

MODEL PORTFÖY 1Ç25

26.05.2025

Piramit Menkul Kıymetler 1Ç25 Model Portföy’de **AKBNK, ENKAI, GESAN, GOKNR, KIMMR, NTGAZ, TCELL, TNZTP, TRGYO, TTKOM** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 23 Mayıs 2025 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	23.05.2025 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
AKBNK	51,90	6,3	1,1	269.880	3,0	-18,1	-20,3
ENKAI	62,20	15,6	1,2	373.200	1,3	29,0	57,2
GESAN	44,54	12,0	1,8	20.488	6,7	-7,6	-33,1
GOKNR	25,02	8,0	1,1	8.757	3,3	16,3	19,3
KIMMR	12,55	7,0	0,9	3.012	45,3	19,6	3,1
NTGAZ	9,36	10,2	1,5	6.458	28,0	78,8	83,0
TCELL	98,00	9,4	1,0	215.600	6,4	-7,1	9,0
TNZTP	35,48	6,3	1,3	7.752	3,7	16,7	-0,9
TRGYO	63,15	8,3	0,6	63.150	6,7	22,7	36,4
TTKOM	60,25	21,0	1,3	210.875	9,1	23,6	33,0

- 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.

4Ç24 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	23.05.2025 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	28.03.2025 Kapanışa Göre Getiri (%)
AKBNK	51,90	6,3	1,1	269.880	3,0	-18,1	-20,3	-0,67
ANSGR	92,35	4,5	1,6	46.175	6,3	-16,6	-13,6	-0,70
*ENKAI	62,20	15,6	1,2	373.200	1,3	29,0	57,2	0,87
GSDHO	4,01	6,5	0,4	4.010	-4,5	15,6	-6,7	3,89
ISDMR	34,80	9,2	0,8	100.920	2,3	-8,2	-11,3	-4,92
ORGE	86,20	10,8	2,4	6.896	-16,0	9,7	25,0	0,17
PGSUS	242,80	8,6	1,5	121.400	-0,8	1,2	12,5	-5,80
TNZTP	35,48	6,3	1,3	7.752	3,7	16,7	-0,9	-3,59
TRGYO	63,15	8,3	0,6	63.150	6,7	22,7	36,4	4,04
TTKOM	60,25	21,0	1,3	210.875	9,1	23,6	33,0	22,71
ULKER	110,20	6,0	1,1	40.694	1,1	-2,3	-19,6	-8,62
Ortalama								0,67
XU100	9356,04				0,5	-2,6	-13,3	-3,14
Fark								3,81

- 2 -

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

*4Ç24 Model Portföy’de yer alan hisse senetlerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablolar aşağıdaki gibidir.

Kod	Nakit Kâr Payı – Brüt (TL)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
ENKAI	2,0000000	16.04.2025	18.04.2025

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 1Ç25 dönem net kârı yıllık bazda %4, çeyreklik %49 artışla 13,73milyar TL seviyesine yükselerek piyasa beklentisini de aşmıştır. Net ücret ve komisyon geliri yıllık %64, çeyreklik %10 artarak 22,67milyar TL olmuştur; Banka'nın net ücret ve komisyon geliri payları Borsa İstanbul'da işlem gören benzer bankalar arasında en güçlü net çeyreklik artışı kaydetmiştir. Net faiz geliri yıllık %5 azalmasına karşın bir önceki çeyreğe göre %9 artmıştır.

2025/03 itibarıyla toplam krediler bir önceki yılın aynı dönemine göre %39, bir önceki çeyreğe göre %5 artışla 1,35trilyon TL'ye yükselmiştir. Kredilerin 963,47milyar TL (%71) kısmı Türk Lirası cinsi, 389,43milyar TL (%29) kısmı yabancı para kredilerden oluşmaktadır. Yabancı para kredilerin payında önceki çeyreğe göre sınırlı bir artış olduğu görülmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yeniden sıkılaşan parasal durumu ve faizlerin piyasa tarafından daha önce öngörülenden daha uzun bir süre daha yüksek seviyede kalmasına karşın kredi büyümesinde reel bir yavaşlama eğilimi henüz görülmemektedir.

Toplam aktifleri yıllık %38, çeyreklik %8 oranında güçlü büyüme kaydederek 2,71trilyon TL olmuştur. Toplam mevduatlar yıllık %28, çeyreklik %7 artışla 1,67trilyon TL olmuştur; mevduatların 1,12trilyon TL (%67) kısmı Türk Lirası, 555,80milyar TL (%33) kısmı yabancı para cinsindendir. Yabancı para cinsi mevduatlar bir önceki çeyrek sonu itibarıyla %30 iken ilk çeyrek sonunda %33'e yükseldiği görülmektedir. Kredi mevduat oranı 2024 sonunda %82,4 iken ilk çeyrek sonu itibarıyla %80,84'e geriledi. Takipteki Kredi Oranı ise %2,9'dan %3,5'e yükseldi; 2025 yılında %3,5 civarına yükselmesini beklemektedir.

Banka'nın net faiz marjı yılın ilk çeyreğinde sektör ortalamalarına paralel bir şekilde hem yıllık hem de çeyreklik bir düşüşle yıllıklandırılmış olarak gerilemiştir; Banka, 2025 projeksiyonlarına göre yılın tamamında %5 Net Faiz Marjı (Swap düzeltilmiş) beklemektedir. Özsermaye kârlılığı ve aktif kârlılığında da sektöre paralel gerilemeler mevcuttur. Konsolide olmayan finansallarına göre özsermaye kârlılığı %24,9'dan %23,0'e, aktif kârlılığı %2,8'den %2,1'e indi.

