

Piramit Menkul Kıymetler 4Ç25 Model Portföy’de **AYGAZ, ENKAI, ISCTR, KCHOL, TCELL, THYAO, TNZTP, 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 27 Mart 2026 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	27.03.2026 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
AYGAZ	228,80	10,1	0,7	50.290	-2,3	15,1	58,3
ENKAI	92,45	15,3	1,5	554.700	-9,1	17,6	55,6
ISCTR	13,18	4,9	0,8	329.500	-22,1	-2,6	7,0
KCHOL	192,60	22,2	0,7	488.414	0,1	18,6	29,7
TCELL	106,40	13,3	0,9	234.080	-8,1	11,7	18,7
THYAO	294,00	3,4	0,4	405.720	-4,4	9,7	-2,4
TNZTP	20,76	11,9	1,0	8.304	-16,8	0,6	4,1
TTKOM	58,50	8,9	1,0	204.750	-13,9	3,8	18,4

- 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.

3Ç25 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	27.03.2026 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	20.11.2025 Kapanışa Göre Getiri (%)
AKBNK	66,90	6,1	1,1	347.880	-23,4	-0,3	30,8	11,54
AYGAZ	228,80	10,1	0,7	50.290	-2,3	15,1	58,3	10,38
DOAS	192,90	13,5	0,6	42.438	-11,9	3,9	-3,5	2,83
OYAKC	23,62	13,1	1,8	114.832	-3,6	2,0	-19,5	7,27
THYAO	294,00	3,4	0,4	405.720	-4,4	9,7	-2,4	6,43
TTKOM	58,50	8,9	1,0	204.750	-13,9	3,8	18,4	2,27
TUPRS	240,50	15,7	1,3	463.394	14,6	35,3	93,7	22,13
ULKER	111,50	8,4	1,0	41.174	-9,7	1,6	1,2	-1,93
Ortalama								7,61
XU100	12698,19				-7,4	12,4	32,1	15,65
Fark								-8,04

- 2 -

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

*3Ç25 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
TUPRS	10,3799282	16.03.2026	18.03.2026
AYGAZ	12,5500000	16.03.2026	18.03.2026
AKBNK	2,2018000	26.03.2026	30.03.2026

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.

Aygaz A.Ş. (AYGAZ): Faaliyet konusu sıvılaştırılmış petrol gazının (LPG) temini, stoklanması, dolumu ve tüplü gaz, dökme gaz ile otopaz olarak dağıtımını olan Şirket, 4Ç25 döneminde piyasa beklentisinin üzerinde 2,13mlr TL net kâr elde etti. Net dönem kârı yıllık %126, çeyreklik %20 arttı. Şirket'in dolaylı iştiraki Tüpraş net kâra güçlü katkı sağladı; özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan elde edilen 705mn TL gelir Tüpraş kaynaklı gerçekleşti. Şirket'in 2025 yılının tamamındaki ana ortaklık net kârı ise 2024'e göre %80 artışla 5,00mlr TL oldu.

Şirket'in uluslararası standartlara uygun işletilen beş deniz terminali, beş dolun tesisi ve sekiz dağıtım merkezine ek olarak, LPG'nin tüketiciye sunulması için gerekli tüp, tank, regülatör ve yardımcı malzemelerin üretildiği Gebze İşletmesi bulunmaktadır.

2.010 tüplü gaz bayi ve 1.874 otopaz istasyonu ile geniş bir dağıtım ağına sahip olan Şirket, LPG satış, dağıtım ve tüketiminde kullanılan tüp, tank, valf ve regülatör gibi basınçlı kap ve cihazların üretimini de kendi bünyesinde gerçekleştirmektedir. Ayrıca LPG ile çalışan cihazların üretimi ve dağıtımını ile satış sonrası hizmetler de faaliyet alanları arasında yer almaktadır.

