

MODEL PORTFÖY 4Ç24

02.04.2025

PiramiT Menkul Kıymetler 4Ç24 Model Portföy’de **AKBNK, ANSGR, ENKAI, GSDHO, ISDMR, ORGE, PGSUS, TNZTP, TRGYO, TTKOM, ULKER** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 28 Mart 2025 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	28.03.2025 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
AKBNK	52,25	6,4	1,1	271.700	-20,6	-19,4	14,2
ANSGR	93,00	4,3	1,5	46.500	-9,4	-3,9	40,7
ENKAI	63,65	15,5	1,4	381.900	31,0	21,6	91,0
GSDHO	3,86	8,8	0,4	3.860	13,5	0,5	-3,5
ISDMR	36,60	7,4	0,9	106.140	-3,8	-11,3	7,9
ORGE	86,05	10,0	2,7	6.884	11,0	2,7	24,1
PGSUS	257,75	9,7	1,7	128.875	7,8	17,5	54,3
TNZTP	36,80	6,4	1,5	8.041	26,8	9,8	5,2
TRGYO	60,70	7,3	0,6	60.700	12,9	-4,1	57,2
TTKOM	49,10	20,3	1,2	171.850	1,9	7,5	59,2
ULKER	120,60	6,0	1,4	44.535	9,2	2,9	16,9

- 1 -

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

3Ç24 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	28.03.2025 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	3.12.2024 Kapanışa Göre Getiri (%)
*AEFES	191,60	7,5	1,2	98.941	-3,3	-29,3	11,8	-6,63
*CIMSA	45,04	18,1	2,0	48.698	14,4	10,8	68,5	12,54
ENKAI	63,65	15,5	1,4	381.900	31,0	21,6	91,0	19,08
OYAKC	30,44	20,6	3,2	147.989	9,5	28,0	96,4	61,63
OZKGY	11,49	8,6	0,3	16.729	1,2	-13,3	43,4	-11,34
PETUN	8,40	1094,7	0,4	2.548	-12,5	-17,6	-27,8	-21,35
RYGYO	15,30	3,3	0,7	30.600	-2,8	-5,6	119,0	3,24
TAVHL	242,00	13,4	1,5	87.914	-3,0	-14,9	36,0	-12,64
TCELL	95,80	9,0	1,1	210.760	-4,9	1,9	44,4	5,21
THYAO	311,00	3,8	1,6	429.180	0,9	7,0	4,5	8,36
TNZTP	36,80	6,4	1,5	8.041	26,8	9,8	5,2	-0,84
Ortalama								5,21
XU100	9659,48				0,0	-3,7	6,4	-1,71
Fark								6,91

- 2 -

*Performans İstatistikleri tablosundaki değer değişimleri düzeltilmiş fiyat seviyeleri ile hesaplanmıştır.

*AEFES hissesi 3Ç24 Model Portföy'den erken çıkarılmıştır. Hisse getirisine ilişkin teorik satış seviyesi hesaplamasında 31.12.2024 kapanış fiyatı esas alınmıştır. Konuyla ilgili açıklamaya 31.12.2024 tarihli güncelleme notundan erişilebilir: [Model Portföy 3Ç24 Güncelleme Notu](#)

*CIMSA hissesi 3Ç24 Model Portföy'den erken çıkarılmıştır. Hisse getirisine ilişkin teorik satış seviyesi hesaplamasında 03.03.2025 açılış fiyatı esas alınmıştır. Konuyla ilgili açıklamaya 28.02.2025 tarihli güncelleme notundan erişilebilir: [Model Portföy 3Ç24 Güncelleme Notu](#)

*3Ç24 Model Portföy'de yer alan hisse senetlerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablolar aşağıdaki gibidir.

Kod	Bedelsiz Oranı (%)	Kayıt Tarihi	Ödeme Tarihi
OYAKC	289,99999	06.12.2024	09.12.2024
TNZTP	70,70241	07.03.2025	10.03.2025

Kod	Nakit Kâr Payı – Net (TL)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
TCELL	2,5678628	05.12.2024	09.12.2024

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Akbank T.A.Ş. (AKBNK): Banka'nın konsolide olmayan finansallarına göre 4Ç24 net kârı yıllık bazda %39 azalmasına karşın bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir artışla 9,23mlr TL'ye yükselerek piyasa beklentisini hafifçe aştı. 2024 yılının tamamında net kâr %36 düşüşle 42,37mlr TL olmuştur. Net çeyreklik net ücret ve komisyon geliri yıllık %83, çeyreklik %11 ile güçlü artarak 20,65mlr TL olmuş ve benzerleri arasındaki en yüksek oransal artış kaydedilmiştir. Net faiz geliri yıllık %5 azalmasına karşın çeyreklik %30 artışla 16,47mlr TL'ye yükselmiştir. 2024'ün tamamında net ücret ve komisyon geliri %124, net faiz geliri ise %2,4 artmıştır.

2024/12 itibarıyla toplam krediler bir önceki yılın sonuna göre yaklaşık %48, bir önceki çeyreğin sonuna göre %7 artış kaydederek 1,29trln TL'ye yükselmiştir. Kredilerin 923,75mlr TL (%72) kısmı Türk Lirası cinsi, 363,02mlr TL (%28) kısmı yabancı para kredilerden oluşmaktadır. Banka, sektörün ve özel bankaların üzerinde TL kredi büyümesi kaydetmiştir. Toplam aktifleri yıllık %41, çeyreklik %11 artışla 2,52trln TL olmuştur. Toplam mevduatlar yıllık %28, çeyreklik %4 artışla 1,56trln TL'ye yükselmiştir. Toplam mevduatın 1,09trln TL (%70) kısmı Türk Lirası, 475,30mlr TL (%30) kısmı yabancı para cinsindendir. Kredi mevduat oranı 2023'te %71,4 iken 2024'te %82,4'e yükselmiştir. Konsolide finansallara göre takipteki kredilerinin toplam kredilere oranı 2023'te %2,4'ten 2024'te %2,9'a yükselmiştir; 2025 yılında %3,5 civarına yükselmesini beklemektedir.

Net faiz marjı 2024 yılında %3,31 olurken 2023/09 itibarıyla yıllıklandırılmış olarak %3,76, 2023 yılında ise %4,92 olmuştu. Özsermaye kârlılığı ve aktif kârlılığı bir önceki yılın aynı dönemine göre gerilerken bir önceki çeyreğe göre artmıştır. Projeksiyonuna göre 2025 yılı için %30'un üzerinde özsermaye kârlılığı tahmin eden Banka, net kâr tahminini de yaklaşık 70mlr TL'den 80mlr TL'ye revize etti. Banka, daha güçlü net faiz marjı ve kredi büyümesi tahmin etmektedir. Bankacılık sektöründeki zorlu koşullara rağmen Banka'nın (Konsolide) sermaye yeterlilik oranı (BDDK düzenlemeleri dahil) %20,2 ile yüksek bir oranda devam etmektedir.