Yüksek faizler ve yavaşlayan ekonomik büyüme çerçevesinde, bankacılık sektörü için kredi büyümesi, varlık kalitesi ve kârlılık açısından zorlu koşullara rağmen Banka'nın beklentileri aşan net kârı ile net ücret ve komisyon geliri performansı ile yılın ilk çeyreğinde özel bankalar arasında öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 3 -

Özet Finansallar Solo (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Aktifler	2.706.721	1.959.704	38%	2.706.721	2.515.597	8%
Krediler	1.352.894	975.075	39%	1.352.894	1.286.771	5%
Mevduat	1.673.573	1.307.173	28%	1.673.573	1.562.097	7%
Net faiz geliri	17.875	18.729	-5%	17.875	16.473	9%
Net ücret ve komisyon geliri	22.666	13.858	64%	22.666	20.642	10%
Net kâr/zarar	13.727	13.184	4%	13.727	9.227	49%
Özsermaye	242.926	213.101	14%	242.926	240.348	1%

Oranlar %	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Özsermaye kârlılığı	6,02	7,19	-1,2	6,02	18,77	-12,7
Aktif kârlılığı	0,59	0,84	-0,3	0,59	1,97	-1,4
Net Faiz Marjı	3,02	4,89	-1,9	3,02	3,31	-0,3
Takipteki krediler Oranı	3,50	2,25	1,2	3,50	2,90	0,6
Sermaye Yeterlilik Oranı	18,95	19,18	-0,2	18,95	20,19	-1,2

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.

Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. (ENKAİ): 58 ülkede 580'den fazla mühendislik ve inşaat projesi ile faaliyet gösteren Şirket, yılın ilk çeyreğinde 3,86milyar TL ana ortaklık net kârı elde etmiştir. Net kârın bir önceki yılın aynı dönemine göre gerilemesi, büyük ölçüde 1Ç24'te yatırım faaliyetlerinden kaynaklı net gelir, 1Ç25'te net gider oluşmasından ve 1Ç25'te oluşan yatırım faaliyetleriyle ilgili kalemlere ait kur farkı giderinden kaynaklanmakta olup operasyonel bir zayıflamayı işaret etmemektedir.

Geçmiş sözleşme değeri 65,0milyar USD'nin üzerinde olan Şirket'in 1Ç25 net satış geliri bir önceki çeyreğe göre gerilese de yıllık bazda %18,7 artışla piyasa beklentisinin üzerinde 29,87milyar TL olmuştur. Faaliyet bazında, gelirlerinin %66,5'ini mühendislik ve inşaat faaliyetleri, 17,8'ini enerji üretimi faaliyetleri, %10,9'unu emlak yönetimi faaliyetleri ve %8,5'ini de ticaret faaliyetleri oluşturmıştır.

Şirket hâsılatının en büyük kısmını oluşturan mühendislik ve inşaat faaliyetlerinin dağılımı, şirketin çeşitlendirme ile ülke riskini azaltmayı hedeflediğini göstermektedir. Toplamın %20,7'si özel projeler olmakla birlikte %16,2'si İngiltere, %14,0'ü Libya, %10,3'ü Kuzey Makedonya, %5,7'si Sırbistan, %5,2'si Almanya, %4,7'si Suudi Arabistan, %4,1'i Amerika ve %3,6'sı Türkiye olmak üzere, geri kalan %15,5'lik kısmı ise Cezayir, Avustralya, Bahamalar, Bangladeş, Belçika, Brezilya, Fransa, Yunanistan, Hollanda, Macaristan, Endonezya, Irak, İsrail, Japonya, Kazakistan, Moğolistan, Norveç, Polonya, Porto Riko, Rusya, Senegal, Singapur, İspanya, İsveç ve Tayvan gibi birçok farklı ülkeye yayılmıştır.

Şirket, yıllık bazda satışlarını artırırken maliyetlerin satışlardan daha az artması brüt kârını desteklemiştir. 1Ç25'te 8,02milyar TL brüt satış kârı elde eden Şirket, yıllık bazda faaliyet giderlerindeki %13'lük düşüşün de etkisiyle 5,40milyar TL esas faaliyet kârı (EFK) elde etmiştir. FAVÖK yıllık %58 artarak piyasa beklentisinin üzerinde 6,49milyar TL olmuştur. FAVÖK'ün kısımları incelendiğinde %55'inin mühendislik ve inşaat faaliyetinden, %30'unun emlak yönetimi faaliyetinden, %9'unu enerji üretimi faaliyetinden ve %6'sının da ticaret faaliyetinden oluştuğunu görmekteyiz.

Şirket'in kâr marjlarında bir önceki çeyreğe göre gerilemeler olsa da bir önceki yılın aynı dönemine göre artışlar dikkat çekmektedir. 1Ç25 döneminde net çeyreklik olarak, ana ortaklık net kâr marjı %12,9, EFK marjı %18,1, FAVÖK marjı %21,7 ve brüt kâr marjı %26,9 olmuştur.

Şirket, TMS-29 raporlaması kapsamında 1Ç25'te 406,1milyon TL net parasal pozisyon kaybı kaydetmiş olup bununla birlikte 1,20milyar TL vergi gideri de kârı bir miktar baskılamıştır.

Kâr marjları uzun vadede benzerlerine göre daha yüksek ve istikrarlı seyreden Şirket'i, güçlü 1Ç25 finansalları ve makul pazar çarpanlarını dikkate alarak model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

- 4 -

Özet Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	29.867	25.170	19%	29.867	34.886	-14%
SMM	21.842	19.198	14%	21.842	25.296	-14%
Brüt satış kârı	8.025	5.972	34%	8.025	9.590	-16%
Faaliyet giderleri	2.644	3.039	-13%	2.644	1.927	37%
Esas faaliyet kârı (EFK)	5.404	3.297	64%	5.404	7.861	-31%
FAVÖK	6.494	4.113	58%	6.494	8.959	-28%
Finansal gelir/gider	661	276	139%	661	-364	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-406	-214	a.d.	-406	-604	a.d.
Ana ortaklık net kâr	3.864	6.480	-40%	3.864	8.068	-52%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	26,9%	23,7%	3,1	26,9%	27,5%	-0,6
EFK marjı	18,1%	13,1%	5,0	18,1%	22,5%	-4,4
FAVÖK marjı	21,7%	16,3%	5,4	21,7%	25,7%	-3,9
Ana ortaklık net kâr marjı	12,9%	25,7%	-12,8	12,9%	23,1%	-10,2

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.