Hâsılat 4Ç25'te yıllık %16 azalarak 22,07mlr TL ile piyasa beklentisinin hafifçe altında kaldı. Maliyetler de aynı dönemde %18 geriledi. Çeyreklik bazda maliyet artışının sınırlı kalmasına karşın maliyet/ciro oranının görece yüksek seyretmesi nedeniyle brüt kâr önceki çeyreğe göre bir miktar geriledi. Faaliyet giderlerinin çeyreklik %5 azalmasına karşın yıllık %4 artmasıyla net faaliyet kârı (NFK) yıllık %16 arttı. 2025'in tamamında 2,4 milyon ton LPG satışı gerçekleştiren Şirket'in hâsılatı %16 azalırken maliyetlerin daha yüksek oranda gerilemesi sayesinde brüt kârında sınırlı bir artış gerçekleşti. Faaliyet giderlerinin yıllık %7 azalmasıyla birlikte NFK %113 arttı; esas faaliyet kârı (EFK) ise Tüpraş kârından kaynaklanan gelirin katkısıyla %36 artışla 4,51mlr TL oldu.

FAVÖK 4Ç25'te piyasa beklentisinin altında bir önceki çeyreğe göre %25 azalırken bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %11 artışla 783,4mn TL oldu. Yılın tamamında ise %38 artışla 3,16mlr TL FAVÖK elde edildi.

Marjlar tarafında, 4Ç25 döneminde çeyreklik gerilemeye karşın bir önceki yılın aynı dönemine göre sınırlı bir iyileşme yaşanmıştır. Bu kapsamda (Tüpraş kârının etkisiyle) net kâr marjı %9,6, FAVÖK marjı %3,5 brüt kâr marjı %10,3 ve EFK marjı %5,3 oldu. 2025 yılında bir önceki yıla göre marjlarda bir miktar artış olduğu görülmektedir. Net kâr marjı %5,6, EFK marjı %5,0 ve brüt kâr marjı %10,4 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği LPG ve enerji sektörü, jeopolitik gelişmelere ve özellikle savaş risklerine karşı yüksek hassasiyet taşımaktadır. 2025'in son çeyreği genelinde zayıf seyreden LPG fiyatları çeyrek sonuna doğru toparlanmasının ardından 2026'nın ilk çeyreğinde Orta Doğu'daki savaşın etkisiyle oynak bir seyir izledi. LPG arzının belirli bir kısmının ithalata dayalı olması nedeniyle, olası bölgesel çatışmalar ve küresel gerilimler tedarik zincirinde aksamalara, lojistik maliyetlerde artışa ve ürün temininde gecikmelere yol açabilir. Bununla birlikte enerji fiyatlarında yaşanabilecek sert dalgalanmalar kısa vadede stok kârlılığı yaratabilse de uzun vadede talep dinamikleri üzerinde baskı oluşturma riski barındırmaktadır. Öte yandan, Şirket'in güçlü depolama kapasitesi, yaygın dağıtım ağı ve entegre üretim kabiliyeti, bu tür belirsizlik dönemlerinde operasyonel esneklik sağlayarak risklerin etkisini sınırlayabilecek önemli avantajlar sunmaktadır.

Güçlü nakit akışına sahip olan Şirket'in 8,55mlr TL nakit ve nakit benzeri varlığı ve 5,43mlr TL net nakit fazlası bulunmakta olup likidite oranlarının da makul seviyelerde olduğu görülmektedir. Genel olarak olumlu değerlendirdiğimiz AYGAZ hissesi Model Portföydeki yerini korumaktadır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç25	4Ç24	Fark	4Ç25	3Ç25	Fark
Net satışlar	22.069	26.376	-16%	22.069	22.158	0%
SMM	19.796	24.224	-18%	19.796	19.518	1%
Brüt satış kârı	2.273	2.152	6%	2.273	2.641	-14%
Faaliyet giderleri	1.850	1.787	4%	1.850	1.948	-5%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.167	1.009	16%	1.167	1.900	-39%
FAVÖK	783	705	11%	783	1.046	-25%
Finansal gelir/gider	360	288	25%	360	210	72%
Net parasal pozisyon kazancı	-210	-226	a.d.	-210	-150	a.d.
Ana ortaklık net kâr	2.128	941	126%	2.128	1.774	20%

