

Piyasalarda Son Görünüm*

| | | | | |
|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| USD/TL 36,5972 | EUR/TRY 39,9044 | EUR/USD 1,0897 | BIST-100 10.438 | Gram Altın 3424,1 |
|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|----------------------|

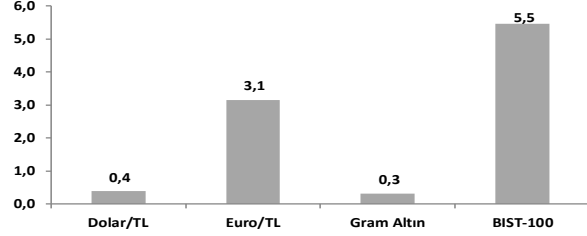
Yurt içinde ödemeler dengesi, ABD'de enflasyon verileri takip edilecek

- Cari dengenin ocak ayında 2,7 milyar \$ açık vereceğini tahmin ediyoruz
- Perakende satış hacmi ocakta yıllık %12,5, aylık (m.a.) %2,0 arttı
- ABD'de TÜFE'nin aylık %0,3, yıllık %2,9 artış göstermesi bekleniyor

ABD Başkanı Trump, Kanada'dan ABD'ye gelen çelik ve alüminyum ürünlerine gümrük vergisi oranını %25'ten %50'ye çıkaracaklarını açıkladı. Ancak Kanada'nın ABD'ye gönderilen elektriğe ek vergi koyma planlarından vazgeçmesi üzerine bu karardan vazgeçildi. ABD'de S&P 500 ve Nasdaq borsaları günlük bazda sırasıyla %0,8 ve %0,2 geriledi. Endekslerin haftanın ilk iki işlem gününde toplam değer kaybı sırasıyla %3,4 ve %4,2 oldu. VIX endeksi günlük bazda 0,9 puan azaldı; 26,9 seviyesinde. Avrupa borsalarında düşüş dün de devam etti; Eurostoxx-600 endeksinde haftanın ilk iki işlem gününde toplam azalış %3,0'e ulaştı. Bankacılık ve teknoloji endeksleri dün günü sırasıyla %1,7 ve %1,5 azalışla tamamladı. Bölgede oynaklık endeksi (V2X endeksi) gün içinde Ağustos 2024'ten bu yana en yüksek seviyesini test etti. Asya hisse senedi piyasalarında bu sabah karışık bir görünüm hakim. ABD'de tahvil piyasasında 2 yıllık tahvilin getirisi günü 6bps artışla %3,94, 10 yıllık tahvilin getirisi 7bps artışla %4,28'den kapattı. Böylece 10 yıllık ve 2 yıllık tahvil getirisi farkı 33bps'ten 34bps'e geldi. Dolar endeksi dün %0,5 azalışla 103,4 seviyesine indi. Euro dolar paritesi bu sabah 1,09 seviyelerinde. Brent petrol aktif vadeli kontratı, zayıflayan doların da etkisiyle yükseldi, ancak büyüme endişeleri kazançları sınırladı. Petrol fiyatı günlük bazda %0,4 artışla 69,6\$/bbl seviyesinde kapandı. Altın fiyatı %0,9 artışla gün sonunda 2916\$/a ulaştı.

- ABD'de JOLTS açık iş pozisyonları ocakta aylık 232 bin artarak 7,74 milyona yükseldi (beklenti: 7,6 milyon). İşe alım oranı %3,4'te sabit kaldı. İşten çıkarma oranı hafif düşerek %1,0'e geriledi. İşten ayrılma oranı aralık ayındaki %1,9'dan %2,1'e yükseldi. ABD'de NFIB Küçük İşletmeler İyimeslik Endeksi şubatta 2,1 puan azalarak 100,7'ye geriledi. Endeksteeki 10 bileşenin yedisinde zayıflama görüldü. Küçük işletmelerin şubat ayında karşılaştıklarını belirttiikleri en büyük sorunlar arasında işgücü kalitesi, enflasyon ve vergiler yer aldı.
- Yurt dışında bugün ABD'de şubat ayı tüketici enflasyonu ile haftalık konut kredisi başvuruları açıklanacak. ABD'de tüketici fiyatları ocakta aylık %0,5 artarken, yıllık enflasyon %2,9'dan %3,0'e yükselmişti. ABD'de TÜFE'nin şubatta aylık %0,3, yıllık olarak ise %2,9 artış göstereceği tahmin ediliyor. Bugün Brezilya'da da enflasyon verileri açıklanacak. Brezilya'da yıllık tüketici enflasyonu %4,83'ten eviyesinden %4,56'ya gerilemekle birlikte Brezilya Merkez Bankası'nın hedefinin üst bandının (%3, hedef aralığı: %2 ila %4) üzerinde kalmaya devam etmişti.
- Yurt içinde perakende satış hacmi ocak ayında takvim etkilerinden arındırılmış olarak yıllık %12,5, mevsimsellikten arındırılmış olarak ise aylık %2,0 artarak iç talebin güçlü seyrettiğine işaret etti. Sanayi, inşaat, ticaret ve hizmet sektörleri toplamında ciro endeksi ocak ayında yıllık %35,4, aylık olarak ise %1,6 arttı.
- İnşaat maliyet endeksi ocak ayında ücret artışlarının etkisiyle aylık %9,10 artarken, yıllık artışı %34,3'ten %26,6'ya geriledi. Kendi hesaplamalarımıza göre mevsimsellikten arındırılmış olarak endeks aylık bazda %0,2 ile sınırlı arttı.
- Hazine dün gerçekleştirdiği ihalelerde ROT dahil toplam 102,4 milyar TL borçlandı. 2 yıl vadeli sabit kuponlu tahvil ihalesinde ortalama yıllık bileşik faiz %37,28 seviyesinde gerçekleşti.
- Yurt içinde bugün ocak ayı ödemeler dengesi verisi açıklanacak. Cari işlemler dengesi aralık ayında 4,65 milyar \$, yılın tamamında ise 10 milyar \$ açık verdi. Ocak ayında dış ticaret açığı bir önceki yıla göre 1,4 milyar \$ artışla 7,5 milyar \$ olmuştu. Bu veri ışığında cari dengenin 2,7 milyar \$ açık vereceğini tahmin ediyoruz.