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş. (GESAN): Şirket her türlü tesisin elektrik enerjisi üretimi, iletimi ve dağıtımı ile elektrik elektronik telekomünikasyon bilgi iletişimi ve mekanik alanları ile ilgili gerekli elektrik sistemlerini tesis etmek, kurmak, montajlarını yapmak taşeron veya müteahhitliğini üstlenmek ve bu maksatla gerekli tüm malzeme ve teçhizatın üretimini yapmak, pazarlamak, ihracat ve ithalatını gerçekleştirmek ve ayrıca mühendislik proje danışmanlık hizmetleri vermek konuları ile iştigal etmektedir.

Şirket'in son dönemlerde yaşanan enerji krizi ve enerji üretim tesislerinin yenilenebilir kaynaklara yönlendirilmesi sebebiyle Ar-Ge çalışmalarını ve vizyonunu yenilenebilir enerji tesislerinin kurulumu ve yenilenebilir enerji sektörüne ilişkin ürünlerin geliştirilmesine yönlendirmiştir. Bu bağlamda Şirket ve bağlı ortaklıkları, güneş paneli üretim tesisi kurulumu, mesken ve ticari uygulamalar için SunJunior adı verilen paket ürünün geliştirilmesi, yerli invertör Ar-Ge çalışmalarının yapılması, Türkiye ve Avrupa başta olmak üzere güneş, rüzgar, hidroelektrik ve biokütle tesislerinin kurulumuna ya da müteahhitlik hizmetlerine yönelmiştir.

Girişim Elektrik 1Ç25 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %772 artışla 412,7mn TL ana ortaklık net kâr açıkladı. Şirketin net satışları ise yıllık %8 arttı. Maliyetlerde net satışlara görece sınırlı yüksek (%10) oransal artış, brüt kâr marjında sınırlı gerilemeye neden olurken faaliyet giderlerinde %39'luk artış net faaliyet kâr (NFK) marjında 2,78 puan gerilemeye neden olmuştur. Esas faaliyetlerden diğer net gelirlerdeki %265 artış ise esas faaliyet kâr (EFK) marjında 4,85 puanlık artışa neden olmuştur. Şirket %4,5 artışla 1,1mlr TL brüt kâr, %5,2 düşüşle 781,8mn TL NFK, %29 artışla 1,21mlr TL EFK üretmiştir.

Finansman giderleri (215,7mn TL) net kâr üzerindeki sınırlı olumsuz etkisini sürdürmektedir. Net parasal pozisyon kaybı kaleminin net kâr üzerindeki negatif etkisi ise 1Ç25 döneminde %22 azalarak hafiflemiştir.

Şirketin kâr marjları ilk çeyrek UV ortalamaların bir miktar altında kalsa da makul seviyelerini korurken likidite oranları da makul seviyelerde seyretmektedir. Şirketin net döviz pozisyonu ise 31.12.2024'te 966,6mn TL açıktan ilk çeyrek sonu itibarı ile 3,31mlr TL fazlaya geçmiştir. Bu belirgin yükselişte hem döviz yükümlülüklerinde azalış hem de döviz varlıklarında artışın ortak etkisi olmuştur.

Dünya'da alternatif akım (AC) yerine doğru akım (DC) teknolojisine karşı başlayan eğilim, elektriğin depolanmasına ilişkin teknolojileri geliştirmiştir. Bunun sonuçlarından biri olarak elektrikli araçlara olan dönüşüm hızlanmıştır. Türkiye ve Dünya genelinde hızlı şarj istasyonlarına olan ihtiyacın artması ve ülkelerde bu konu ile ilgili devreye alınan teşvikler, şirketin üretmiş olduğu ürünlere talebin artmasını sağlamaktadır.

- 5 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	3.964	3.663	8%	3.964	5.446	-27%
SMM	2.860	2.606	10%	2.860	3.902	-27%
Brüt satış karı	1.104	1.057	5%	1.104	1.543	-28%
Faaliyet giderleri	323	232	39%	323	399	-19%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.211	942	29%	1.211	246	393%
FAVÖK	883	894	-1%	883	1.242	-29%
Finansal gelir/gider	-216	-148	a.d.	-216	153	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-516	-659	a.d.	-516	120	a.d.
Ana ortaklık net kâr	413	47	772%	413	326	27%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	27,9%	28,8%	-1,0	27,9%	28,3%	-0,5
EFK marjı	30,6%	25,7%	4,8	30,6%	4,5%	26,0
FAVÖK marjı	22,3%	24,4%	-2,1	22,3%	22,8%	-0,5
Ana ortaklık net kâr marjı	10,4%	1,3%	9,1	10,4%	6,0%	4,4

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.

Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş. (GOKNR): Meyve ve sebze suyu ve konsantresi sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in faaliyet konusu meyve ve sebzelerin bahçelerde üretilmesi, tesislerinde meyve ve sebze suyu ve konsantresi haline getirilmesi ve çeşitli formlarda işlenmesi, depolanması, bu ürünleri kullanarak nihai tüketici ürünlerinin üretilmesi veya meyve ve sebze suyuna yönelik tüketici ürünleri üreten firmalara hammadde olarak konsantre sağlanarak yurt içinde ve yurt dışında satılmasıdır. Halihazırda dört farklı şehirde kurulu on adet üretim tesisi bulunan Şirket, 85 farklı ülkeye ihracat yapmaktadır.

Satışlarının yaklaşık %80'i ihracat gelirlerinden oluşan Şirket, uluslararası ticaret ortamındaki konjonktürel dalgalanmalara, döviz kurlarındaki oynaklığa ve yüksek faiz oranlarının baskısına karşılık Amerika ve Avrupa bölgesine ihracatını artırmasının yanında Afrika pazarına da faaliyetlerini yürütmek amacıyla açılmıştır. İhracatta söz edilen bölgelerde artış yaşanırken Asya ve yurt içi satışları azalmıştır.

Şirket'in ana ortaklık net kârı 1Ç25 döneminde çeyreklik %28, yıllık %29 azalarak 245,7mn TL olarak gerçekleşti. Cari dönemde hâsılât çeyreklik %24, yıllık %13 azalarak 3,09mn TL oldu. Buna karşın maliyetlerdeki sert düşüşün etkisiyle brüt kârda belirgin bir artış olmuştur. Faaliyet giderleriyse bir önceki çeyreğe göre hafifçe azalmasına karşın yıllık bazda sert artmıştır. Ancak hem brüt kârda hem de faaliyet giderlerinin hâsılâta oranının düşük olmasından dolayı net faaliyet kârında (NFK) çeyreklik ve yıllık artış olmuştur. Zira çeyreklik %48, yıllık %8 artışla 723,5mn TL'ye yükselen NFK, operasyonel performans artışını işaret etmektedir.