Oranlar	4Ç25	4Ç24	Fark (Puan)	4Ç25	3Ç25	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	10,3%	8,2%	2,1	10,3%	11,9%	-1,6
EFK marjı	5,3%	3,8%	1,5	5,3%	8,6%	-3,3
FAVÖK marjı	3,5%	2,7%	0,9	3,5%	4,7%	-1,2
Ana ortaklık net kâr marjı	9,6%	3,6%	6,1	9,6%	8,0%	1,6

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.

Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. (ENKAI): Enka İnşaat, 2025 yılını hem operasyonel hem finansal açıdan güçlü bir tablo ile kapattı. Şirket 4Ç25'te 47,5mlr TL satış geliri, 9,9mlr TL FAVÖK ve 9,9mlr TL net kâr açıklamıştır. Yıllık bazda satış gelirlerindeki %50 büyüme inşaat ve enerji segmentlerinin öncülüğünde gerçekleşirken 2025 yılı genelinde satış geliri %56 artışla 156,5mlr TL'ye, net kâr ise %47 artışla 36,2mlr TL'ye ulaşmıştır. Şirketin fonksiyonel para biriminin USD olması nedeniyle enflasyon muhasebesi uygulaması finansallara sınırlı düzeyde etki etmektedir.

Segment bazlı dağılım incelendiğinde, mühendislik ve inşaat, satış gelirlerinin %68'ini ve FAVÖK'ün %57'sini oluşturarak şirketin en geniş iş kolu olma niteliğini korumaktadır. Bu alanda gelir büyümesi son 7 yıldır kesintisiz sürmekte olup 2025 yılında %19 artışla 2,69mlr USD'ye ulaşılmıştır. Mühendislik ve inşaat segmentinde backlog 4Ç24 sonu itibarıyla 5,8mlr USD seviyesinde seyredirken 2025 yılında yeni sözleşme edinimleri ile 8,8mlr USD yükseldi. Coğrafi dağılım açısından Irak ve İngiltere en yüksek paya sahip bölgeler olmayı sürdürmektedir.

Enerji segmenti tarafında, elektrik fiyatlarının baskısına rağmen 2025 yılında belirgin bir dönüşüm yaşanmıştır. Segment geliri yıllık %105 artışla 674,0mn USD seviyesine ulaşırken FAVÖK yıllık %420 büyüyerek 52,0mn dolara yükselmiş ve FAVÖK marjı %3,0'dan %7,7'ye çıkmıştır. 2023 ve 2024 yıllarında zayıflayan kârlılığın üretim hacmindeki artışla birlikte hızlı toparlandığı görülmektedir.

Diğer segmentlerde, gayrimenkul tarafında İngiltere'de 18.000 m² alana sahip Park House ofis binasının Ekim 2025'te portföye dahil edilmesi 4Ç25 itibarıyla segment finansallarına katkı sağlamaya başlamıştır. Segment 2025'te %19,4 gelir büyümesi kaydederken Rusya'daki 203.000 m² ofis ve 375.000 m² perakende kiralanabilir alan, istikrarlı gelir ve kârlılık üretimine katkısını sürdürmüştür; 2025'te iş kolundan kaynaklanan FAVÖK %16,01 artışla 239,0mn dolar seviyesine yükselmiştir. Ticaret segmenti ise 2024'teki zayıflığın ardından hem ciro hem kârlılık tarafında toparlanma sürecine girmiş 2025 yılında %10 büyüme kaydeden işkolunun FAVÖK marjı da %23,7'den %24,4'e yükselmiştir.