Bankanın, 4Ç24 döneminde beklenti üzeri net kârı, aktif kalitesi ve güçlü TL kredi büyümesiyle özel bankalar arasında öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 3 -

Özet Finansallar Solo (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Aktifler	2.515.597	1.789.174	41%
Krediler	1.286.771	870.106	48%
Mevduat	1.562.097	1.218.108	28%
Net faiz geliri	65.045	63.547	2%
Net ücret ve komisyon geliri	69.162	30.832	124%
Net kâr/zarar	42.366	66.479	-36%
Özsermaye	240.348	211.195	14%

Oranlar %	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Özsermaye kârlılığı	18,77	36,45	-17,7
Aktif kârlılığı	1,97	4,64	-2,7
Net Faiz Marjı	3,31	4,92	-1,6
Takipteki krediler Oranı	2,90	2,38	0,5
Sermaye Yeterlilik Oranı	20,19	21,04	-0,8

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi (ANSGR): Hayat dışı sigortacılığın tüm branşlarında faaliyet gösteren Şirket'in 4Ç24 net dönem kârı 3,00milyar TL ile piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in net çeyreklik net kârı yıllık %517, çeyreklik %23 artmıştır. 2024 yılının tamamında %84 artışla 10,88milyar TL net kâr elde edilmiştir.

Kaza, hastalık-sağlık, kara araçları, hava araçları, su araçları, nakliyat, yangın ve doğal afetler, genel zararlar, kara araçları sorumluluk, hava araçları sorumluluk, genel sorumluluk, kredi, kefalet, finansal kayıplar ve hukuksal koruma sigortası branşlarında faaliyet gösteren Şirket'in genel teknik bölüm net geliri 4Ç24'te 3,83milyar TL'ye yükselmiştir; genel teknik bölüm dengesi 4Ç23'te 183,9milyar TL, 3Ç24'te 3,45milyar TL net gelir yönündeydi. Teknik bölüm bazında gelirin tamamı hayat dışı bölümden kaynaklıdır. 2024 yılının tamamında, yıllık bazda %104 artışla 14,99milyar TL net gelir elde edilmiştir.

Şirket'in prim üretimi 4Ç24'te yıllık %46, çeyreklik %53 artışla 23,03milyar TL olmuştur. Yılın tamamında yıllık %57 artışla 69,59milyar TL prim üretimi gerçekleşmiştir. Toplam portföy içerisinde %21,5 ile en yüksek pay kara araçları branşındadır. Kara araçları branşının ardından sırasıyla yangın ve doğal afetler (%21,4), kara araçları sorumluluk (%19,6) ile hastalık-sağlık (%18,2) branşları gelmektedir. Hasar/prim oranı söz konusu dönemde %91,35'ten %73,50'ye gerilemiştir. Anadolu Sigorta, hayat dışı branşlarında faaliyet gösteren 50 şirket arasında prim üretimi miktarına göre üçüncü sırada gelmekte olup yaklaşık %9 pazar payına sahiptir.

Yatırım gelirleri tarafında; 4Ç24 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %226 artışla 184milyar TL yatırım net geliri elde edilmiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde ise yatırım faaliyetlerinden kaynaklı 50,4milyar TL net gider kaydedilmişti. Yılın tamamında 31,2milyar TL yatırım net geliri elde edilmiş olup bir önceki yıl 188,3milyar TL net gider kaydedilmişti.

Trafik sigortasında %79 ve kaskoda %26 penetrasyon oranına sahip, geçen yılın son çeyreğinde kâr beklentileri aşan Şirket'in, güçlü finansalları ve cazip olduğunu düşündüğümüz pazar çarpanlarıyla öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 4 -

Özet Faaliyet Sonuçları – Konsolide Olmayan (milyar TL)	2024/12	2023/12	Fark
Teknik Bölüm Dengesi	14.993	7.357	104%
Yatırım Gelirleri/Giderleri	31	- 188	a.d.
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Kârlar ile Gider ve Zararlar	- 887	405	a.d.
Brüt Kâr/Zarar	14.136	7.574	87%
Net Kâr	10.878	5.909	84%
Prim Üretimi	69.589	44.228	57%

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. (ENKAI): Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. (ENKAI): Dört ana coğrafi bölgede faaliyet gösteren Şirket'in ana ortaklık net kâr 4Ç24 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %27 azalmasına karşın 6,71milyar TL piyasa beklentisinin üzerinde 7,33milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin net kârı bir önceki çeyreğe göre ise %9,4 artmıştır. Ana ortaklık net kârı 2024 mali yılında (2024/12) ise bir önceki yıla göre %45,5 artışla 24,7milyar TL'ye yükselmiştir.

Türkiye'de yaygın bir inşaat faaliyet yelpazesinde hizmet veren Şirket'in, bu inşaat faaliyetleri arasında inşaatını ve işletmesini yaptığı doğal gazla çalışan elektrik enerjisi üreten termik güç santralleri ve endüstriyel inşaat projeleri yer almaktadır. Gürcistan, Türkmenistan ve Kazakistan'da inşaat faaliyetleri bulunmaktadır. Moskova'da, gayrimenkul yatırımı (Alışveriş merkezleri inşaatı ve işletmesi) konularında da faaliyet göstermektedir. Afrika'da Kenya ve Libya, Asya'da Suudi Arabistan, Sri Lanka, Hindistan, Irak ve Moğolistan, Kuzey Amerika'da Meksika, Güney Amerika'da Brezilya, Karayipler'de Bahamalar ve Porto Riko'da inşaat faaliyetlerini devam ettirmektedir. Avrupa'da Romanya, Hollanda, İsviçre, Yunanistan, Almanya, Sırbistan, Kosova, İngiltere, İtalya, Kuzey Makedonya ve Bulgaristan'da inşaat, enerji ve ticari faaliyetlerini sürdürmektedir.

Net satış geliri 4Ç24'te yıllık %4,4 çeyreklik %10,7 artışla 31,7milyar TL'ye yükselerek piyasa beklentisini (28,85milyar TL) aşmıştır. 2024/12 döneminde ise bir önceki yıla göre artış %31,1 oranında gerçekleşmiş, yıl geneli net satış gelirleri 100,5milyar TL'ye ulaşmıştır. 2024/12 dönemi net satış gelirinin yaklaşık %70'i inşaat sektöründen, %11'i gayrimenkul kiralama faaliyetlerinden, %8'i ticaret ve %11'i enerji sektöründen elde edilmiştir.

2024/12 itibarıyla toplam iş portföyü geçtiğimiz yıla kıyasla 866mn USD artarak 5,83milyar USD'ye ulaşmıştır. Son dönemde grup şirketi Çimtaş'ın da üstlendikleri dahil olmak üzere Almanya, Birleşik Krallık, Fransa, İspanya, Kuzey Makedonya, Macaristan ve Sırbistan'daki işlerle backlog'da bulunan Avrupa proje miktarı artmıştır.

Şirketin net satış gelirlerinde 4Ç24 döneminde yıllık %4,4 çeyreklik %10,7 artışa karşın maliyetlerin yıllık %8 azalması çeyreklikte ise net satış gelirlerine oranla %3,5 daha az artış göstererek 22,98milyar TL'ye yükselmesi brüt kara olumlu yansımıştır. Brüt kâr 2024/12 döneminde bir önceki yıla göre %59,3 artarak 25,3milyar TL, 4Ç24 döneminde ise yıllık %61,2 çeyreklik %35,4 artarak 8,71milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirketin faaliyet giderleri/ciro oranı düşük seyretmektedir. Bu nedenle faaliyet giderlerindeki oransal olarak görece yüksek artışların (4Ç24:1,75milyar TL yıllık: %52,1 çeyreklik: %10,6 artış; 2024/12:6,52milyar TL %70,5 artış) operasyonel karlılığa olumsuz etkileri sınırlı kalmaktadır. Net faaliyet kârı (NFK) yıllık %63,7 çeyreklik 43,5 artışla 4Ç24 çeyreklik dönemde 6,96milyar TL'ye; 2024/12 döneminde ise %55,8 artışla 18,8milyar TL'ye yükselmiştir. Esas faaliyet kârındaki (EFK) artışlarda 4Ç24 döneminde yıllık %52 çeyreklik %48,8 olarak gerçekleşmiş, 4Ç24 dönemi EFK 7,14milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2024/12 döneminde ise EFK %49 artışla 19,3milyar TL'ye yükselmiştir.