Haftalık Getiriler (%)



Veriler (Bugün)

Önceki Beklenti

| | | |
|---|-------|------|
| Türkiye Cari Denge (ocak, milyar \$) | -4,65 | -2,7 |
| ABD Tüketici Enflasyonu (şubat, yıllık % değişim) | 3,0 | 2,9 |

Yatırımcı Takvimi için tıklayın

Devlet Tahvili Getirileri

| (%) | 11/03 | 10/03 | 2024 |
|-------------------|-------|-------|-------|
| TLREF | 42,35 | 42,69 | 48,80 |
| TR 10 yıllık | 27,62 | 27,60 | 29,04 |
| ABD 10 yıllık | 4,28 | 4,21 | 4,57 |
| Almanya 10 yıllık | 2,90 | 2,83 | 2,36 |

Döviz Kurları ve Kripto

| | 11/03 | Günlük (%) | Haft. (%) | 2024 sonu (%) |
|--------|---------|------------|-----------|---------------|
| \$/TL | 36,5874 | 0,1 | 0,4 | 3,5 |
| €/TL | 39,9766 | 0,9 | 3,1 | 9,1 |
| €//\$ | 1,0919 | 0,8 | 2,8 | 5,5 |
| \$/Yen | 147,78 | 0,3 | -1,3 | -6,0 |
| GBP/\$ | 1,2951 | 0,6 | 1,2 | 3,5 |

Hisse Senedi Endeksleri

| | 11/03 | Günlük (%) | Haft. (%) | 2024 sonu (%) |
|------------|---------|------------|-----------|---------------|
| BIST-100 | 10.438 | 0,2 | 5,5 | 6,2 |
| S&P 500 | 5.572 | -0,8 | -3,6 | -5,3 |
| FTSE-100 | 8.496 | -1,2 | -3,0 | 4,0 |
| DAX | 22.329 | -1,3 | 0,0 | 12,2 |
| SMI | 12.692 | -2,5 | -2,4 | 9,4 |
| Nikkei 225 | 36.793 | -0,6 | -1,4 | -7,8 |
| MSCI EM | 1.109 | -0,4 | 1,5 | 3,1 |
| Şangay | 3.380 | 0,4 | 1,7 | 0,8 |
| Bovespa | 123.507 | -0,8 | 0,6 | 2,7 |

Emtia Fiyatları

| | 11/03 | Günlük (%) | Haft. (%) | 2024 sonu (%) |
|------------------|---------|------------|-----------|---------------|
| Brent (\$/varil) | 69,6 | 0,4 | -2,1 | -6,8 |
| Altın (\$/ons) | 2.916 | 0,9 | -0,1 | 11,1 |
| Gram Altın (TL) | 3.425,7 | 1,0 | 0,3 | 14,9 |
| Bakır (\$/libre) | 474,0 | 2,2 | 4,7 | 17,7 |

Kaynak: Bloomberg * Piyasalardaki son verileri yansıtır.

Piyasa ve Teknik Görünüm

- BIST'te dün banka, sigorta ve havacılık hisselerinde satışlar vardı. Buna karşın önceki gün rekabet soruşturması haberleri nedeniyle sert satış gören perakendecilik hisseleri yatay seyretti. BIST-100 endeksi, sanayi hisselerindeki seçici alımlarla günü hafif artıda tamamladı. Endekse en güçlü katkı Aselsan, Koç Holding ve Ford Otosan'dan geldi. BIST kapanışı ardından Ukrayna – Rusya ateşkes haberleri de VIOP'da yükselişin daha belirgin devamına imkan sağladı. Yurt dışı piyasalarda gelişmiş ekonomilere ilişkin büyüme endişeleri ve gümrük vergi düzenlemeleri ile ateşkes haberleri etkili oldu. BIST'de bugün hafif alıcılı bir eğilim görmeyi bekliyoruz.
- **Teknik Yorum:** BIST100 dün gün içerisinde 10500 seviyesi üzerine hareketin ardından sınırlı geri çekilme yaşadı. Kapanış 10438 seviyesinde gerçekleşti. BIST'te yakın direnç bölgesi olarak değerlendirdiğimiz 10570/598 bandına yönelik hareket geçerli durumda. Geri çekilmeler halen sınırlı düzeyde. 10357-10276 bandı kısa periyot için takip ettiğimiz destek bölgesi. Üzerindeki hareketin korunması yükseliş yönlü beklentinin güçlü kaldığına yönelik işaret olarak değerlendirilmeli. Bu aşamada endekste olumlu teknik görünümün geçerli olduğunu, 10276 üzerindeki kapanışın da yeni yükseliş hareketini destekleyici olduğunu düşünmeye devam ediyoruz. Bu paralelde 10570/598 ilk aşama hareket bölgesi olarak gündemde kalmaya devam ediyor. Bu bandın aşılması sonrasında 11156/172 bandına yönelik yeni bir hareket görmemiz mümkün olabilecektir. BIST100 için 10357-10276-10197-10121 destekler, 10570/598-11156/172 direnç.
- **Detaylı Teknik Analiz Bülteni için [tıklayın](#)**