İleriye dönük beklentilerde, inşaat iş yükündeki artışın sürmesi temel beklenti olmakla birlikte Kırklareli DGKÇS'nin (Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali) devreye girmesiyle enerji segmentinde hem ciro hem kârlılık tarafında anlamlı bir katkı öngörülmektedir. Bunun yanı sıra Siemens iş birliğiyle yürütülen Tuzla Veri Merkezi Projesi kapsamında 11 MW BT yük kapasitesine sahip tesisin Mayıs 2027'de tamamlanması planlanmakta olup bu proje şirketin veri altyapısı yatırımlarına yönelik ilk somut adımını temsil etmektedir. Olası bir Rusya-Ukrayna barış sürecinin orta/uzun vadede hayata geçirilecek projeler açısından potansiyel taşıdığı düşünülmektedir.

Şirket'in hisse ve tahvil pozisyonlarından oluşan finansal yatırımları son altı çeyrekte artmakta olup yılın son çeyreği itibarıyla 166,61mlr TL seviyesindedir. Kârlılığı etkileyen en önemli unsurlardan olan yatırım pozisyonlanmaları son çeyrekte kârlılığa 5,06mlr TL katkı sağlamıştır. 2025 yıl sonu itibarıyla Şirket'in 213,27mlr TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Ancak, faaliyet gösterilen coğrafyalardaki jeopolitik gelişmeler, beklentinin altında sipariş hacmi, projelerde yaşanabilecek gecikmeler ve küresel faiz indirim döngüsünün sektöre uğraması genel olarak başlıca risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Genel değerlendirme olarak istikrarlı finansal görünümün korunması, inşaat iş yükündeki güçlü momentum ve enerji segmentindeki yapısal iyileşme dolayısıyla Enka İnşaat'ı Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç25	4Ç24	Fark	4Ç25	3Ç25	Fark
Net satışlar	47.541	31.696	50%	47.541	44.603	7%
SMM	36.649	22.983	59%	36.649	35.938	2%
Brüt satış karı	10.891	8.713	25%	10.891	8.665	26%
Faaliyet giderleri	2.506	1.750	43%	2.506	1.746	44%
Esas faaliyet kârı (EFK)	8.226	7.142	15%	8.226	7.268	13%
FAVÖK	9.954	8.209	21%	9.954	8.409	18%
Finansal gelir/gider	392	-331	a.d.	392	296	32%
Net parasal pozisyon kazancı	-562	-611	a.d.	-562	-482	a.d.
Ana ortaklık net kâr	9.906	7.330	35%	9.906	10.711	-8%

Oranlar	4Ç25	4Ç24	Fark (Puan)	4Ç25	3Ç25	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	22,9%	27,5%	-4,6	22,9%	19,4%	3,5
EFK marjı	17,3%	22,5%	-5,2	17,3%	16,3%	1,0
FAVÖK marjı	20,9%	25,9%	-5,0	20,9%	18,9%	2,1
Ana ortaklık net kâr marjı	20,8%	23,1%	-2,3	20,8%	24,0%	-3,2

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.

Türkiye İş Bankası A.Ş. (ISCTR): Banka'nın konsolide olmayan finansallarına göre 4Ç25'te net çeyreklik dönem net kârı yıllık %116, çeyreklik %65 artışla 23,44mlr TL'ye yükselerek piyasa beklentisini önemli ölçüde aştı. Benzerleri arasında hem çeyreklik hem de yıllık bazda en güçlü net kâr artışını sağladı. 2025 yılının tamamında 67,44mlr TL net kâr elde eden Banka, %48 ile kârını bir önceki yıla göre en fazla artıranlar arasında yer aldı.

Net çeyreklik net faiz geliri (NFG), çeyreklik %334 ve yıllık %51 artışla 38,72mlr TL'ye yükselirken yılın tamamında da %181 ile en güçlü artış kaydedilerek 96,92mlr TL oldu. NFG hem son çeyrekte hem de yıl genelinde benzerleri arasında en güçlü artışı gösterdi. Banka'nın swap maliyetlerine göre düzeltilmiş (konsolide) net faiz marjı (NFM) net çeyrekte %3,7 seviyesinde gerçekleşirken 2024 sonuna göre (-%0,59) 285bp artışla 2025'te %2,26'ya yükseldi. Banka, 2026 yılı için yaklaşık %5 seviyesinde NFM hedeflemektedir.

