giderlerindeki ciddi daralmaya rağmen yüksek personel ve bakım giderlerinin etkisiyle birim giderlerin yıllık %5 artacağını düşünüyoruz.
			FAVÖK	6,261	3,618	73.1%	
			Marj	22.4%	19.5%	2.86pt	
			Net Kâr	273	11,861	(97.7%)	
			Marj	1.0%	63.9%	(62.95pt)	
SOKM	TL	Mart	Net Satış	51,118	31,508	62.2%	%5 alan büyümesi ve %54 benzer mağaza büyümesi sayesinde yıllık bazda %62 satış büyümesi öngörüyoruz (enflasyon muhasebesi öncesi). Mağaza verimliliklerinin görece zayıf olması ve yüksek maliyet baskısı nedeni ile marjlarda daralmanın devam edeceğini öngörüyoruz. Ancak yılın ilk 9 ayına göre pozitif operasyonel kaldıraç nedeni ile marjlarda toparlanma bekliyoruz. Tahminlerimiz, Şirket'in 2024 öngörülerine hem büyümede hem de marjlarda hafif yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.
			FAVÖK	2,534	2,245	12.9%	
			Marj	5.0%	7.1%	(2.17pt)	
			Net Kâr	280	535	(47.7%)	
			Marj	0.5%	1.7%	(1.15pt)	
SELEC	TL	Mart	Net Satış	37,684	22,838	65.0%	Ekim ayının sonunda gelen referans kur artışıyla 4Ç24'te net satışların yıllık bazda reel olarak artmasını bekliyoruz. 4Ç24'te yapılan fiyat zamları ve yakıt giderlerindeki düşüşle FAVÖK marjının iyileşmesini bekliyoruz.
			FAVÖK	1,677	981	71.0%	
			Marj	4.5%	4.3%	0.16pt	
			Net Kâr	637	508	25.4%	
			Marj	1.7%	2.2%	(0.53pt)	
TAVHL	EUR	18-Şub	Net Satış	14,868	10,616	40.1%	4Ç24'de net satışların Euro bazında yıllık %23 artmasını bekliyoruz. Ankara, İzmir, Tunus ve Almatı'deki güçlü performansla 4Ç24'de FAVÖK'ün Euro bazında %25 artmasını bekliyoruz. Geçen seneki tek seferlik vergi gelirlerinin tekrar etmeyeceği varsayımıyla net karın daralacağını düşünüyoruz.
			FAVÖK	2,913	2,141	36.1%	
			Marj	19.6%	20.2%	(0.57pt)	
			Net Kâr	250	2,160	(88.4%)	
			Marj	1.7%	20.3%	(18.67pt)	
TCELL	TL	Şubat	Net Satış	42,373	27,405	54.6%	4Ç24'te %67 mobil ARPU büyümesi ve %70 FBB ARPU büyümesi ile sürekli fiyat ayarlamaları ve bunun gelirler üzerindeki gecikmeli etkisinden kaynaklanan yıllık %7'lik reel büyüme bekliyoruz. Şirket tanımlı FAVÖK marjı beklentimiz %42,5 seviyesinde. 4Ç23 NI marjı ertelenmiş vergi etkisi nedeniyle yüksek bir baz oluşturuyor.
			FAVÖK	17,999	11,924	50.9%	
			Marj	42.5%	43.5%	(1.03pt)	
			Net Kâr	3,692	16,754	(78.0%)	
			Marj	8.7%	61.1%	(52.42pt)	
THYAO	USD	Mart	Net Satış	192,954	145,617	32.5%	4Ç24'te AKK yıllık %8 artarken ÜYK yıllık %9 arttı. Dolayısıyla doluluk oranı yıllık 0,9 puan arttı. Birim gelirler intikam turizmi trendinin son bulmasıyla birlikte 4Ç23'te daralmaya başlamıştı. İç hat tavan bilet fiyatlarındaki artışa rağmen, artan rekabetle birlikte 4Ç24'te birim gelirlerin %2 daralmasını bekliyoruz. 4Ç24'te kargo hacmi yıllık %6 arttı. 4Ç24'te hem hacim hem fiyatın olumlu katkısıyla kargo satışlarının yıllık %20 artacağını düşünüyoruz. Yakıt fiyatlarındaki güçlü düşüşle birim giderlerin yıllık %1 daralacağını düşünüyoruz.