Global pazarlarda faaliyetlerini güçlendiren Şirket'in kâr marjlarında güçlü seyir devam etmektedir. 1Ç25'te net satışların düşmesine karşın marjların hem çeyreklik hem de yıllık bazda artması operasyonel verimlilik açısından güçlü bir çeyreği işaret etmiştir.

Şirket'in net finansal borcunun bir önceki çeyrek sonuna göre artmasına karşın finansman giderlerinin görece makul seviyelerde seyrettiği görülmektedir. Ayrıca, 1Ç25 itibarıyla 30,92mn TL tutarında nakit ve nakit benzeri, makul seviyelerdeki likidite pozisyonu ve pozitif nakit akışı olumludur.

Sektördeki güçlü konumu, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler arasında yüksek operasyonel verimliliği ve makul pazar çarpanlarıyla öne çıkan Şirket'i Model Portföy'ümüze ekliyoruz.

- 6 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	3.093	3.555	-13%	3.093	4.054	-24%
SMM	1.952	2.595	-25%	1.952	3.140	-38%
Brüt satış karı	1.142	961	19%	1.142	914	25%
Faaliyet giderleri	418	290	44%	418	425	-2%
Esas faaliyet kârı (EFK)	887	974	-9%	887	491	81%
FAVÖK	808	784	3%	808	547	48%
Finansal gelir/gider	-256	-115	a.d.	-256	163	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-233	-390	a.d.	-233	-362	a.d.
Ana ortaklık net kâr	246	344	-29%	246	339	-28%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	36,9%	27,0%	9,9	36,9%	22,6%	14,4
EFK marjı	28,7%	27,4%	1,3	28,7%	12,1%	16,6
FAVÖK marjı	26,1%	22,0%	4,1	26,1%	13,5%	12,6
Ana ortaklık net kâr marjı	7,9%	9,7%	-1,7	7,9%	8,4%	-0,4

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.

Ersan Alışveriş Hizmetleri ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. (KIMMR): Perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren Şirket, kuruluşundan beri süpermarket olarak hizmet vermektedir. 1Ç25 itibarıyla 143 mağazası bulunan KİM Marketler, İstanbul, İzmir, İzmit, Tekirdağ ve Edirne’de faaliyet göstermektedir. Mağaza sayısındaki artış istikrarlı bir şekilde devam etmektedir.

Şirket’in ana faaliyet konusu her türlü gıda ve ihtiyaç maddelerinin toptan ve perakende alım-satımıdır. Şirket’in ana ortaklık net kârı 1Ç25 döneminde çeyreklik %411, yıllık %197 artarak 120,4mn TL olmuştur. Hâsılat çeyreklik %8, yıllık %12 artarak 2,94mn TL oldu. Etkin maliyet ve gider kontrolünün etkisiyle sırasıyla operasyonel karlılığın arttığı görülmektedir. Salt operasyonel performans olarak değerlendirdiğimiz net faaliyet kârı (NFK) bir önceki yılın aynı dönemine göre oldukça güçlü bir artışla 192mn TL olurken esas faaliyet kârı da (EFK), yüksek komisyon ve ertelenmiş finansman giderine karşın oldukça güçlü bir artışla 131,5mn TL’ye yükselmiştir.

Yurt içinde son dönemdeki zorlu piyasa koşullarına rağmen Şirket’in kâr marjlarında bir önceki yılın aynı dönemine göre sınırlı bir yükseliş olmuştur. Net çeyreklik net kâr marjı %4,1, EFK marjı %4,5, FAVÖK marjı %7,5 ve brüt kâr marjı %25,2 olmuştur.

Şirket’in net finansal borcu bir önceki çeyreğe göre azalarak 320mn TL’ye gerilemiştir. Ayrıca, 1,267mlr TL nakit ve nakit benzeri bulunmaktadır. Likidite oranları makul seviyelerdedir.

Zorlu piyasa koşullarına ve tüketici tarafında alım gücünde yaşanan düşüslere rağmen 1Ç25’te operasyonel olarak benzerlerine kıyasla güçlü performansıyla dikkat çeken Şirket’i, görece makul pazar çarpanlarını da dikkate alarak Model Portföy’ümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	2.941	2.622	12%	2.941	2.737	7%
SMM	2.201	2.065	7%	2.201	2.249	-2%
Brüt satış karı	741	557	33%	741	488	52%
Faaliyet giderleri	549	448	22%	549	540	2%
Esas faaliyet kârı (EFK)	132	66	99%	132	-109	a.d.
FAVÖK	221	141	56%	221	-18	a.d.
Finansal gelir/gider	57	14	307%	57	-25	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	44	48	-8%	44	52	-17%
Ana ortaklık net kâr	120	41	197%	120	24	411%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	25,2%	21,2%	3,9	25,2%	17,8%	7,3
EFK marjı	4,5%	2,5%	2,0	4,5%	-4,0%	a.d.
FAVÖK marjı	7,5%	5,4%	2,1	7,5%	-0,7%	a.d.
Ana ortaklık net kâr marjı	4,1%	1,5%	2,5	4,1%	0,9%	3,2

- 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.

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. (NTGAZ): Naturelgaz, taşımali doğal gaz sektöründe Endüstriyel CNG ve LNG ürünleri ile faaliyet göstermektedir. Taşımali CNG ve LNG sistemleri, boru hattının ulaşmadığı bölgelerdeki doğal gaz arzını karşılamak için kullanılmaktadır. Şirket'in Endüstriyel CNG ve LNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve Kuyu CNG olmak üzere 4 ana iş kolu bulunmaktadır. Naturelgaz 2025/03 itibarıyla, CNG ürünündeki faaliyetlerine, 13 Endüstriyel CNG Dolum tesisi, 2 Oto CNG İstasyonu, 1 Endüstriyel CNG dolum tesisinde (Erzurum) iş birliği sözleşmesi olmak üzere toplam 16 tesis ve Sakarya'da yer alan Üretim ve Tasarım Merkezi ile devam etmektedir. LNG ürününde ise 6 LNG kara tankeri ile hizmet vermektedir.