Net ücret ve komisyon (ÜveK) geliri, yıllık %47 ve çeyreklik %7 artışla 38,58mlr TL'ye yükselerek benzerleri arasında en güçlü çeyreklik artışı kaydetti. Net ÜveK geliri, 2025 yılının tamamında bir önceki yıla göre %47 artışla 134,35mlr TL oldu. Faaliyet giderleri 2025'te yıllık %28,1 artan Banka'nın (bir defaya mahsus kalemler için düzeltilmiş ve iştirak gelirlerini içeren) faaliyet gelir/gider oranı, bir önceki yıl %65,3 iken 2025'te %55'e geriledi. Net ÜveK gelirlerinin faaliyet giderlerine oranı Aralık 2025 itibarıyla %89,6 oldu. Banka, 2026 yılı için net ÜveK gelirinde %40, faaliyet giderlerinde ise %40 artış hedeflemektedir.

Banka'nın toplam kredileri, son çeyrek itibarıyla bir önceki çeyrek sonuna göre yaklaşık %9 ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %44 artışla 2,38trln TL'ye ulaştı. TL cinsi krediler %46, YP cinsi krediler %40 arttı. Yıl sonu itibarıyla kredilerin 1,55trln TL (%65) kısmı Türk lirası, 830,25mlr TL (%35) kısmı ise yabancı para kredilerden oluşmaktadır. TL cinsi kredilerin payı 2024 sonuna göre yaklaşık 2 puan, üçüncü çeyrek sonuna göre ise yaklaşık 1 puan arttı. Toplam aktifler çeyreklik %10 ve yıllık %39 artışla 4,62trln TL seviyesine yükseldi. Banka, 2026 yılında orta %30'larda kredi büyümesi hedeflemektedir.

Toplam mevduat çeyreklik %9, yıllık %46 artışla 3,10trln TL'ye yükseldi. Mevduatın 1,74trln TL (%56) kısmı Türk lirası cinsi, 1,36trln TL (%44) kısmı yabancı para kredilerden oluşmaktadır. 2024 sonuna göre TL cinsi mevduatların payı yaklaşık 1 puan azaldı. Kredi/mevduat oranı %74,4'ten %76,3'e yükseldi.

Banka'nın (Konsolide) maddi aktif kârlılığı 2025'te %1,6'dan %1,7'ye, maddi özkaynak kârlılığı %18,8'den %22,1'e yükseldi.

2025 yılında, özellikle son çeyrekte net kârı beklentileri aşan, net faiz geliri ile ücret ve komisyon gelirlerinde güçlü büyüme kaydeden, çeşitlendirilmiş kredi portföyü ve yüksek aktif kalitesiyle öne çıkan ve özel bankalar arasında en yüksek kredi ve mevduat tabanına sahip olan Banka'nın, kısa/orta vadede öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Finansallar Solo (mn TL)	4Ç25	4Ç24	Fark	4Ç25	3Ç25	Fark
Aktifler	4.624.940	3.323.776	39%	4.624.940	4.220.641	10%
Krediler	2.381.139	1.656.913	44%	2.381.139	2.178.391	9%
Mevduat	3.098.900	2.127.117	46%	3.098.900	2.850.511	9%
Net faiz geliri	38.725	8.813	339%	38.725	25.602	51%
Net ücret ve komisyon geliri	38.582	26.196	47%	38.582	36.024	7%
Net kâr/zarar	23.438	10.833	116%	23.438	14.213	65%
Özsermaye	427.635	318.338	34%	427.635	380.645	12%