Şirket, enerji sektöründe yüksek maliyetlerinden dolayı sektör faaliyetlerinden esas faaliyet zararı kaydetmiştir. İnşaat, gayrimenkul kiralama ve ticaret faaliyetlerinden esas faaliyet kârı elde edilmiştir. İnşaat faaliyetlerinden net kâr marjı, Şirket'in sektöre ilgili yüksek yatırım faaliyeti gelirlerinin etkisiyle yaklaşık %33 civarında gerçekleşmiş olup yatırım faaliyetleri hariç bırakıldığında 8,11milyar TL net kâr ile yaklaşık %11,5 net kâr marjı sağlanmıştır. Faaliyet grupları bazında incelendiğinde dönem içerisinde en yüksek operasyonel karlılık, %65 brüt kâr marjı ve %62 EFK marjı ile gayrimenkul kiralama faaliyetlerindedir.

Şirket'in 4,1milyar TL toplam finansal borcuna karşılık 42,3milyar TL nakit ve nakit benzeri, 113,55milyar TL net nakit fazlası bulunmaktadır. 2024/12 itibarıyla likit yapısını koruduğu görülmektedir. Fonksiyonel para birimi ABD Doları olan Şirket, 4Ç24 döneminde iştiraklerinden kaynaklı olarak TMS-29 raporlaması kapsamında 549mn TL net parasal pozisyon kaybı kaydetmiştir.

Uzun vadede kâr marjları stabil ve makul seviyelerde seyreden Şirket'in, güçlü 4Ç24 finansalları ve makul pazar çarpanlarını dikkate alarak ENKAI hissesini model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	100.541	76.705	31%
SMM	75.249	60.828	24%
Brüt satış kârı	25.292	15.877	59%
Faaliyet giderleri	6.524	3.827	70%
Esas faaliyet kârı (EFK)	19.311	12.961	0%
FAVÖK	22.922	15.061	52%
Finansal gelir/gider	-11	380	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-1.610	-734	0%
Ana ortaklık net kâr	24.691	16.969	46%

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	25,2%	20,7%	4,5
EFK marjı	19,2%	16,9%	2,3
FAVÖK marjı	22,8%	19,6%	3,2
Ana ortaklık net kâr marjı	24,6%	22,1%	2,4

GSD Holding A.Ş. (GSDHO): Denizcilik ve finans sektöründe (Yatırım bankası, faktoring ve varlık yönetimi faaliyetleri) faaliyet gösteren Şirket'in ana ortaklık net kârı 4Ç24 döneminde bir önceki çeyreğe göre %262 artışla 318,8mn TL'ye yükseldi. Bir önceki yılın aynı döneminde, enflasyon düzeltmesinden kaynaklı parasal pozisyon kaybı dolayısıyla 1,10mlr TL zarar etmişti. 2024 yılının tamamında 436,3mn TL net kâr elde etti; 2023 yılında, yine büyük ölçüde enflasyon düzeltmesinden dolayı 2,42mlr TL net zarar etmişti.

Gelirleri denizcilik faaliyetleri ve finans sektörü faaliyetlerinden oluşan Şirket'in net satış geliri 4Ç24'te yıllık %8 artışla 877,9mn TL olurken bir önceki çeyreğe göre %9 azaldı. Yılın tamamında %52 artışla 4,07mlr TL oldu. Şirket'in satış gelirlerinin 1,42mlr TL kısmı denizcilik sektörü gelirlerinden, 125,3mn TL kısmı finans sektörü hizmet gelirlerinden (Alınan ücret ve komisyonlar) ve 2,04mlr TL kısmı finans sektörü faiz gelirlerinden (Faktoring faiz geliri ve kredilerden alınan faizler) kaynaklanmaktadır.

Maliyetlerin net satışlardaki artışa kıyasla daha sınırlı kalmasının etkisiyle hem son çeyrekte hem de yılın tamamında güçlü brüt kâr artışı kaydedildi. Faaliyet giderleri son çeyrekte bir miktar sert artmasına karşın yılın tamamında hâsılataya kıyasla oldukça sınırlı artmıştır. Denizcilik sektörü faaliyetlerinde 495,7mn TL brüt kâr elde edilmiştir. Finans sektörü faaliyetlerinden 107,9mn TL net hizmet geliri, 1,26mlr TL net faiz geliri elde edilmiştir. Esas faaliyet kârı (EFK) son çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre güçlü artışla 375,9mn TL olurken yılın tamamında %79 artışla 1,85mlr TL oldu. FAVÖK de 2024'te yıllık %57 artışla 1,80mlr TL oldu. Konsolide faaliyet kârının sektör bazında dağılımı incelendiğinde; denizcilik sektörü 701,6mn TL ile ilk sırada, faktoring 587,9mn TL ile ikinci, 542,0mn TL ile üçüncü, holding 257,7mn TL ile dördüncü ve varlık yönetimi 32,1mn TL ile dördüncü sırada gelmektedir. 2023 yılına göre en güçlü artış denizcilik (2023: 203,9mn TL) sektöründe olmuştur.

Enflasyon muhasebesinden kaynaklı 4Ç24'te 525,5mn TL, 2024 yılında 1,88mlr TL net parasal pozisyon kaybı kârlılığı önemli ölçüde baskılamıştır. Buna karşın yatırım faaliyetlerinden kaynaklı olarak 4Ç24'te kaydedilen 521,3mn TL, 2024'te kaydedilen 891,3mn TL net gelir kârlılığı bir miktar desteklemiştir. Kâr marjları tarafında yüksek oranlar operasyonel verimliliği işaret etmektedir. Son çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre, yılın tamamında da bir önceki yıla göre güçlü artışlar, halihazırda güçlü marjları desteklemiştir. 4Ç24'te brüt kâr marjı %61,3, EFK marjı %42,8, FAVÖK marjı %43,1 ve ana ortaklık kâr marjı %36,3 oldu. 2024'te ise brüt kâr marjı %52,3, EFK marjı %37,3, FAVÖK marjı %44,2 olurken parasal pozisyon kaybının etkisiyle ana ortaklık net kâr marjı %10,7 oldu.

Grup yıllık finansal tablo döneminde, gemi taşımacılığı sektöründe 9 adet kuru yük gemisiyle toplam 384.094 DWT taşıma kapasiteli bir filoya sahip bulunmaktadır. Yapım aşamasında olan gemiler dahil olmak üzere, mevcut durum itibarıyla toplam gemi sayısı 14 olacaktır. 2,49mlr TL net nakit fazlası, 1,99mlr TL nakit ve nakit benzeri bulunan Şirket'in likidite pozisyonu makul seviyelerdedir. 2024/12 itibarıyla yabancı para pozisyonu 5,02mlr TL karşılığı fazla vermiştir. Şirket'in 4Ç24 ve 2024/12 finansalları, güçlü likidite yapısı ve döviz pozisyonu ve cazip pazar çarpanları ile holdingler arasında öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	4.065	2.682	52%
SMM	1.941	1.331	46%
Brüt satış karı	2.125	1.351	57%
Faaliyet giderleri	609	528	15%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.849	1.036	0%
FAVÖK	1.796	1.145	57%
Finansal gelir/gider	-144	-104	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-1.882	-3.565	a.d.
Ana ortaklık net kâr	436	-2.425	a.d.