Şirket'in ana ortaklık net kârı 1Ç25 döneminde çeyreklik %41, yıllık %311 artışla 351,4mn TL'ye yükselmiştir. Hâsılatı ile %16'lık artış ile 2,2mlr TL'ye ulaşmıştır; brüt kâr yıllık %39 artışla 725,6mn TL olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde brüt kâr marjı 6 puan artışla %33'e yükselmiştir. Bu iyileşme, Şirketin gerek maliyet optimizasyonu inisiyatiflerinin gerekse fiyatlandırma stratejilerinin etkinliği sayesinde gerçekleşmiştir. Brüt kârlılıktaki artış, şirketin özellikle şehir gazı işkolu pazarındaki güçlü konumunu pekiştirmesinin bir sonucudur. Faaliyet giderlerindeki yıllık %13 azalış ile net faaliyet kârı (NFK) 1Ç24 döneminde 310mn TL'den 1Ç25 döneminde %75 artışla 542,7mn TL'ye yükselmiştir. NFK marjı 8,36 puan artarak %24,7 olarak gerçekleşmiştir. Esas Faaliyet Karı (EFK) %75 artışla 547,1mn TL'ye yükselmiştir. EFK marjı 8,39 puan artarak %24,9 olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK yıllık %53 artarak 620,9mn TL'ye ulaşmıştır. Vergi öncesi kâr, 2024'ün ilk çeyreğinde 230mn TL iken, bu dönem %129 artışla 528mn TL'ye ulaşmıştır.

Naturelgaz'ın toplam satış hacmi bir önceki yılın aynı dönemine göre %23 oranında artarak 131 milyon Sm³e ulaşmıştır. Toplam satış hacmindeki artışa en önemli katkısı Şehir gazı işkolu satış hacminde görülen %38 oranındaki artış sağlamıştır. Şirket'in Şehir gazı iş kolu satış hacmi abone artışı etkisiyle büyümeye devam etmiştir. Brüt kâr/satış Hacmi (TL/Sm³) 1Ç24 döneminde 4,87'den 1Ç25'te 5,53'e yükselmiştir.

Kâr marjları 1Ç25 döneminde hem yıllık hem de çeyreklik bazda belirgin ölçüde artış kaydetmiştir. Net kâr marjı %16, EFK marjı %24,9, FAVÖK marjı %28,2, brüt kâr marjı %33 olmuştur. Ayrıca, ilk çeyrek marjları uzun vadeli ortalamaların belirgin üzerindedir.

Şirket yılın ilk çeyreğinde 116,41mn TL yatırım harcaması gerçekleştirilmiştir; yılın tamamında ise endüstriyel ve şehir gazı müşterilerine yönelik yatırımlara ek olarak mevcut CNG tesis altyapısının güçlendirilmesi, yeni CNG dolum tesisi projeleri, taşıma kapasitesini artıracak ekipman üretimi ve tedariki ile güneş enerji santrali yatırımlarının gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

- 8 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	2.199	1.899	16%	2.199	2.018	9%
SMM	1.473	1.378	7%	1.473	1.385	6%
Brüt satış karı	726	521	39%	726	634	15%
Faaliyet giderleri	183	211	-13%	183	213	-14%
Esas faaliyet kârı (EFK)	547	313	75%	547	426	28%
FAVÖK	621	406	53%	621	457	36%
Finansal gelir/gider	29	14	104%	29	16	80%
Net parasal pozisyon kazancı	-45	-97	a.d.	-45	-63	a.d.
Ana ortaklık net kâr	351	85	311%	351	249	41%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	33,0%	27,4%	5,6	33,0%	31,4%	1,6
EFK marjı	24,9%	16,5%	8,4	24,9%	21,1%	3,8
FAVÖK marjı	28,2%	21,4%	6,8	28,2%	22,6%	5,6
Ana ortaklık net kâr marjı	16,0%	4,5%	11,5	16,0%	12,3%	3,6

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.

Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. (TCELL): Şirket, 2025 yılının ilk çeyreğinde 3.08milyar TL net kâr açıkladı. Hem mobil hem sabit tarafta kaydedilen ARPU artışı, faturalı abone öncülüğünde genişleyen abone bazı ve stratejik odak alanlarındaki güçlü gelir büyümesiyle Şirket'in satış gelirini yıllık %11 artışla 45,40milyar TL'ye çıkarmıştır. Gelirlerin %77'sini oluşturan Turkcell Türkiye'nin güçlü performansı bireysel segment gelirlerindeki yıllık %13,9'luk artış, fiyat revizyonları, mobil ve sabit servislerdeki abone kazanımı ve yüksek paketlere taşıma sayesinde gerçekleşti. Gelirin %6'sını oluşturan Techfin gelirleri öncelikli olarak Paycell servisinin katkısıyla yıllık %31,5 arttı ve gelirin geri kalan %4'ünü oluşturan ve temel olarak Turkcell Uluslararası gelirleri, enerji işi gelirleri ve grup dışı çağrı merkezi gelirlerini içeren diğer segment gelirleri yıllık %13,4 arttı.

Artan hasılatla rağmen maliyetlerin sadece %2 artarak 32,72milyar TL seviyesinde gerçekleşmesi brüt kârı destekledi. Brüt kâr çeyreklik %8,4, yıllık ise %48,5 artış ile 13,62milyar TL oldu. Faaliyet giderleri çeyreklik bazda %18 azalsa da yıllık bazda %29 ile sert arttı. Ancak kur farkı gelirleri ve kısa vadeli mevduattan elde ettiği esas faaliyetlerden diğer gelirlerin %90'lık artışla 8,17milyar TL'ye yükselmesi 16,57milyar TL'lik esas faaliyet kârını (EFK) destekledi. Şirket'in FAVÖK'ü çeyreklik %8,1, yıllık %11,9'luk artışla üzerinde 21.15milyar TL'ye yükselerek piyasa beklentisini aştı. Turkcell Türkiye'nin FAVÖK'ü %18,1, Techfin segmentinin FAVÖK'ü %50,3 arttı. Şirket'in 2025 mali yılında %41-%42 FAVÖK marjı hedeflemektedir.