Portföy Seçimleri

- **Temel Analize Dayalı En Çok Beğenilen Hisseler:** Anadolu Sigorta, BIM, Ford, Garanti Bankası, Koç Holding, Mavi, Medikal Park, Migros, Otokar, Türk Telekom, THY, Yapı Kredi Detaylar için [tıklayın](#)

| Endeks Değ (%) | Gün | Hafta | Ay | YBB |
|-------------------|------|-------|-----|------|
| BIST-100 | 0.2 | 5.5 | 8.1 | 6.2 |
| BIST-30 | 0.1 | 5.2 | 8.5 | 8.8 |
| Banka Endeksi | -2.2 | 0.1 | 6.0 | 10.4 |
| Sınai Endeks | 1.1 | 9.4 | 8.6 | 1.0 |
| Hizmetler Endeksi | -0.3 | 3.2 | 5.0 | 5.0 |

Piyasa Verileri

| | |
|----------------------------|-----------|
| BIST100 Piy. Değ. (mn TL) | 9,254,390 |
| Bankalar Piy. Değ. | 2,126,314 |
| Holdingle Piy. Değ. | 1,555,201 |
| Sanayi Piy. Değ. | 3,967,922 |
| BIST İşlem Hacmi (mn TL) | 173,589 |
| BIST100 Ort. Halka Açıklık | 32% |

En Yüksek Getiri Değişim (%) Hacim (mn TL)

| | | |
|-----------------|-------|---------|
| Ülker | 10.00 | 3721.8 |
| Tukaş | 7.54 | 439.7 |
| Çimsa | 7.48 | 1103.2 |
| Aselsan | 6.07 | 10340.3 |
| Karsan Otomotiv | 5.27 | 623.0 |

En Düşük Getiri Değişim (%) Hacim (mn TL)

| | | |
|------------------------|-------|-------|
| Işıklar Enerji Ve Yapı | -7.55 | 241.7 |
| Vestel | -4.77 | 462.9 |
| Gırsım Elektrik Sanay | -3.89 | 346.2 |
| Bera Holding | -3.81 | 211.5 |
| Aksa | -3.53 | 427.3 |

En Yüksek Hacim Değişim (%) Hacim (mn TL)

| | | |
|-----------------------|-------|---------|
| Aselsan | 6.07 | 10340.3 |
| Türk Hava Yolları | -0.75 | 7910.0 |
| Koç Holding | 2.17 | 7105.0 |
| Yapı Ve Kredi Bankası | -1.07 | 7078.7 |
| Ereğli Demir Çelik | 1.55 | 6870.3 |

VIOP Kontrat Uzl. Fiy. Değ. (%) İşl. Ad.

| | | | |
|--------------|---------|-----|---------|
| F_XU0300425 | 12126.0 | 0.0 | 252,704 |
| F_XU0300625 | 12669.0 | 0.1 | 3,624 |
| F_USDTRY0325 | 37.11 | 0.0 | 15,094 |
| F_EURTRY0325 | 40.52 | 0.9 | 1,350 |

Açık Pozisyon Adet Değ.