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	52,3%	50,4%	1,9
EFK marjı	45,5%	38,6%	6,9
FAVÖK marjı	44,2%	42,7%	1,5
Ana ortaklık net kâr marjı	10,7%	-90,4%	a.d.

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. (ISDMR): Şirket, 4Ç24 döneminde 6,11mlr TL net dönem kârı elde etmiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde 8,93mlr TL (%31,5 azalış) kar eden Şirket, bir önceki çeyrekte ise 1,1mlr TL (%460 artış) net kâr kaydetmişti. 2024/12 döneminde ise şirket net karını %210 arttırarak 14,25mlr TL'ye çıkarmıştır. 2024 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın son çeyreğine göre net satışlardaki gerilemeye (%44,5) ve 4Ç23 dönemindeki 5,06mlr TL'lik vergi gelirinin baz etkisine karşın şirketin karlılığındaki sınırlı gerilmenin nedeni; 5,14mlr TL deprem kaynaklı sigorta hasar tazminat geliri elde edilmesidir. 4Ç24'te hâsılat, çeyreklik olarak ise %9,8 artmıştır. Şirket, 4Ç24 çeyreklik dönemde 30,5mlr TL, 2024/12 döneminde (yıl geneli) 110,4mlr TL hasılat elde etmiştir. Hâsılatın %77'si yurt içi satışlardan oluşmaktadır. Yurt içi satışlar bir önceki yıla göre %10,5 artarak 84,6mlr TL'ye ulaşmıştır. Yurt dışı satış gelirindeki artış oranı ise %158 ile yüksek bir oranda gerçekleşmiş ve 21,6mlr TL'ye ulaşmıştır. Şirketin ihracat payı bir önceki yıl %9,4'ten 2024 yılında %19,5 seviyesine güçlü yükselmiştir. Miktar bazında satışlar hem 4Ç24 (%4,47) hem de 2024/12 döneminde (%19,1) yıllık bazda belirgin artmıştır. Yassı mamul satışları %14,2 artışla 4,26 milyon tona, uzun mamul satışları %47,5 artışla 957 bin tona yükselmiştir. (2024/12)

Erdemir'in (EREGL) bağlı ortaklığı konumundaki Şirket'in faaliyet gösterdiği ham çelik üretiminde, küresel üretim yıllık %0,9 düşüşle 1,84 milyar ton seviyesine gerilerken, Türkiye'nin üretimi yıllık %9,4 artışla 36,9 milyon ton olmuştur. Söz konusu dönemde, elektrik ark ocaklı tesislerde üretim yıllık bazda %7 artarken (25,8 milyon ton), entegre tesislerde üretim %15,7 (11,1 milyon ton) artmıştır. Şirket; 2023 yılında 4.361 bin ton, 2024 yılında ise 5.297 bin ton ham çelik üretimi ile 2024 yılında 36,9 milyon ton olan Türkiye ham çelik üretiminin yaklaşık %14'ünü gerçekleştirmiştir. Şirket'in kapasite kullanım oranları, geçen yıl yaşanan depremin etkisinin ortadan kalkmasıyla; 2023 yılında Sıvı Çelik'te %76'dan 2024 yılında %93'e; Ham Çelik'te %75'ten %91'e yükselmiştir.

Maliyetler 4Ç24'te oransal olarak yıllık bazda hâsılatıdan daha az azalırken; çeyreklik bazda bir miktar daha az artmıştır. Bu durum operasyonel marjlara (EFK marjı hariç-5,14mlr TL deprem kaynaklı sigorta hasar tazminat geliri nedeni ile güçlü artmıştır) yıllık bazda sınırlı gerileme, çeyreklik bazda ise (yine EFK marjı hariç) sınırlı iyileşmeler olarak yansımıştır. Faaliyet giderleri ise yıllık bazda hasılatındaki gerilemeden daha sınırlı gerilemiş olmasına karşın çeyreklik bazda görece sınırlı artmıştır. Faaliyet giderleri/Ciro oranı düşük seyreden şirketin operasyonel karlılığında bu gelişmelerin etkisi sınırlı olmuştur. 4Ç24 döneminde Şirket'in Net Faaliyet Kârı (NFK) cirodaki %44,5 düşüş kaynaklı yıllık bazda %57,1 azalırken bir önceki çeyreğe göre %62,2 artarak 1,62mlr TL olarak gerçekleşmiştir. 2024/12 döneminde ise bir önceki yıla göre %49,5 artışla 6,66mlr TL NFK elde edilmiştir. Deprem kaynaklı sigorta hasar tazminat geliri nedeni ile Esas Faaliyet Kârı da (EFK) önceki çeyreğe göre %493,4 bir önceki yılın aynı çeyreğine göre ise %49 artarak 4Ç24 döneminde 6,82mlr TL'ye yükselmiştir. 2024/12 döneminde ise EFK bir önceki yıla göre %109 artışla 15,6mlr TL'ye ulaşmıştır.

Faaliyetlerini önemli oranda olumsuz etkilemiş olan 2023 yılının şubat ayında gerçekleşen deprem felaketinin ardından, operasyonel ve finansal performansındaki toplanmasını büyük ölçüde koruyan Şirket'i Model Portföy'ümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	110.437	88.612	25%
SMM	100.920	82.386	22%
Brüt satış karı	9.517	6.226	53%
Faaliyet giderleri	2.858	1.773	61%
Esas faaliyet kârı (EFK)	15.580	7.457	0%
FAVÖK	10.658	7.454	43%
Finansal gelir/gider	-752	-1.427	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-	-	0%
Ana ortaklık net kâr	14.254	4.602	210%

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	8,6%	7,0%	1,6
EFK marjı	14,1%	8,4%	5,7
FAVÖK marjı	9,7%	8,4%	1,2
Net Kar Marjı	171,8	-381,8	a.d.

- 7 -

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş. (ORGE): Şirket'in 4Ç24 dönemi net çeyrek kârı yıllık %4,4 gerilemiş, çeyreklik %17,1 artmıştır. Şirket, 4Ç24 döneminde 170,9mn TL piyasa beklentisinin üzerinde 257,4mn TL ana ortaklık net karı elde etmiştir. 2024 mali yılında (2024/12) ise net kar bir önceki yıla göre %119,3 artışla 691,2mn TL'ye yükselmiştir.

Aynı dönemlerde (4Ç24, 2024/12) hasılat sırasıyla 1,06mlr TL (%6,7 yıllık; %37 çeyreklik artış) ve 3,43mlr TL'ye (%20,2 artış) yükselmiştir. 4Ç24 hasılatına ilişkin piyasa beklentisi 692mn TL'nin oldukça üzerinde bir performans sergilenmiştir. 2024/12 döneminde taahhüt satış gelirleri %31,3 artışla 3,3mlr TL'ye yükselirken, toplam satış gelirleri içerisindeki payı %11,5 olan malzeme satış gelirleri %27,2 azalışla 394,2mn TL'ye gerilemiştir.