Çoğunluğunu kur farkı giderlerinin oluşturduğu finansal giderler karlılığı önemli bir oranda etkilemiştir. 12,37milyar TL finansman gideri kaydeden Şirket, TMS-29 raporlaması kapsamında 1Ç25'te 958,8mn TL net parasal pozisyon kazancı elde etse de artan ertelenmiş vergi gideri ve kurumlar vergisi gideri nedeniyle 3,45milyar TL daha net kârı törpülemiştir. Net kâr 1Ç25'te çeyreklik bazda %67 artsa da yıllık bazda %15,3 azalarak 3,08milyar TL olmuştur.

Şirket'in likidite pozisyonu Ocak 2025'te tamamlanan 1,00milyar USD tutarındaki Eurobond ihracı ile önemli ölçüde güçlendirmiş, küresel ve yerel piyasalardaki zorlukların etkisiyle yükselen faiz oranları ve borçlanma maliyetleri öncesinde 5G yatırımı için gerekli finansmanı görece uygun koşullarda temin etmesini sağlamıştır.

Marjlar tarafında; brüt kâr marjını çeyreklik 3,2bp, yıllık 7,46bp artırarak %30'a, EFK marjını çeyreklik 18,02bp, yıllık 13,27bp artırarak %36,5'e, FAVÖK marjını ise yıllık 3,88bp, çeyreklik ise sınırlı bir miktar artışla %46,6 seviyelerine çıkarmıştır.

Operasyonel performansa baktığımızda rekabet ortamına rağmen, ilk çeyrekte net 153 bin abone kazanımıyla faturalı abone odağı korundu. Mobil abone bazındaki faturalı abonelerin payı %76'ya ulaşarak yıllık bazda dört puanlık bir artış gösterdi. Mobil abone başına elde edilen aylık gelir ("ARPU") (M2M hariç), stratejik fiyat düzenlemeleri, etkili yüksek paketlere taşıma girişimleri ve faturalı abone bazındaki devam eden artış sayesinde yıllık bazda %15,9 artış gösterdi. Abone bazında son 12 ayda 1,6 milyon faturalı abone eklendi.

Sabit tarafta, abone bazı çeyreklik bazda 25 bin net abone kazanımı ile 3,3 milyona ulaştı. Fiber abone bazı ise çeyreklik bazda 30 bin ve yıllık bazda 150 bin net abone kazanımı ile genişledi. 2025 yılının başı itibarıyla yerleşik operatörün altyapısını da kullanarak fiber hizmeti sunulmakta ve 1Ç25 sonu itibarıyla al-sat fiber segmentinde 19 bin aboneye ulaşıldı. Şirket fiber altyapısını genişletme odağı sayesinde, uçtan uca fiber hizmetini bu çeyrekte 43 bin yeni haneye ulaştırarak toplam fiber hane erişimini 6 milyonun üzerine çıkardı. Fiber ARPU, 100 Mbps ve daha yüksek hıza sahip tarifeleri kullanan abonelerin payındaki artış, 12 ay sözleşmeli müşterilerin oranındaki yükseliş, fiyat düzenlemeleri ve IPTV hizmetinin de katkılarıyla %17,7 oranında güçlü bir büyüme gösterdi. Turkcell Grup abone sayısı 31 Mart 2025 tarihi itibarıyla yaklaşık 45,2 milyona ulaştı.

- 9 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	45.409	40.706	12%	45.409	46.932	-3%
SMM	32.727	32.052	2%	32.727	35.281	-7%
Brüt satış kârı	13.623	9.173	49%	13.623	12.572	8%
Faaliyet giderleri	5.215	4.031	29%	5.215	6.355	-18%
Esas faaliyet kârı (EFK)	16.578	9.458	75%	16.578	8.677	91%
FAVÖK	21.153	18.903	12%	21.153	19.572	8%
Finansal gelir/gider	-12.377	-9.551	a.d.	-12.377	-3.232	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	959	3.656	-74%	959	-536	a.d.
Ana ortaklık net kâr	3.082	3.638	-15%	3.082	1.849	67%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	30,0%	22,5%	7,5	30,0%	26,8%	3,2
EFK marjı	36,5%	23,2%	13,3	36,5%	18,5%	18,0
FAVÖK marjı	46,6%	46,4%	0,1	46,6%	41,7%	4,9
Ana ortaklık net kâr marjı	6,8%	8,9%	-2,2	6,8%	3,9%	2,8

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.

TAPDİ Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş. (TNZTP): : İzmir’de 320’yi aşkın yatak sayısı ile üç hastane ve bir tıp merkezi ile faaliyet gösteren Şirket, yılın ilk çeyreğinde 67,6mn TL net kâr elde etmiştir. Şirket, 1Ç25 döneminde hem çeyreklik hem de yıllık bazda satışlarını arttırarak dönemi 719,3mn TL hâsılat ile tamamlamıştır. Hastane bazında kırılıma baktığımızda gelirin %54’ünü Tınaztepe Galen Hastanesi oluştururken %29’unu Tınaztepe Buca Hastanesi, %10’unu Buca Tıp Merkezi, %5’ini Tınaztepe Torbalı Hastanesi oluşturmuş olup %2’sini AVM ve diğer gelirler oluşturmuştur.

Brüt kâr artışı, hâsılatla kıyasla bir miktar daha sınırlı artmış olup brüt kâr marjında da görece sınırlı bir düşüş olmuştur. Buna karşın Borsa İstanbul’da işlem gören benzer şirketlere kıyasla güçlü tarafta kalmaktadır. Zira maliyetler kârlılığı baskılasa da hem çeyreklik hem de yıllık bazda brüt kâr artmıştır. Ayrıca, sert gerileyen faaliyet giderleri net satış gelirine kıyasla oldukça düşük seyretmeye devam etmektedir.