| | | |
|--------------|-----------|-------|
| F_XU0300425 | 682,103 | 536 |
| F_USDTRY0325 | 1,172,093 | 2,786 |

Şirket Haberleri

- **İndeks Bilgisayar (İNDES TI, Endeks Üzeri Getiri, 12A HF: 12,5TL)** finansal sonuçlarını TMS29 düzeltmelerine göre açıkladı; dolayısıyla, tüm finansal karşılaştırmalar reeldir. Şirket 4Ç24'te beklentilerin altında kalan operasyonel performans nedeniyle konsensüs tahmini olan 190 milyon TL'nin önemli ölçüde altında 46 milyon TL net kar açıkladı. Satış gelirleri konsensüs tahminlerinin %7 altında gerçekleşti. Satış gelirlerindeki sapma ve satış kırılımındaki değişim FAVÖK marjının yaklaşık 2 puan saparak %2,4'e gerilemesine neden oldu. **Güçlü net nakit pozisyonu:** Şirket 2024 yılını 1,3 milyar TL yatırım harcaması, 0,3 milyar TL temettü ödemesi ve 1,1 milyar TL faiz ödemesine rağmen, ılımlı operasyonel performans sayesinde 1,6 milyar TL'lik güçlü bir net nakit pozisyonu ile tamamlamayı başardı. **Yorum:** Operasyonel performanstaki sapmaya rağmen, İndeks Bilgisayar'ın 2024 yılında zayıf sektörel görünümde iyi bir performans göstermeyi başardığını düşünüyoruz. İNDES hisseleri 10 yıllık tarihsel ortalama ileri F/K çarpanına göre iskontosuz işlem görmektedir. Ancak, mevcut makro-ekonomik görünümün teknoloji distribütörlerinin sağlıklı bir net kar marjı yakalaması için bazı zorluklar içerdiğine inanıyoruz. Bu nedenle, uzun vadede karlılıkta bir miktar normalleşme görüyoruz. 12A HF değerimizi 12,5 TL'de tutuyor ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.
- **Torunlar GYO (TRGYO; EÜG; 12A HF: 93 TL [önceki: 90 TL])** 4Ç24'te 9,97 milyar TL (AK: 6,5 milyar TL) net kar açıklarken, yatırım amaçlı gayrimenkullerden elde edilen yeniden değerlendirme kazancının bir önceki yıla kıyasla daha düşük olması nedeniyle net kar yıllık bazda %22 düşüş gösterdi. Hasılat yıllık bazda %365 artışla 7,4 milyar TL'ye (AK: 5,5 milyar TL) yükselirken, FAVÖK yıllık bazda %238 artışla 3,7 milyar TL'ye (AK: 2,7 milyar TL) ulaştı. FAVÖK marjı, (i) ev ve ofis teslimatlarının toplam gelir içindeki payının artmasıyla brüt marjdaki 18,7 y.p.'lik düşüşten dolayı 18,9 y.p. gerileyerek %50 (AK: %50) olarak gerçekleşti. Tekrarlayan gelirlerdeki yıllık daralma, 4Ç24'te ev ve ofis teslimatlarındaki artışla telafi edildi. Ev ve ofis teslimatları gelirlerin %80'ini oluştururken (4Ç23: %2), tekrar eden gelirler %20'lik bir katkı sağladı (4Ç23: %98). Perakende ve ofis segmentlerinden elde edilen kira gelirleri yıllık bazda %5 oranında gerilerken, otel segmentinde %20'lik keskin bir düşüş yaşandı. Ancak, ev teslimatlarından elde edilen gelir 5,9 milyar TL'ye yükselerek (4Ç23: 36 milyon TL) tekrarlayan gelirlerdeki düşüşü fazlasıyla telafi etti. AVM ciroları yıllık bazda %54,4 artarak çeyreklik yıllık ortalama enflasyonun 7,8 y.p. üzerinde gerçekleşti. 4Ç24'te Torunlar GYO'nun AVM varlıkları, ziyaretçi başına ortalama gelirdeki (ARPV) %1,1'lik reel büyüme ve ziyaretçi sayısındaki %4,1'lik artışın desteğiyle enflasyondan arındırılmış cirolarda %5,3'lük bir büyüme kaydetti. Düzeltilmiş net nakit (Net Nakit + UV Finansal Yatırımlar - Ertelenmiş Gelirler) 15,4 milyar TL (piyasa değerinin %28'i) seviyesinde gerçekleşerek bir önceki çeyreğe göre reel olarak %99 artış kaydetti. Torunlar GYO'nun UV Finansal Yatırımlar dahil net nakdi 18,2 milyar TL'ye (piyasa değerinin %33'ü) ulaşarak bir önceki çeyreğe göre reel olarak %16 artış gösterdi. Bu arada, ertelenmiş gelirler, konut teslimatlarının ertelenmiş gelirlerin gelir tablosuna aktarılmasına yol açması nedeniyle bir önceki çeyreğe göre reel olarak %69 azalarak 2,8 milyar TL'ye (piyasa değerinin %5'i) geriledi. 2024 sonu itibarıyla kayıtlarda 12,9 milyar TL ertelenmiş vergi yükümlülüğü (piyasa değerinin %23'ü) bulunuyor. Bu kayıt, GYO'ların yasal ve TFRS finansalları arasındaki zamanlama farklarına dayalı olarak ertelenmiş vergileri muhasebeleştirmelerini gerektiren yeni vergi kurallarının bir sonucu. **Yeni getirilen GYO vergi kurallarına ilişkin düşüncelerimizi sunmak istiyoruz. İlk olarak,** yeni vergi kuralları temettü ödemeyen GYO'lar için %30, temettü ödeyen GYO'lar için ise %10'luk bir yasal vergi oranı getirirken, yıl sonu ertelenmiş vergi hesaplamaları %30'luk dilim üzerinden yapılıyor. **İkinci olarak,** yatırım amaçlı gayrimenkullerden tekrarlayan gelir elde eden ticari GYO'lar, varlıklarını satmadıkları sürece bu ertelenmiş vergi yükümlülükleri realize olmayacak. **Üçüncü olarak,** temettü ödeyen GYO'ların önümüzdeki çeyreklerde bu yükümlülüklerin tersine çevrilmesinden önemli kazanç katkıları görmelerini bekliyoruz, çünkü vergi dilimleri %10'a düşecek. **Değerlendirme:** Güçlü sonuçlara olumlu piyasa tepkisi bekliyoruz. Modelimizi en son makro varsayımlarımızla güncelledik. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak koruyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı 93 TL'ye yükseltiyoruz.