4Ç24 net çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,1 gerileyen maliyetler 514mn TL seviyesinde gerçekleşmiş, faaliyet giderleri/ciro oranı da oldukça düşük (ortalama: yaklaşık %3) seyreden şirketin faaliyet giderlerinde oransal olarak hasılatla görece yüksek artışa karşın şirketin operasyonel kar marjlarında yıllık bazda belirgin iyileşmeler görülmüştür. Brüt kar marjı 12,35 puan artışla %51,7, net faaliyet kar (NFK) marjı 10,78 puan artışla %48,8, esas faaliyet kar (EFK) marjı 16,84 puan artışla %49,1, FAVÖK marjı ise 10,87 puan artışla %49,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Çeyreklik bazda ise kar marjlarında belirgin gerilemeye karşın operasyonel karlılıktaki artış sürmüştür. Net faaliyet kârı çeyreklik %12,5 ve yıllık %37 ile güçlü artarak 518,7mn TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde EFK çeyreklik %15,2 yıllık %62,3 artmıştır. FAVÖK ise 403,1mn TL'lik piyasa beklentisinin üzerinde yıllık %37 çeyreklik %12 artışla 521,8mn TL olarak gerçekleşmiştir. Marjların uzun vade görünümüne baktığımızda 2024/12 döneminde ortalamaların belirgin üzerinde olup son 10 yılın en yüksek seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in halihazırda devam eden 11 adet projesi bulunmaktadır. Bunlardan beşi, biri Bursa'da diğerleri İstanbul'da olmak üzere metro projeleridir. 31.12.2024 tarihi itibarıyla Devam Eden İşler büyüklüğü (backlog) 2.87mlr TL+KDV seviyesinde bulunmaktadır. Bu büyüklük 31.12.2023 tarihi itibarıyla 1,4mlr TL+KDV seviyesinde gerçekleşmişti.

Önemli altyapı projeleri ve istikrarlı finansal performansı ile dikkat çeken Şirket'in inşaat altyapı taahhüt şirketleri arasında öne çıktığını düşünmekteyiz. İyileşen operasyonel performansın yanı sıra beklentileri aşan net kâr, ciro ve FAVÖK rakamlarını da dikkate alarak ORGE hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 8 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	3.429	2.853	20%
SMM	1.441	1.582	-9%
Brüt satış karı	1.988	1.271	56%
Faaliyet giderleri	103	87	18%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.879	1.105	0%
FAVÖK	1.897	1.193	59%
Finansal gelir/gider	-55	-41	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-845	-629	0%
Ana ortaklık net kâr	691	315	119%

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	58,0%	44,6%	13,4
EFK marjı	54,8%	38,7%	16,0
FAVÖK marjı	55,3%	41,8%	13,5
Ana ortaklık net kâr marjı	20,2%	11,0%	9,1

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. (PGSUS): Şirket'in 4Ç24 dönemi net kârı 1,97milyar TL'ye gerilemesine karşın 186milyar TL'de bulunan piyasa beklentisini aşmıştır; 4Ç23'te 11,9milyar TL ana ortaklık net kârı açıklanmıştır. Net çeyrek dönemde net kârdaki yıllık %83 çeyreklik %82 azalışların ve 2024 mali yılında da (2024/12) bir önceki yıla göre net kârdaki %36,5'lik gerilmenin ana nedeni olarak operasyonel performanstan ziyade finansman giderlerindeki kur farkı giderleri ve kiralama faiz giderlerindeki artış kaynaklı belirgin yükseliş öne çıkmaktadır.

4Ç24 döneminde beklentiyi (27,3milyar TL) aşarak 27,8milyar TL'ye yükselen hâsılâtın değişim oranı yıllık %50 artış, çeyreklik %31 düşüş olarak gerçekleşti. 2024/12 dönemi hâsılâtı yıllık %59 artışla 111,8milyar TL'ye ulaştı.

Şirket'in ana faaliyet konusu olan tarifeli uçuş ve hizmetten elde edilen gelirler 2024/12'de 109,8milyar TL'ye (%58,5 artış) ulaştı. Charter uçuş ve hizmetlerinden elde edilen gelirler ise 1,51milyar TL (%55,1 artış) ile hâsılâta katkı sağlamıştır. Tarifeli uçuş ve hizmet gelirlerinin coğrafi dağılımı incelendiğinde tüm bölgelerde artış gerçekleştiği görülmektedir. Avrupa 44,06milyar TL gelir (%46,2 artış) ile ilk sırada yer alırken diğer bölgelerden elde edilen gelir 13,45milyar TL'ye (%36,2 artış) yükselmiştir. Yurt içi gelirler ise 14,49milyar TL'ye (%78,5 artış) ulaşarak oransal olarak en çok yükselen gelir coğrafi alt kırılımı olmuştur.

Toplam AKK (Arz Edilen Koltuk Km) geçen yıla göre hem 4Ç24'te, hem de 2024/12'de %15, Dış Hat AKK ise geçen yıla göre 4Ç24'te %16, 2024/12'de %15 artış göstermiştir. (2019'a göre %78 artış). 2024'te toplam doluluk oranı 2,9 puan artışla %87,7'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde dış hat doluluk oranı ise 2,5 puan artışla %85,6 olarak gerçekleşmiştir. Toplam misafir sayısı geçen yıla göre hem 4Ç24'te, hem de 2024/12'de %17 artmış, Dış hat misafir sayısında ise 4Ç24'te %19 artış, 2024/12'de %17 artış kaydedilmiştir (2019'un %60 üzerinde). Dış hat konma başına misafir 2019/12'deki 156 ve 2023/12'deki 169 misafire göre artış göstererek 2024/12'de 178 misafire ulaşmıştır.

4Ç24'te yıllık bazda artışlar oransal olarak maliyetler tarafında hâsılâtın gerisinde kalmış, faaliyet giderleri tarafında ise üzerinde gerçekleşmiştir. Faaliyet giderleri/Ciro oranı oldukça düşük seyreden şirketin Brüt ve Net Faaliyet Karı (NFK) bu durumdan olumlu etkilenmiştir. Brüt kar %150 artışla 4,8milyar TL, NFK ise %187 artışla 3,2milyar TL'ye yükselmiştir. Ayrıca, 2024 yılının tamamında her iki gider kaleminin hâsılâtı oransal olarak fazla artması kar marjlarında sınırlı gerilemelere neden olsa da brüt kar %50 artışla 25,2milyar TL, NFK %43 artışla 19,7milyar TL'ye yükselmiştir. Şirket 4Ç24 döneminde 5,95milyar TL'lik piyasa beklentisine karşın yıllık %79 artışla 6,47milyar TL düzeyinde FAVÖK üretmiştir.

Mevsimselliğin etkisiyle 4Ç24 dönemi kar marjlarında çeyreklik bazda belirgin gerilemeler mevcuttur. Brüt kar marjı %17,1 (19,09 puan düşüş), NFK marjı %11,5 (20,68 puan düşüş), EFK marjı %17,6 (12,21 puan düşüş), net kar marjı %7,1 (19,93 puan düşüş). Mevsimsellik etkisinin ortadan kalktığı yıllık bazda ise finansman giderlerindeki ciddi yükseliş kaynaklı net kar marjındaki 56,85 puanlık gerileme hariç tutulduğunda operasyonel marjlarda; brüt kar marjı 6,85 puan, NFK marjı 5,48 puan, EFK marjı 13,14 puan belirgin artışlar görülmektedir. Yıl geneli marjlar değerlendirildiğinde ise yine finansman giderlerindeki ciddi yükselişin net kar marjı üzerindeki belirgin etkisi (%29,6>%11,9 17,76 puan düşüş) görülmekle birlikte, operasyonel marjlarda sınırlı gerilemelere karşın UV ortalamaların oldukça üzerinde makul seviyelerin korunduğu görülmektedir.