Koç Holding A.Ş. (KCHOL): Koç Holding, 2025 yılını zorlu makroekonomik ortama rağmen güçlü finansallarla kapattı. Holding, 4Ç25'te piyasa beklentisinin üzerinde 7,0mlr TL konsolide net kâr açıkladı. Bir önceki yılın aynı döneminde 8,0mlr TL net zarar kaydedilmişti. Yıl genelinde ise konsolide net kâr 1,7mlr TL'den 22,0mlr TL'ye yükseldi. Tüpraş kaynaklı enerji segmentinin yüksek katkısı, otomotiv segmentinin devam eden operasyonel gücü, enflasyon muhasebesi baskısının azalması güçlü finansalların ana nedenleri olarak ortaya çıkmaktadır.

Holding'in finans dışı satış gelirleri 2025 yılının tamamında %13 azalışla 1,84trln TL seviyesine gerilerken finans sektörü gelirleri 918,7mlr TL ile yatay bir seyir izledi. Gelirdeki bu daralma Avrupa'daki zayıf talep ortamının hem otomotiv hem dayanıklı tüketim segmentleri üzerindeki baskısından kaynaklanmaktadır. Buna karşın dövizde endeksli gelir ağırlığı Holding'in savunmacı görünümünü korudu. Tüpraş dahil edildiğinde gelirlerin yaklaşık %46'sı döviz bazlı olup Koç Holding yalnız başına Türkiye'nin toplam ihracatının yaklaşık %8'sini gerçekleştirmektedir.

2025 kârına en yüksek katkı enerji sektöründen geldi. Tüpraş'ın güçlü operasyonel performansı ve rafineri marjlarındaki toparlanma sayesinde enerji segmentinin konsolide net kâr katkısı yıllık %46 artışla 13,4mlr TL'ye yükseldi. Tüpraş 2025 yılında %94 kapasite kullanım oranıyla faaliyet gösterdi ve 29,4 milyon ton toplam satış hacmine ulaştı. Benzin talebinin %16, jet yakıtı talebinin %15 artması güçlü iç talebi teyit ederken net rafineri marjı beklentilerin üzerinde gerçekleşti.

Net kâr en yüksek katkıyı sağlayan ikinci iş kolu otomotiv, yıllık %5 azalışla 17,7mlr TL net kâr üretti. Yoğun fiyat rekabeti ve değişen ürün karması baskı unsuru olmakla birlikte Ford Otosan tarafında güçlü ihracat performansı, Tofaş'ın Stellantis markalarının Türkiye satışlarını üstlenmesi gibi ortaklıklar sayesinde güçlü pazar konumu pekiştirmesi ve elektrikli araç talebinin nötr seyri segmentin direncini korumasında etkili oldu. Ford Otosan Türkiye'deki toplam araç üretiminin %32'sini ve ticari araç üretiminin %83'ünü gerçekleştirirken ihracat pazar payı yaklaşık 6 puan artarak %43'e yükseldi.

Dayanıklı tüketim tarafında Avrupa'daki zayıf talep, fiyat baskısı ve operasyonel marj daralması nedeniyle segment 4,4mlr TL net zarar açıkladı. Arçelik'in Türkiye gelirleri %6,6 azalırken uluslararası gelirler de benzer bir gerileme kaydetti.

Finans segmentinde ise Yapı Kredi konsolide net kâr 0,6mlrTL negatif etki etti. Net faiz marjı 151bp artışla %2,24'e ulaşırken kredi büyümesi %45, mevduat büyümesi %44 olarak gerçekleşti. Banka'nın TL mevduatta %17,2 pazar payıyla lider konumu sürmektedir.

Holding, 2025 yılında bağlı ortaklıklardan toplam 33,4mlr TL nakit temettü alırken aynı dönemde 17,5mlr TL nakit temettü dağıttı. Ekim ortasında duyurulan 5 yıl vadeli 600mn USD'lik kredi imkânı ise likidite tamponunu güçlendirmeye yönelik stratejik bir adım olarak gerçekleştirilmiştir.