Şirket Haberleri

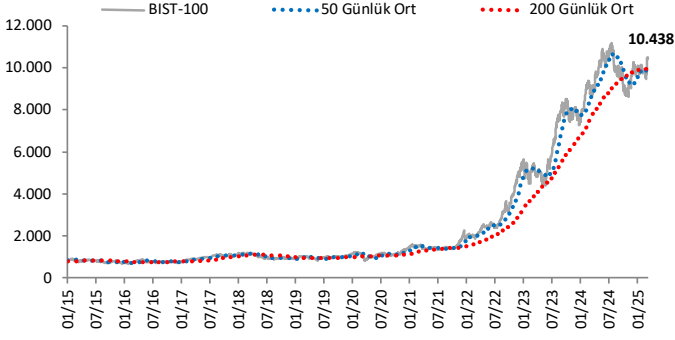
- **BİM (BİMAS, EÜG, 12A HF: 818TL):** Beklentilerin altında sonuçlar, 2025 öngörülerini beklentimize paralel: Bim, TAS 29 enflasyon muhasebesi sonrası 4Ç24 finansallarında 3,9 milyar TL net kar açıkladı. Satışlar beklentilerin %5 altında kalmasına rağmen FAVÖK beklentilerin %7 üzerinde gerçekleşti. Net kardaki negatif sapma ve FAVÖK'teki pozitif sapma büyük ölçüde enflasyon muhasebesi etkisinin beklentilerin altında kalmasından kaynaklandı. TAS 29 sonrası satışlar yıllık bazda %5 büyürken, FAVÖK yıllık bazda %195 büyüdü. FAVÖK marjı 350 baz puan iyileşerek %5,4'e yükseldi. FAVÖK marjındaki iyileşme tamamen enflasyon muhasebesinin negatif etkisinin azalmasından kaynaklandı. Değerleme açısından daha sağlıklı bulduğumuz TAS 29 öncesine göre ise satışlar yıllık bazda %54 büyümeye gösterirdi. TAS 29 öncesi FAVÖK ise 4Ç24'te yıllık bazda %55 artış gösterirken, FAVÖK marjı yılın son çeyreğinde geçen seneye paralel %8,3 olarak gerçekleşti. Brüt marj 4Ç24'te %21,1'e ulaşarak tarihsel olarak en yüksek çeyreklik marj oldu. **2025 öngörülerini beklentilerimize paralel:** Şirket, enflasyon muhasebesi öncesine göre 2025 yılında %45 (+/- %5) satış büyümesi ve 2024'e paralel %7,5 (+/- %0,5) FAVÖK marjı öngörüyor. Enflasyon muhasebesi sonrası ise %8 (+/- %2) satış büyümesi ve %5 (+/- %0,5) FAVÖK marjı öngörüyor. FAVÖK marjı 2024'e göre 70 baz puanlık iyileşmeye işaret ediyor. BİM için enflasyon muhasebesi öncesi mevcut %9 mağaza büyümesi, 45% satış büyümesi ve 7,5% FAVÖK marjı tahminlerimiz şirketin öngörülerini ile paralellik gösteriyor. Sonuçların ardından tahminlerimizde önemli bir değişiklik öngörmüyoruz. Tahminlerimizin 2025 yılında azalan avans ödemeleri nedeni yıllık bazda serbest nakit akışı marjının daha güçlü olacağına işaret ettiğini de hatırlatırız. **Yorum:** Sonuçların beklentilerin bir miktar gerisinde kalması nedeni ile piyasanın sonuçlara hafif olumsuz tepki gösterebileceğini düşünüyoruz. Sonuçların ardından tahminlerimizi ve 818TL olan hedef değerimizi koruyoruz. Hedef değerimize %58 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse mevcut 2025 tahminimize 10,2 F/K çarpanları ile işlem görüyor. Hisse 2023 başından beri güçlü performansına rağmen (endeksi %107 yendi), halen uzun dönem ortalamalarına ve uluslararası benzerlerine yaklaşık %35 iskontolu işlem görüyor.
- **Şok Marketler (SOKM, Tavsiye Yok)** 4Ç24 finansallarında TAS 29 sonrası (enflasyon muhasebesi ile) 162 milyon TL net zarar açıkladı. Net zarar geçen seneki 582 milyon TL zarara göre iyileşirken, piyasanın 311 milyon TL net kar beklentisinin altında gerçekleşti. Net kardaki negatif sapma büyük ölçüde net parasal kazancın beklentilerin altında olmasından kaynaklanmış gibi görünüyor. Diğer taraftan yıllık bazda yaşanan iyileşme büyük ölçüde enflasyon muhasebesi nedeni ile operasyonel marjların daha güçlü olmasından kaynaklandı. Enflasyon muhasebesi sonrası satışlar ve FAVÖK beklentilere paralel gerçekleşti. Satışlar 4Ç24'te yıllık bazda %7 yükseliş ile 50,5 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK %59 büyümeye ile 1,8 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK marjı yıllık bazda 115 baz iyileşirken piyasa beklentisine paralel %3,5 seviyesinde gerçekleşti. Marjdaki iyileşme enflasyon muhasebesinin negatif etkisinin gerileyen enflasyon nedeniyle bu çeyrek daha az olmasından kaynaklandı. **Enflasyon muhasebesi öncesine** göre satışlar %56, FAVÖK %25 ve net kar %167 artış gösterdi. Bizim enflasyon muhasebesiz çeyreklik tahminlerimize göre FAVÖK beklentimizi %6 aşarken, net kar da 280 milyon TL olan beklentimize karşın 532 milyon TL olarak gerçekleşti. Şirket yılı %66,5 satış büyümesi ve %4,3 FAVÖK marjı ile kapattı. Hatırlatmak gerekirse sonuçlar 2024 öngörüsü %65 büyümeye ve %4 FAVÖK marjının hafif üzerinde gerçekleşti. **2025 öngörülerini:** Şirket, enflasyon muhasebesi öncesine göre 2025 yılında %40 (+/- %2,5) satış büyümesi ve %4,5 (+/- %0,5) FAVÖK marjı öngörüyor. Orta bandı yıllık bazda 20 baz puan marj iyileşmesine işaret ediyor. Enflasyon muhasebesi sonrası ise %6 (+/- %2) satış büyümesi ve %2 (+/- %0,5) FAVÖK marjı öngörüyor. FAVÖK marjı 2024'e göre 200 baz puanlık iyileşmeye işaret ediyor. Henüz takip listemizde olmayan Şok için biz enflasyon muhasebesi öncesi %41,5 satış büyümesi ve %4,65 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Bizim mevcut tahminlerimiz şirketin öngörülerinin orta-üst bandına işaret ediyor. Sonuçların ardından 2024 satışlarının beklentimizin hafif altında kalması nedeni ile %41,5 satış büyüme beklentimiz ışığında 2025 tahminlerimizde hafif aşağı yönlü değişiklik öngörüyoruz. **Yorum:** Genel olarak sonuçların ve 2025 öngörülerinin önemli bir sürpriz içermediğini düşünüyoruz ve önemli bir piyasa tepkisi yaratmasını beklemiyoruz. Hisse 2025 enflasyon muhasebesiz tahminlerimize göre 5,5x FD/FAVÖK (TFRS 15&16 etkileri temizlenmiş) ve 9,5 F/K ile işlem görürken en yakın benzeri BİM'in 7,8x FD/FAVÖK ve 10,2x F/K çarpanlarına göre hafif iskontoya işaret ediyor.