Şirket tarafından mevcut uçak siparişlerine ek olarak, filo yönetimi stratejisi doğrultusunda 2028 yılı ve sonrasındaki uçak ihtiyacına yönelik yürütülen çalışmalar sonucunda, The Boeing Company ile toplam 200 adede kadar Boeing 737-10 model uçağı kapsayan bir uçak sipariş anlaşması imzalanmıştır. Şirket, söz konusu anlaşma kapsamında 2028 yılından itibaren teslim edilecek şekilde 100 adet Boeing 737-10 uçak için kesin sipariş vermiş ve ilerleyen yıllarda kesin siparişe çevrilebilir ilave 100 adede kadar Boeing 737-10 uçak için opsiyon siparişinde bulunmuştur. Sözleşmenin toplam değeri, tüm opsiyonların kullanıldığı varsayımıyla, 200 adet Boeing 737-10 uçak için sözleşmede geçerli özel fiyat ve ödeme koşulları hariç güncel liste satış fiyatları üzerinden 36milyar USD seviyesindedir.

Beklenti üstü gelen ciro, FAVÖK ve net kâr olumlu buluyoruz. Ayrıca, 2024 yılının tamamında güçlenen operasyonel performansı dikkate alarak 4Ç24 finansallarını pozitif olarak değerlendiriyor ve PGSUS hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	111.823	70.532	59%
SMM	86.597	53.713	61%
Brüt satış karı	25.226	16.818	50%
Faaliyet giderleri	5.483	2.996	83%
Esas faaliyet kârı (EFK)	20.807	13.087	0%
FAVÖK	31.765	21.626	47%
Finansal gelir/gider	-10.707	-4.336	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-	-	0%
Ana ortaklık net kâr	13.285	20.908	-36%

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	22,6%	23,8%	-1,3
EFK marjı	18,6%	18,6%	0,1
FAVÖK marjı	28,4%	30,7%	-2,3
Ana ortaklık net kâr marjı	11,9%	29,6%	-17,8

TAPDİ Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş. (TNZTP): : İzmir’de üç hastane ve bir tıp merkeziyle sağlık hizmetleri veren Şirket, 4Ç24 döneminde 260,2mn TL net kâr elde etmiştir. Bir önceki çeyrekte yüksek finansman gideri ve büyük ölçüde enflasyon düzeltmesinden kaynaklı parasal pozisyon kaybı dolayısıyla 229,8mn TL zarar eden Şirket, bir önceki yılın aynı döneminde ise bağlı ortaklık alımı sonucunda oluşan kârın desteğiyle 1,29mlr TL net kâr elde etmişti. Söz konusu dönemde, Tınaztepe Balçova Yatırım Turizm A.Ş.’nin (Moodege Yatırım Turizm ve Tivaret A.Ş.) Grup’a devrolmasının ardından söz konusu satın alım için toplam iktisap tutarı ile iktisap edilen net varlıklar arasındaki farkı muhasebeleştirmiş ve o dönemde satın alım sonucu oluşan 846,2mn TL tutarındaki kazanç finansallar içerisinde yatırım faaliyetlerinden kaynaklı gelir olarak yer almıştı. Şirket’in 2024 yılı net kârı, yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışının önemli katkısıyla yıllık bazda %6 artarak 1,26mlr TL olmuştur.

Şirket, 4Ç24 döneminde 564,7mn TL hâsılat elde etmiş olup bir önceki yılın aynı dönemine göre %5, bir önceki çeyreğe göre %1 artış olmuştur. 2024 hâsılatı bir önceki yıla göre %15 artışla 2,19mlr TL’ye yükselmiştir. Net çeyreklik maliyet gerilerken 2024 yılının tamamındaki artış hâsılat artışına göre oldukça sınırlı kalmış ve brüt kârlılığı önemli ölçüde desteklemiştir. Toplam 2,17mlr TL’lik sağlık gelirlerinin hastane bazında 1,16mlr TL ile yaklaşık %51’ini Özel Tınaztepe Galen Hastanesi, 670,6mn TL ile %31’ini Özel Tınaztepe Hastanesi, 222,9mn TL ile %10’unu Buca Tıp Merkezi ve 115,8mn TL ile %5’ini Tınaztepe Özel Sağlık Hastanesi geliri oluşturmaktadır. Hastane bazında Galen Hastanesi toplam içerisindeki payını %48’den %54’e yükseltmiş, diğer sağlık kuruluşlarının paylarında gerileme olmuştur. Kurum bazında ise toplam 2,21mlr TL’lik gelirlerin yaklaşık %24’ü (2023: %21) SGK’ya yapılan satışlardan ve kalan %76’sı diğer kişi, kuruluşlara yapılan satışlardan oluşmaktadır.

Üniversite başış gideri, bakım-onarım, hukuk giderleri vb. diğer giderlerin etkisiyle yüksek esas faaliyetlerden diğer net gider kaydedilmesi Şirket’in 2024 kârını bir miktar baskılamıştır. Buna karşın esas faaliyet kârı (EFK) yıllık %63’lük güçlü bir artışla 398,2mn TL oldu. Net çeyreklik EFK’de güçlü artışla 112,8mn TL’ye yükseldi. FAVÖK 4Ç24’te 198,9mn TL’ye yükselirken 2024/12’de 731,3mn TL’ye yükselmiştir. Yatırım gelirleri ise hem son çeyrekte hem de yılın tamamında kârlılığı destekledi. Finansman net gideri son çeyrekte 27,5mn TL, yılın tamamında 189,9mn TL oldu. Toplam vergi gideri bir önceki yıl 188,8mn TL iken 2024’te 497,9mn TL’ye yükselerek kârı bir miktar baskıladı.

Son çeyrekte ve yılın tamamındaki yüksek kâr marjları güçlü finansal performansı işaret etmektedir. Hem net çeyrekte hem de yıllık marjlarda belirgin yükselişler olmuştur. 4Ç24’te brüt kâr marjı %36,4, EFK marjı %20,0, FAVÖK marjı %35,2 ve net kâr marjı %46,1 olurken 2024/12’de brüt kâr marjı %36,2, EFK marjı %18,2, FAVÖK marjı %33,4 ve net kâr marjı %57,6 oldu.

Şirket’in net finansal borcu 2023/12 itibarıyla 403,9mn TL iken 2024/12 itibarıyla 178,0mn TL seviyesine, toplam finansal borcu 1,07mlr TL’den 504,7mn TL’ye, nakit ve nakit benzerleri 654,8mn TL’den 286,9mn TL’ye gerilemiştir. Finansman faaliyetlerinden kaynaklı sert nakit çıkışı olmakla birlikte likidite pozisyonu makul seviyelerdedir. Güçlü finansalları ve cazip pazar çarpanlarıyla benzerleri arasında öne çıktığını düşündüğümüz Şirket’i beğenmeye devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	2.188	1.896	15%
SMM	1.396	1.373	2%
Brüt satış karı	793	523	51%
Faaliyet giderleri	256	247	4%
Esas faaliyet kârı (EFK)	398	245	0%
FAVÖK	731	476	54%
Finansal gelir/gider	-190	147	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	263	-280	0%
Ana ortaklık net kâr	1.260	1.188	6%

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	36,2%	27,6%	8,6
EFK marjı	18,2%	12,9%	5,3
FAVÖK marjı	33,4%	25,1%	8,3
Ana ortaklık net kâr marjı	57,6%	62,7%	-5,1

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (TRGYO): AVM odaklı GYO şirketinin net dönem kârı 4Ç24'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %27 azalmasına karşın bir önceki çeyreğe göre %330 artışla 10,02mlr TL'ye yükselmiştir. 2024 yılının tamamında %57 düşüşle 8,30mlr TL net kâr elde etmiştir.