Şirket’in FAVÖK’ü çeyreklik bazda %12,8, yıllık bazda %15,5 artarak 246,8mn TL olarak gerçekleşmiştir. Hastane binaları ve tüm ek hizmet binalarının mülkiyetinin Şirket’e ait olması, GES yatırımı ile enerji maliyetlerini düşürmesi, hekimlerinin 1/3’ünden fazlası vergi mükellefi hekim olması nedeni ile mali yüklerden kaçınması ve yüksek alacak devir hızı ve yüksek likiditesi sayesinde fiyat artışlarından etkilenmemek için birçok sağlık malzemesini toplu olarak, gerekirse peşin alımlar yaparak önemli fiyat iskontoları ile temin edilebilmesi Şirket’in rakiplerinden ayrılan yüksek FAVÖK marjı ile faaliyet göstermesini sağlamıştır. Şirket’in projeksiyonlarında, 2025 ve sonraki yıllarda FAVÖK marjının, SGK faturalandırmalarında 3. basamak fiyat tarifesiyle işlem göreceği varsayımı hariç bırakılarak ortalama %36,60 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket’in 1Ç25 kâr marjları güçlü finansal performansın devam ettiğini işaret etmektedir. Net çeyreklik net kâr marjı %9,4, EFK marjı %14,7, FAVÖK marjı %34,3 ve brüt kâr marjı %36,1 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Güçlü finansalları ve cazip pazar çarpanlarıyla benzerleri arasında öne çıktığını düşündüğümüz Şirket’i beğenmeye devam ediyoruz.

- 10 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	719	611	18%	719	622	16%
SMM	460	367	25%	460	395	16%
Brüt satış karı	259	243	7%	259	226	15%
Faaliyet giderleri	51	84	-40%	51	57	-12%
Esas faaliyet kârı (EFK)	106	133	-20%	106	124	-15%
FAVÖK	247	214	16%	247	219	13%
Finansal gelir/gider	-8	-31	a.d.	-8	-30	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	47	107	-56%	47	93	-49%
Ana ortaklık net kâr	68	101	-33%	68	286	-76%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	36,1%	39,9%	-3,8	36,1%	36,4%	-0,3
EFK marjı	14,7%	21,8%	-7,1	14,7%	20,0%	-5,3
FAVÖK marjı	34,3%	35,0%	-0,7	34,3%	35,2%	-0,9
Ana ortaklık net kâr marjı	9,4%	16,5%	-7,1	9,4%	46,1%	-36,7

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.

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (TRGYO): AVM odaklı GYO şirketinin net dönem kârı 1Ç25'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %46 azalışla 780,49mn TL olmuştur. Aynı dönemde net satış geliri %7 azalışla 1,77mlr TL seviyesine geriledi. Şirket'in 2025/03 dönemi net çeyreklik hâsılatının 1,44mlr TL kısmı (%81,3) kira gelirlerinden, 315,7mn TL (%17,9) kısmı ise ortak alan gelirlerinden oluşmuştur. Kira gelirlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %3 civarında sınırlı bir gerileme olmuştur. Hâsılatın bir önceki çeyreğe göre sert gerilemesi 5. Levent ve Torun Center projelerine ilişkin yıl içerisinde gerçekleşen konut ve ofis satışlarının yılın son çeyreğinde tesliminden kaynaklanmaktadır. Zira 2025 yılının ilk 3 ayında 15mn TL tutarında konut teslimi yapılmıştır.

Hâsılatın 1Ç25 döneminde yıllık bazda azalmasına karşın maliyetlerin ve faaliyet giderlerinin artması brüt kârın ve net faaliyet kârının (NFK) bir miktar gerilemesine neden olmuştur. Buna karşın oldukça yüksek kârlılık devam etmektedir. Net çeyreklik brüt kâr 1,22mlr TL, NFK 1,15mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Esas faaliyet kârı (EFK) bir önceki yılın aynı dönemine göre %22 azalarak 1,11mlr TL olmuştur. EFK'nin azalmasında kur farkı gelirlerindeki düşüşün de etkisi olmuştur. Enflasyon muhasebesinden kaynaklı 1,98mlr TL tutarındaki yüksek parasal pozisyon kaybı ve 369mn TL'lik ertelenmiş vergi gideri kârın baskılanmasında önemli rol oynamıştır.

Şirket'in kâr marjları bir önceki yılın aynı dönemine göre gerilemesine karşın oldukça yüksek seyretmektedir. 1Ç25 net çeyreklik olarak net kâr marjı %44,1, brüt kâr marjı %69,2 ve EFK marjı %62,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in aktif büyüklüğü 2024 sonunda 127,05mlr TL iken bu yılın ilk çeyreğinin sonunda %1 artışla 128,50mlr TL olmuştur. Özkaynakların aktif toplamına oranı %84, yabancı kaynakların aktife oranı ise yaklaşık %16'dır. Şirket aktiflerinin %80'i yatırım amaçlı gayrimenkuller, stoklar ve maddi duran varlıklar (otel), %18'i ise nakit ve nakit benzerlerinden oluşturmaktadır.

Yatırım amaçlı gayrimenkullerin toplam tutarı %14 düşüşle 93,22mlr TL'ye gerilemiştir. Toplamın 32,26mlr TL'si (%35) Mall of İstanbul AVM, 13,82mlr TL'si (%15) Bursa Korupark AVM projesi, 12,02mlr TL'si (%13) Torun Center gayrimenkullerinden oluşmaktadır. Mall of Antalya, Mall of İstanbul otel kongre merkezi ve ofis projesi, Antalya Deepo AVM ve Torium AMV ile ilgili gayrimenkuller de Şirket'in diğer önemli yatırım amaçlı gayrimenkulleri arasında yer almaktadır. Şirket'in 1Ç25 sonu itibarıyla 6,82mlr TL olan stoklarının önemli kısmı Torun Center, 5. Levent ve Mall of İstanbul projelerinin kalan kısımlarından oluşmaktadır. Toplam stokların 3,58mlr TL kısmı (%52) Torun Center projesinden (Kalan 271 adet konut, 271 adet işyeri), 2,18mlr TL kısmı (%32) 5. Levent projesinden (Kalan 480 adet konut, 20 adet işyeri) ve 951,9mn TL kısmı (%14) Mall of İstanbul 2. etap projesinden (Kalan 46 adet rezidans) oluşmaktadır.