Şirket Haberleri

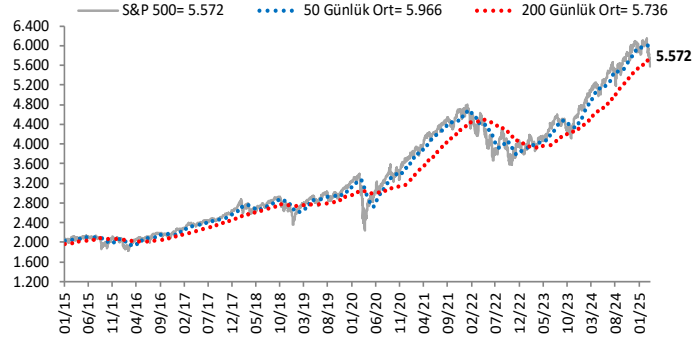
- **Koton (KOTON, EÜG, 12A HF: 32TL)** 4Ç24'te TMS 29 sonrası 1,4 milyar TL net zarar açıkladı. Geçtiğimiz sene aynı dönem 130mn TL net kar açıklanmıştı. Kıyaslama yapmak için çeyreklik tahmin bulunmuyor. Diğer taraftan yıllık bazda yaşanan kötüleşme operasyonel marjların daralmasından, finansal giderler ve operasyonel olmayan giderlerdeki artıştan ve parasal kazançtaki gerilemeden kaynaklandı. TMS 29 sonrası satışlar 4Ç24'te geçen sene aynı döneme paralel 6,1 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK geçen seneki 592 milyon TL'den bu sene yılın son çeyreği 158 milyon TL'ye geriledi. TL'nin reel değer kazancı, personel zamları ve diğer operasyonel giderlerdeki artış nedeni ile FAVÖK marjı yıllık bazda 700 baz puan daralarak %2,6'ya geriledi. Şirketin temel değerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz enflasyon muhasebesi öncesi satışlar yıllık bazda %51 gibi güçlü bir büyüme gösterdi. Türkiye'deki oldukça yüksek %60 büyümeye rağmen yurt dışı operasyonlardaki sınırlı %29 büyümeye konsolide büyümeyi aşağı çekti. FAVÖK marjı, TL'nin reel değer kazancı, personel zamları ve diğer operasyonel giderlerdeki artış nedeni ile yıllık bazda 2200 baz puan daralarak yılın son çeyreğinde %14,7'ye geriledi. **2025 öngörülere:** Şirket 2025 yılında enflasyon muhasebesi öncesi %40 satış büyümesi +50% brüt marj bekliyor. Bizim tahminlerimiz satış büyümesine aşağı yönlü, marjlara yukarı yönlü risk olduğuna işaret ediyor. Hatırlatmak gerekirse şirket 2024 yılı için %5 reel büyüme ve +50% brüt marj öngörüsü paylaşmıştı. Şirket yılı %1 büyümeye ve %54 brüt marj ile nominal olarak öngörülerin işaret ettiği brüt kardan daha yüksek brüt kar ile yılı kapattı. **Yorum:** Yıllık bazda yaşanan zayıflık nedeni ile piyasanın sonuçlara hafif olumsuz tepki verebileceğini öngörüyoruz. Sonuçların ardından 2025 tahminlerimizi hafif aşağı yönlü gözden geçirebiliriz ancak şuan için tahminlerimizi ve 32 TL olan hedef değerimizi koruyoruz.
- **IC Enterra (ENTRA TI, Öneri Yok)** 4Ç24'te yıllık bazda %40 düşüşle 472mn TL net satış açıkladı. Şirketin FAVÖK'ü %63 marj ile 301mn TL'ye ulaştı (4Ç23: %83). Şirketin satış gelirleri 2024 yılının tamamında yıllık bazda %26 düşüşle 3.072mn TL olarak gerçekleşti. FAVÖK ise 2023 yılına kıyasla %36 azalarak 2.020mn TL'ye geriledi. Daha düşük finansal giderler (FY23: 8,2 milyar TL, FY24: 4,2 milyar TL), yılın daha düşük parasal kazancını (FY23: 6,95 milyar TL, FY24: 4,57 milyar TL) telafi etmiştir. Net kar yıllık bazda %6 artışla 1.965mn TL olarak gerçekleşti. Toplam üretim özellikle 4Ç24'teki olumsuz hava koşulları nedeniyle %24 azaldı. Erzin GES'in devreye girmesiyle birlikte firma ilk güneş enerjisi üretimini (15.970 mWH) gerçekleştirdi. Sonuçlar halihazırda fiyatlanmakla birlikte çeyreklik net zarar hisse üzerinde sınırlı negatif tepki yaratabilir. **IC Enterra**, "Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler" altında gösterilen **enerji santrallerinin yeniden değerlendirilmesinden** 5.708mn TL zarar kaydetti. Enflasyon muhasebesi uygulaması, geçmiş dönemde raporlanan varlıkların TÜFE