Portföyünde Torium AVM, Mall of İstanbul AVM ve 5. Levent gibi prestijli projelerin bulunduğu Şirket'in net çeyreklik hâsılatı yıllık %367, çeyreklik %325 artışla 7,31mlr TL olurken yılın tamamında %75 artışla 12,27mlr TL seviyesine yükselmiştir. 2024'te konsolide satış geliri 12,51mlr TL'nin 6,11mlr TL (%49) kısmı konut ve ofis satış gelirlerinden, 4,98mlr TL (%40) kısmı AVM ve ofis kira gelirlerinden, 1,10mlr TL (%9) kısmı ortak alan ve diğer gelirlerden, 325,3mn TL (%3) kısmı ise otel gelirlerinden oluşmaktadır. Konut satış gelirinin çoğunluğu 5. Levent 2. Etap konut teslimlerinden, sınırlı bir kısmı da Torun Center projesinden kaynaklanmıştır. Brüt kâr yılın son çeyreğinde 3,76mlr TL'ye yükselirken 2024'ün tamamında %40 artışla 7,43mlr TL olmuştur. Şirket portföyünde yer alan AVM'lerdeki mağaza ciroları 2024'te yıllık %60,9 artmıştır.

Esas faaliyet kârı (EFK) son çeyrekte 9,81mlr TL olurken yılın tamamında %55 azalarak 17,08mlr TL'den 7,70mlr TL'ye gerilemiştir. Söz konusu gerilemede 2013'te oluşan yaklaşık 12,07mlr TL tutarında yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı etkili olmuştur. Kârın azalmasında enflasyon düzeltmesinden kaynaklı 3,35mlr TL tutarındaki parasal kayıp etkili olmuştur.

Şirket'in kâr marjları bir önceki yıla göre gerilemesine karşın oldukça yüksek seviyelerdedir. Brüt kâr marjı 2024'te (Solo) %60,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılında brüt kâra oransal olarak en güçlü katkı konut ve ofis kira gelirlerinden kaynaklanmaktadır. Konut ve ofis kira gelirleri brüt kâr marjı %73,7, konut ve ofis satış geliri brüt kâr marjı %46,8 olmuştur. Operasyonel performans tarafında; FAVÖK marjı %58,2, EFK marjı 62,8 olarak gerçekleşmiştir.

Portföy büyüklüğü 118,9mlr TL olan Şirket'in aktiflerinin toplamı 2023 sonu itibarıyla 116,36mlr TL iken 2024 sonu itibarıyla fazla değişmeyerek 115,43mlr TL olmuştur. Özkaynaklarının aktiflere oranı %84, yabancı kaynakların oranı %16 civarındadır. Aktiflerinin %81'ini yatırım amaçlı gayrimenkuller, özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlar, stoklar ve maddi duran varlıklar (otel), %17'sini nakit, nakit benzeri ve finansal varlıklar oluşturmaktadır. Toplam stoklar %51 artarak 6,13mlr TL'ye yükselmiştir. Stokların 376mn TL kısmı Torun Center, 1,98mlr TL kısmı 5. Levent 2. Etap, 865mn TL'si Mall of İstanbul High Residence projelerinden oluşmaktadır. 2024/12 itibarıyla 9,66mlr TL nakit ve nakit benzeri bulunan Şirket'in 13,5mlr TL net nakit fazlası, 10,16mlr TL net döviz fazlası bulunmaktadır.

Ciro büyümesinin önemli kısmı konut ve ofis satışlarından oluşan, son çeyrekte ve yıl genelinde güçlü operasyonel ortaya koyan Şirket'in cazip pazar çarpanlarıyla da öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	12.274	7.014	75%
SMM	4.848	1.694	186%
Brüt satış kârı	7.425	5.320	40%
Faaliyet giderleri	306	497	-38%
Esas faaliyet kârı (EFK)	7.702	17.076	0%
FAVÖK	7.139	4.855	47%
Finansal gelir/gider	4.507	-580	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-3.351	1.827	0%
Ana ortaklık net kâr	8.303	19.232	-57%

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	60,5%	75,8%	-15,4
EFK marjı	62,8%	243,5%	-180,7
FAVÖK marjı	58,2%	69,2%	-11,1
Ana ortaklık net kâr marjı	67,7%	274,2%	-206,5

Türk Telekomünikasyon A.Ş. (TTKOM): TMS-29 raporlaması kapsamında, Şirket'in 2024 yılının son çeyreğindeki ana ortaklık net kârı, piyasa medyan beklentisi 1,99milyar TL'nin belirgin üzerinde bir önceki yılın aynı çeyreğine kıyasla %81,4 azalmasına karşın, bir önceki çeyreğe göre %252,6 artarak 4,3milyar TL'ye yükselmiştir.

Türk Telekom'un net satışları piyasa beklentisi 44,77milyar TL'nin sınırlı üzerinde geçen yılın aynı çeyreğine kıyasla %20,3, 3Ç24 dönemine göre ise %6,3 artarak 45,58milyar TL'ye yükselmiştir.

Şirket, mobil pazardaki yoğun rekabete rağmen güçlü bir performans sergileyerek 4Ç24'ü toplam 53,2 milyon aboneyle tamamlamıştır. Abone sayısı çeyreklik bazda yatay kalırken, yıllık bazda %0,4'lük bir artış kaydedilmiştir. Sabit ses segmentinde 192 bin abonenin kaybı ve Tivibu Go'dan 354 bin kullanıcının silinmesi hesaba katılmadığında, düşük sezon etkisine rağmen net abone kazanımı 488 bin olarak gerçekleşmiştir. Geniş bant tarafında abone sayısı çeyreklik bazda %0,5, yıllık bazda %1,1 artarak 15,4 milyona ulaşmıştır. Mobil segmentte ise abone sayısı çeyreklik bazda %1,3, yıllık bazda %4,3 artarak 27,3 milyona çıkmıştır. 4Ç24'te tüm segmentlerde ARPU performansı güçlü kalmaya devam ederken, geniş bant tarafında yıllık %18,8, mobil karma ARPU'da ise %19,2 oranında yükseliş görülmüştür.

Şirketin konsolide gelirleri hem abone tabanındaki büyüme hem de ARPU'daki artışın desteğiyle, 4Ç23'te 37,9 milyar TL seviyesindeyken 4Ç24'te 45,6 milyar TL'ye yükselmiştir. Mobil abone başına elde edilen gelir (ARPU) 4Ç24'te yıllık %19,8 artarak 212,8TL olurken, geniş bant tarafı ise %18,8 artmış ve 279TL olmuştur. Geniş bant segmenti gelirleri yıllık %20 artarak 12,9 milyar TL'ye çıkarken, toplam gelirlerin %40,8'ini oluşturan mobil segment, yıllık %24'lük bir büyümeyle 17,9 milyar TL'ye ulaşmış ve en büyük katkıyı sağlayan iş kolu olmuştur.

Mobil pazarda en yoğun rekabetin yaşandığı aralık ayında, mass tarifelere kıyasla önemli indirimler içeren kampanyalı paketler dikkat çekmiştir. Bu süreçte mobil numara taşıma (MNT) hacmi zirveye ulaşmıştır.

İlgili dönemde maliyetler bir önceki yıla göre %22,7; bir önceki çeyreğe göre %19,9 azalarak 22,6milyar TL'ye gerilemiştir. Hem çeyreklik hem de yıllık bazda maliyetlerde gerilemeye karşın net satışlarda artış olması brüt kâra oldukça olumlu yansımış, Brüt kârda artış yıllık %165 olarak gerçekleşmiştir. Brüt kâr marjı bir önceki yılın aynı çeyreğine göre 27,55 puan, bir önceki çeyreğe göre 16,23 puan artarak %50,40'a yükselmiştir.