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri, net nakit fazlası ve döviz pozisyonundaki fazla artmıştır. Nakit ve nakit benzerlerinin 9,39mlr TL kısmı 3 aydan kısa vadeli mevduatlardan, 2,18mlr TL kısmı ise vadesiz mevduatlardan oluşmaktadır. Ayrıca, 5,45mlr TL tutarında kısa vadeli, 6,18mlr TL tutarında uzun vadeli finansal yatırımı bulunmaktadır.

Marjlarda bir önceki yıla göre bir miktar düşüş olmakla birlikte yüksek kârlılıkla çalışmayı sürdüren Şirket'in cazip pazar çarpanlarıyla da öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	1.768	1.899	-7%	1.768	8.048	-78%
SMM	544	483	13%	544	3.906	-86%
Brüt satış kârı	1.224	1.416	-14%	1.224	4.142	-70%
Faaliyet giderleri	78	68	14%	78	93	-17%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.107	1.411	-22%	1.107	10.794	-90%
FAVÖK	1.152	1.354	-15%	1.152	4.052	-72%
Finansal gelir/gider	2.090	330	534%	2.090	1.277	64%
Net parasal pozisyon kazancı	-1.979	-376	a.d.	-1.979	-118	a.d.
Ana ortaklık net kâr	780	1.432	-45%	780	11.028	-93%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	69,2%	74,6%	-5,3	69,2%	51,5%	17,8
EFK marjı	62,6%	74,3%	-11,7	62,6%	134,1%	-71,5
FAVÖK marjı	65,1%	71,3%	-6,1	65,1%	50,3%	14,8
Ana ortaklık net kâr marjı	44,1%	75,4%	-31,2	44,1%	137,0%	-92,9

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.

Türk Telekomünikasyon A.Ş. (TTKOM): Şirket'in 1Ç25 dönemi net kârı yıllık %45, çeyreklik %9 artışla 5,13mlr TL'ye yükselerek piyasanın medyan beklentisini önemli ölçüde aşmıştır. Türk Telekom'un net satışları bir önceki çeyreğe göre %9 azalmasına karşın yıllık bazda %18,3 artışla 45,59mlr TL'ye yükselerek piyasa beklentisini hafifçe aşmıştır. Abone tabanındaki büyüme ve ARPU artışı gelirlerdeki artışı önemli ölçüde desteklemiştir.

Şirket, mobil pazardaki yoğun rekabete rağmen güçlü bir performans sergileyerek yılın ilk çeyreğini toplam 53,6 milyon aboneyle tamamlamıştır. Abone sayısı hem çeyreklik hem de yıllık bazda artış kaydetmiştir. Sabit ses segmentinde 155 bin abonenin kaybı, çeyreklik abone kazanımı 447 bin olarak gerçekleşmiştir. Geniş bant tarafında abone sayısı çeyreklik bazda %1,3 azalırken, yıllık bazda %1,4 artarak 15,4 milyona ulaşmıştır. Mobil segmentte ise abone sayısı çeyreklik bazda %1,8 azalırken, yıllık bazda %6,3 artarak 27,9 milyona çıkmıştır. 1Ç25'te tüm segmentlerde ARPU performansı güçlü kalmaya devam ederken geniş bant tarafında yıllık %19,4, mobil karma ARPU'da ise %18,6 oranında yükseliş görülmüştür. Mobil abone başına elde edilen gelir (ARPU) 1Ç25'te yıllık %19 artışla 233,3TL olurken geniş bant tarafı ise %19 artışıyla 296TL olmuştur.

1Ç25 dönemi gerçekleştirmeleri bir önceki yılın aynı çeyreğiyle kıyaslandığında hâsılat %18 artarken maliyetlerdeki artış %8, faaliyet giderlerindeki artış %4 ile daha sınırlı olmuştur. Brüt kâr %38 artışla 18,55mlr TL, net faaliyet kârı (NFK) %140 artışla 8,09mlr TL'ye yükselmiştir. Şirket'in yüksek finansman gideri kârlılığı baskılamaya, enflasyon muhasebesinden kaynaklı net parasal pozisyon kazancı ise kârlılığı desteklemeye devam etmiştir. Zira net çeyreklik 7,41mlr TL esas faaliyet kârına (EFK) karşın 5,28mlr TL gibi yüksek bir tutarda net finansman gideri kaydedilmiş olup aynı dönemde net parasal pozisyon kazancı 5,92mlr TL olmuştur.

Kâr marjları tarafında önceki çeyreğe göre gerilemeler olmasına karşın bir önceki yılın aynı dönemine göre oldukça güçlü artışlar dikkat çekmektedir. 1Ç25'te net kar marjı %11,3, EFK marjı %16,2, FAVÖK marjı %39,0 ve brüt kâr marjı %40,7 olmuştur.

Yılın ilk çeyreğinde piyasa beklentisinin üzerinde net kâr ve ciro performansı sağlayan ve bir önceki yılın aynı dönemine göre operasyonel ve finansal verimliliğini artıran Şirket'i Model Portföy'ümüze ekliyoruz.

- 12 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç25	1Ç24	Fark	1Ç25	4Ç24	Fark
Net satışlar	45.596	38.545	18%	45.596	50.163	-9%
SMM	27.048	25.124	8%	27.048	24.862	9%
Brüt satış karı	18.548	13.420	38%	18.548	25.301	-27%
Faaliyet giderleri	10.461	10.055	4%	10.461	10.197	3%
Esas faaliyet kârı (EFK)	7.405	3.435	116%	7.405	18.015	-59%
FAVÖK	17.767	13.248	34%	17.767	16.427	8%
Finansal gelir/gider	-5.276	-8.279	a.d.	-5.276	-6.123	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	5.925	10.605	-44%	5.925	3.986	49%
Ana ortaklık net kâr	5.134	3.536	45%	5.134	4.721	9%

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark (Puan)	1Ç25	4Ç24	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	40,7%	34,8%	5,9	40,7%	50,4%	-9,8
EFK marjı	16,2%	8,9%	7,3	16,2%	35,9%	-19,7
FAVÖK marjı	39,0%	34,4%	4,6	39,0%	32,7%	6,2
Ana ortaklık net kâr marjı	11,3%	9,2%	2,1	11,3%	9,4%	1,8

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.

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

Altıeylül Mah. Keçeci sok. Özcaner İş Merkezi No:17 K:1 Altıeylül/ 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