oranında artırılmasını gerektirmektedir. Ancak enerji üreten şirketlerin santral varlıklarının değeri ABD Doları cinsinden hesaplanmaktadır. "Enflasyon muhasebesi ile hayatımıza giren bu durum, USD/TL kuru ile TÜFE arasındaki farka bağlı olarak negatif ya da pozitif sonuçlar üretebilmektedir. Enerji fiyatları 2024 yılında aşağı yönlü hareket etmiş, dolayısıyla santraller daha düşük fiyat varsayımları ve daha düşük gelir artışı ile yeniden değerlendirilmiştir. Bu nedenle 31.12.2023 finansallarında kullanılan değerlendirme çalışmalarına baz teşkil eden enerji fiyatları ve beklentileri ile cari yıldaki enerji fiyatları ve beklentileri arasında negatif fark oluşmuştur. Geçmişte benzer değerlendirme değişiklikleri doğrudan özkaynaklarda muhasebeleştirilmekte ve gelir tablosu ile ilişkilendirilmemekteydi. Enflasyon muhasebesi uygulaması ile birlikte duran varlıklardaki değer azalışlarının doğrudan gelir tablosuna yansıtılması zorunluluğu doğmuştur."
- **Aydem Yenilenebilir Enerji (AYDEM TI, Öneri Yok)** 4Ç24'te yıllık bazda %42 düşüşle 1.139mn TL net satış gerçekleştirdi. Şirketin 2024 yılı FAVÖK'ü %75 marj ile 4.944mn TL'ye ulaşmıştır (FY23: %82). Şirketin satış gelirleri yıllık bazda %28 düşüşle 6.584mn TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK ise 2023 yılına kıyasla %34 azalarak 4.944mn TL'ye gerilemiştir. Daha düşük finansal giderler (FY23: 19 milyar TL, FY24: 7,1 milyar TL), yılın daha düşük parasal kazancını (FY23: 13,6 milyar TL, FY24: 7,3 milyar TL) telafi etmiştir. Şirket, yatırım faaliyetlerinden giderler altında kaydedilen 19.085mn TL tutarındaki "gayrimenkul yeniden değerlendirme zararı" nedeniyle 11.770mn TL net zarar bildirdi. Faaliyet karı %56 oranında azalarak 2023 yılındaki 4.414mn TL'den 1.935mn TL'ye gerilemiştir. Toplam üretim, hidroelektrik ve rüzgar için elverişsiz hava koşulları nedeniyle %9 azaldı. Finansalların zaten fiyatlanmış olduğunu değerlendiriyoruz, ancak enflasyon muhasebesi ve santral yeniden değerlemelerinin uygulanmasından kaynaklanan potansiyel yanlış değerlendirmelerle birlikte çeyreklik zarar ek bir olumsuz tepki yaratabilir. "Enflasyon muhasebesi uygulaması, geçmiş dönemde raporlanan varlıkların TÜFE oranında artırılmasını gerektirmektedir. Ancak enerji üreten şirketlerin santral varlıklarının değeri ABD Doları cinsinden hesaplanmaktadır. Enflasyon muhasebesi ile hayatımıza giren bu durum, USD/TL kuru ile TÜFE arasındaki farka bağlı olarak negatif ya da pozitif sonuçlar üretebilmektedir. Enerji fiyatları 2024 yılında aşağı yönlü hareket etmiş, dolayısıyla santraller daha düşük fiyat varsayımları ve daha düşük gelir artışı ile yeniden değerlendirilmiştir. Bu nedenle 31.12.2023 finansallarında kullanılan değerlendirme çalışmalarına baz teşkil eden enerji fiyatları ve beklentileri ile cari yıldaki enerji fiyatları ve beklentileri arasında negatif fark oluşmuştur. Geçmişte benzer değerlendirme değişiklikleri doğrudan özkaynaklarda muhasebeleştirilmekte ve gelir tablosu ile ilişkilendirilmemekteydi. Enflasyon muhasebesi uygulaması ile birlikte duran varlıklardaki değer azalışlarının doğrudan gelir tablosuna yansıtılması zorunluluğu doğmuştur."