2024 yılının son çeyreğinde faaliyet giderleri yıllık %3,5 azalarak 9,26milyar TL'ye gerilemiş; bu gerilemenin olumlu etkisi ile 4Ç23 döneminde 922mn TL Net Faaliyet Zararı (NFZ) açıklayan şirket; bu dönemde 13,72milyar TL Net Faaliyet Karı (NFK) elde etmiştir. NFK marjı bir önceki çeyreğe göre 16,54, bir önceki yıla göre ise 32,5 puan artışla %30,1'a yükselmiştir.

4Ç23 döneminde 627mn TL esas faaliyetlerden net gider açıklayan Türk Telekom, 4Ç24'te esas faaliyet giderlerindeki azalış kaynaklı 2,65milyar TL esas faaliyetlerden net gelir elde etmiştir. 4Ç23 döneminde 1,55milyar TL Esas Faaliyet Zararı (EFZ) açıklayan şirket 4Ç24'te 16,4milyar TL EFK üretmiştir. Şirket operasyonel tarafta oldukça olumlu bir çeyrek geçirmiş olmasına karşın yaklaşık 10,9milyar TL vergi gideri net kârı belirgin baskılamıştır. Türk Telekom'un son çeyrek finansallarını piyasa beklentisinin üzerinde net kâr ve cirodaki beklenti üstü performans, maliyet ve faaliyet giderlerinde gerilemenin kâr marjlarında yarattığı belirgin olumlu etki nedeniyle olumlu değerlendiriyor ve Model Portföyümüze ekliyoruz.

- 12 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	161.651	144.645	12%
SMM	102.204	113.072	-10%
Brüt satış karı	59.447	31.574	88%
Faaliyet giderleri	36.431	35.662	2%
Esas faaliyet kârı (EFK)	25.285	-7.014	0%
FAVÖK	59.036	47.134	25%
Finansal gelir/gider	-27.483	-28.191	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	23.399	34.028	0%
Ana ortaklık net kâr	8.456	23.709	-64%

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	36,8%	21,8%	14,9
EFK marjı	15,6%	-4,8%	a.d.
FAVÖK marjı	36,5%	32,6%	3,9
Ana ortaklık net kâr marjı	5,2%	16,4%	-11,2

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. (ULKER): Şirket'in ana ortaklık net kârı 4Ç24'te çeyreklik %444, yıllık ise %60 artarak 2,72mlr TL ile 1,22mlr TL olan piyasa beklentisinin oldukça üzerinde açıklanmıştır. 2024 mali yılında (2024/12) şirketin net kârı 2023 yılına kıyasla %52 artışla 7,40mlr TL olmuştur.

2024 yılında, bisküvi, çikolata ve kek gruplarının tamamında satışlarını hacimsel olarak artıran Şirket, hâsılatını 4Ç24'te çeyreklik %16, yıllık bazda ise %7 artışla 22,45mlr TL seviyesine yükselterek piyasa beklentisini karşılamıştır. 2024/12 hâsılatı yıllık %4 artışla 84,10mlr TL'ye yükselmiştir.

Hem net çeyreklik dönemde hem de mali yılın tamamında maliyetlerin oransal olarak hâsılatıdan daha az artması kârlılığı desteklemiştir. Brüt kâr marjı bir önceki çeyreğe göre 2,1 puan, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre 1,8 puan artışla %29,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024/12 döneminde ise bir önceki yıla göre 0,8 puan artışla %29,8 olmuştur. Faaliyet giderlerindeki görece sert artışa rağmen faaliyet kârlılığı büyük ölçüde korunmuştur. Net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik %31, yıllık %10 artarken 2024/12 dönemindeki artış %1,3 ile hâsılat artışının hafifçe altında kalmıştır. Şirket'in esas faaliyet kârı (EFK), 2024/12'de kambiyo kârlarındaki düşüşe karşın %10 ile oldukça sınırlı bir düşüşle 14,28mlr TL'ye gerilemiştir. Net çeyreklik incelendiğinde, 4Ç24'te EFK'nin 3Ç24'e göre %33 artsa da 4Ç23'e göre %1 azaldığı görülmektedir. FAVÖK ise 4Ç24'te beklentilerin üzerinde 4,04mlr TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece FAVÖK marjı bir önceki çeyreğe göre 2,1 puan, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre 0,8 puan artarak %18 oldu.

Şirket %100 hane penetrasyonu ile 24,2 milyon haneye girerek pazar payını %35 oranına ulaştırmış ve atıştırmalık sektörünün lideri olmaya devam etmiştir.

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden kaynaklı net geliri, yine başlıca kambiyo kârlarındaki düşüşten kaynaklı olarak gerilemiştir. Yatırım faaliyetlerinden 4Ç24'te 1,35mlr TL, 2024/12'de ise 15,60mlr TL net gelir elde edilmiştir. Şirket hem son çeyrekte hem de yılın tamamında net finansman giderini belirgin bir şekilde azaltmıştır. Net finansal borç pozisyonu 2023 sonunda 27,29mlr TL iken 2024 sonu itibarıyla 21,70mlr TL seviyesine gerilemiştir. Enflasyon muhasebesinden kaynaklı olarak son çeyrekte 402,9mn TL net parasal pozisyon kazancı kaydedilirken yılın tamamında kaydedilen 3,71mlr TL parasal kazanç bir önceki yıla göre önemli ölçüde azalmıştır.

4Ç24 dönemi kâr marjları güçlü performansı işaret etmektedir; Şirket'in kâr marjları 4Ç24 net çeyreklik dönemde finansal performansın genel olarak arttığını işaret etmektedir. Net kâr marjı %12,1, brüt kâr marjı %29,2, EFK marjı %15,4 ve FAVÖK marjı %18,0 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024/12 döneminde net kâr marjı %8,8, brüt kâr marjı %29,8, EFK marjı %17,0 ve FAVÖK marjı %18,5 olmuştur. ULKER hissesini beklenti üstü olumlu son çeyrek finansallarını dikkate alarak model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024/12	2023/12	Fark
Net satışlar	84.098	80.616	4%
SMM	59.032	57.260	3%
Brüt satış karı	25.066	23.356	7%
Faaliyet giderleri	11.291	9.760	16%
Esas faaliyet kârı (EFK)	14.278	15.871	0%
FAVÖK	15.596	15.305	2%
Finansal gelir/gider	-12.870	-25.838	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	3.712	6.461	0%
Ana ortaklık net kâr	7.401	4.878	52%

Oranlar	2024/12	2023/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	29,8%	29,0%	0,8
EFK marjı	17,0%	19,7%	-2,7
FAVÖK marjı	18,5%	19,0%	-0,4
Ana ortaklık net kâr marjı	8,8%	6,1%	2,7

- 13 -

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Gümüşsuyu Mah. İnönü Cad. Işık Apt. No:53 Kat:5 Daire 9-10 Taksim/İstanbul
Tel: 0212 293 95 00 Faks: 0212 293 95 60

Balıkesir İrtibat Bürosu

Altieylül Mah. Keçeci sok. Özcaner İş Merkezi No:17 K:1 Altieylül/ Balıkesir
Tel: 0266 280 15 00 Faks: 0266 245 23 34

Ferdi Uğur Taçkınlar
Araştırma Müdürü
02123953227

ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr

Arif Tekin Seğmen
Piramit PYS Araştırma Uzmanı
02123954008
asegmen@piramitportfoy.com.tr