			FAVÖK	33,370	22,072	51.2%	
			Marj	17.3%	15.2%	2.14pt	
			Net Kâr	29,061	93,500	(68.9%)	
			Marj	15.1%	64.2%	(49.15pt)	

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç24	4Ç23	Y/Y Nominal	Beklenti Notları
TOASO	TL	Şubat'ın 2. haftası	Net Satış	29,664	36,063	(17.7%)	4Ç24'te satış hacminin yıllık %38 daralmasını bekliyoruz. Daralan satış hacimleri, düşen kapasite kullanım oranı ve zayıflayan fiyatlama gücüyle FAVÖK marjının 4Ç24'te ciddi bir ölçüde daralmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	481	4,961	(90.3%)	
			Marj	1.6%	13.8%	(12.14pt)	
			Net Kâr	620	5,151	(88.0%)	
			Marj	2.1%	14.3%	(12.19pt)	
TRGYO	TL	Mart	Net Satış	5,463	1,084	404.0%	Konut teslimleri, geçen yılın aynı çeyreğine ve 2024'ün önceki çeyreklerine kıyasla güçlü çeyreklik sonuçlara yol açacak. Teslimatlardan yaklaşık 4 milyar TL hasılat katkısı bekliyoruz, ancak halihazırda ertelenmiş gelirlere kaydedildiğinden ilave bir nakit akışı katkısı beklemiyoruz. Güçlü finansal gelirler net kârı destekleyecektir. Şirketin yılı banka mevduatları, eurobond ve yatırım fonlarına bölünmüş yaklaşık 18 milyar TL'lik bir nakit birikimiyle kapatmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	2,739	746	267.1%	
			Marj	50.1%	68.8%	(18.69pt)	
			Net Kâr	6,525	9,477	(31.1%)	
			Marj	119.4%	874.2%	(754.80pt)	
TTKOM	TL	Şubat	Net Satış	44,504	26,251	69.5%	4Ç24'te %86 Sabit Genişbant ARPU büyümesi ve %70 mobil ARPU büyümesinden kaynaklanan %17'lik güçlü bir reel gelir büyümesi bekliyoruz. Mobil operatörlerin kullanıcı tabanı odağını artırdığını ve ARPU büyümesini düşmeye başladığını gözlemliyoruz. Öte yandan, Sabit Genişbant segmenti daha düşük bir ARPU bazına sahip ve TTKOM daha kısa sözleşme süreleri uygulamaya başladı. Bu nedenle Sabit Genişbant segmentinin mobil segmentten daha fazla büyümesini bekliyoruz. TTKOM'un Sabit Genişbant segmentindeki büyümeden ve mobil segmentte artan rekabette net kullanıcı kazanımı yoluyla daha fazla faydalanarak benzerlerinin üzerinde büyümesini bekliyoruz. Artan ücret maliyeti baskılarına rağmen, güçlü büyüme sayesinde FAVÖK marjının yıllık bazda 460 baz puan artmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	16,737	8,652	93.4%	
			Marj	37.6%	33.0%	4.65pt	
			Net Kâr	1,966	16,010	(87.7%)	
			Marj	4.4%	61.0%	(56.57pt)	
TTRAK	TL	Şubat	Net Satış	13,037	14,814	(12.0%)	4Ç24'te satış hacminde %26 daralma bekliyoruz. Yumuşayan talep ve düşen kapasite kullanım oranı ile birlikte FAVÖK marjının daralmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	1,838	3,817	(51.8%)	
			Marj	14.1%	25.8%	(11.67pt)	
			Net Kâr	992	3,378	(70.6%)	
			Marj	7.6%	22.8%	(15.19pt)	
ULKER	TL	10-Mar	Net Satış	21,335	14,507	47.1%	Enflasyon muhasebesi öncesi %43 satış büyümesi öngörüyoruz. Türkiye'de güçlü fiyatlama ve hafif hacim büyümesine rağmen uluslararası operasyonların zayıf katkısı büyümeyi aşağı çekiyor. Yüksek baz etkisi ve maliyet baskıları nedeni ile FAVÖK marjında yıllık bazda enflasyon muhasebesi öncesi 350 baz puanlık bir daralma öngörüyoruz. Ancak enflasyon muhasebeli tahminlerimiz, şirket'in muhafazakar olan 2024 öngörülerine hem büyümede hem de marjlarda yukarı yönlü riske işaret ediyor.
			FAVÖK	3,798	2,503	51.8%	
			Marj	17.8%	17.3%	0.55pt	
			Net Kâr	2,134	1,179	81.0%	
			Marj	10.0%	8.1%	1.88pt	

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.