Göstergeler

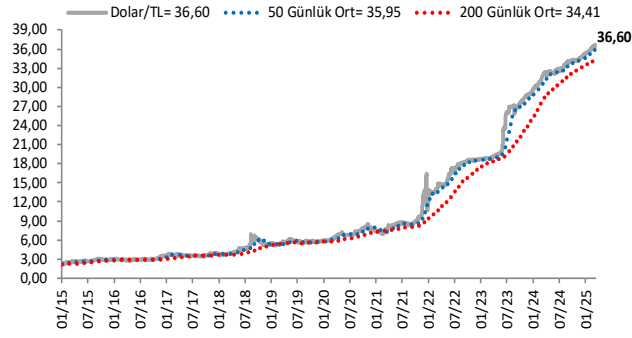
BIST-100 (bin)



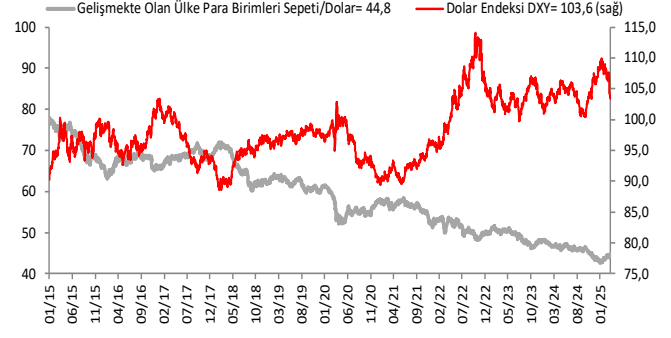
S&P 500



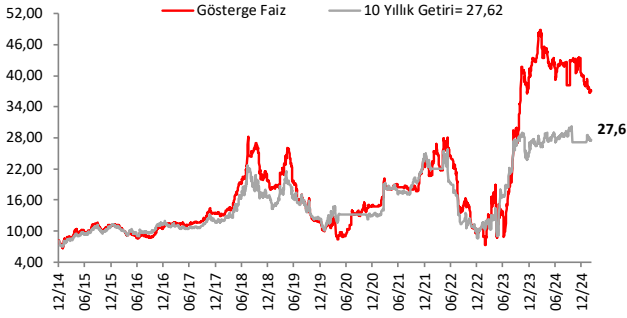
\$/TL



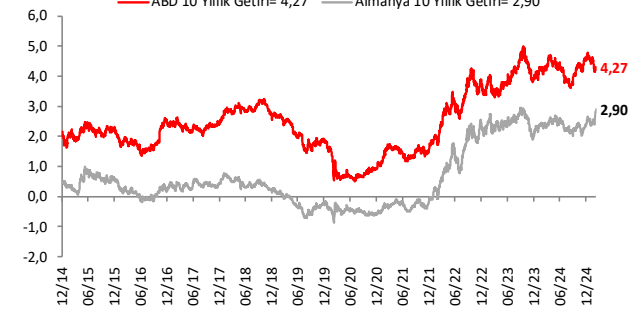
Dolar Endeksi DXY ve GOÜ Para Birimi Sepeti



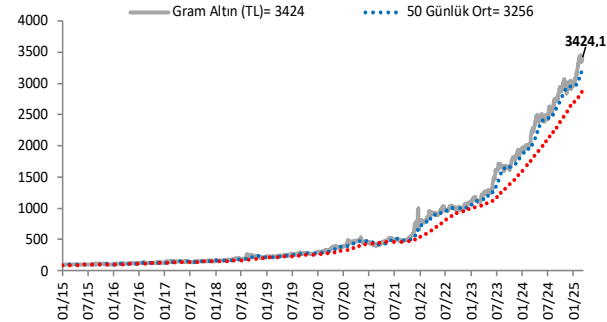
Yurt İçi Gösterge Faiz ve 10 Yıllık Getiri



ABD ve Almanya 10 Yıllık Devlet Tahvil Getirileri (%)



Gram Altın (TL)



5 Yıllık CDS (baz puan)



Grafiklerde yer alan rakamlar, ilgili verinin son seviyesini göstermektedir.

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar ve Ak Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomikarastirmalar@akbank.com

Çağrı Sarıkaya – Baş Ekonomist

Cagri.Sarikaya@akbank.com

Çağlar Yüncüler

Caglar.Yunculer@akbank.com

M. Sibel Yapıcı

Sibel.Yapici@akbank.com

YASAL UYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne Őekil , suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAŐ ve Ak Yatırım AŐ her an, hiğbir Őekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldıracaktır. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiğbir Őekil ve surette Akbank TAŐ ve Ak Yatırım AŐ'nin herhangi bir taahhüdünü iğermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, geręekleřtirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanılarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, geręekleřtirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiğbir Őekil ve surette Akbank T.A.Ő, Ak Yatırım A.Ő ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiğbir Őekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler “yatırım danışmanlığı” hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamındadır; yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kurumların, iş bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geğmesi ve bu hizmeti bir sözleşme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim Őirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında genel olarak düzenlendiğinden, kişiye özel rapor, yorum ve tavsiyeler iğermediğinden mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



AKYatırım

AKBANK

Ekonomik Araştırmalar