Risk başlıkları tarafında, jeopolitik gelişmelerin devam etme olasılığı, Avrupa'daki talebin beklentilerin altında kalması, ham petrol fiyatlarındaki oynaklık, faiz indirim döngüsünün yavaşlaması ve iştiraklerde yaşanabilecek operasyonel aksaklıklar Holding üzerinde başlıca risk unsurları arasında yer almaktadır. Enerji segmentindeki yapısal güç, otomotiv segmentinin dirençli görünümü, güçlü temettü akışı değerlendirildiğinde Koç Holding'i Model Portföyümüze ekliyoruz.

- 6 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç25	4Ç24	Fark	4Ç25	3Ç25	Fark
Net satışlar	717.541	724.191	-1%	717.541	718.861	0%
SMM	402.609	433.939	-7%	402.609	405.002	-1%
Brüt satış karı	124.415	94.353	32%	124.415	118.543	5%
Faaliyet giderleri	89.981	81.582	10%	89.981	79.205	14%
Esas faaliyet kârı (EFK)	32.964	-1.060	a.d.	32.964	32.224	2%
FAVÖK	52.501	37.272	41%	52.501	58.900	-11%
Finansal gelir/gider	-4.670	-9.083	a.d.	-4.670	-7.715	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	4.641	-1.075	a.d.	4.641	634	632%
Ana ortaklık net kâr	7.024	-7.996	a.d.	7.024	7.983	-12%

Oranlar	4Ç25	4Ç24	Fark (Puan)	4Ç25	3Ç25	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	17,3%	13,0%	4,3	17,3%	16,5%	0,8
EFK marjı	4,6%	-0,1%	a.d.	4,6%	4,5%	0,1
FAVÖK marjı	7,3%	5,1%	2,2	7,3%	8,2%	-0,9
Ana ortaklık net kâr marjı	1,0%	-1,1%	a.d.	1,0%	1,1%	-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.

Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. (TCELL): Turkcell, 2025 yılının son çeyreğinde yıllık %63 artışla 3,60mlr TL net kâr açıkladı. 2025 yılı net kârı ise bir önceki yıla göre %43 azalarak 17,60mlr TL'ye geriledi. Net kârdaki azalış operasyonel taraftan değil, 2025 yılı yasal finansallarında enflasyon muhasebesi uygulanmayacak olması nedeniyle vergi giderlerinde yaklaşık 7mlr TL, finansman giderlerinde yaklaşık 16mlr TL artışa ek olarak Ukrayna operasyonlarının satışı nedeniyle elde edilen tek seferlik kazancın 2024 yılında meydana getirdiği yüksek baz etkisinden kaynaklanmıştır.

Gelir performansı incelendiğinde, çeşitlendirilmiş iş modeli ve güçlü fiyatlandırma disiplininin büyümeyi desteklediği anlaşılmaktadır. Grup gelirleri, 2025 yılında şirketin çeşitlendirilmiş gelir yapısının katkısıyla %10,7 oranında artış kaydetmiştir. Bu büyümeye en büyük katkısı sağlayan, toplam gelirler içinde %91'in üzerinde paya sahip olan Turkcell Türkiye olmuştur. Gelir artışı, segment bazlı fiyat düzenlemeleri ve aboneleri üst paketlere taşıma aksiyonları sayesinde kaydedilen güçlü ARPU büyümesi ve yüksek faturalı net abone kazanımından kaynaklanmıştır. Rekabetin neden olduğu kısıtlara rağmen ARPU güçlü artmıştır; 2025 yılında %10,6 mobil ARPU ve %15,4 bireysel fiber ARPU, 4Ç25'te ise %5,4 mobil ARPU ve %10,3 bireysel fiber ARPU büyümesi gerçekleşmiştir.

Abone dinamikleri tarafında özellikle faturalı segmentteki güçlü kazanımların gelir kalitesi açısından olumlu bir görünüm sunmuştur. Turkcell Grup abone sayısı 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla 46,2 milyondur. Şirket 2025 yılında 2,4 milyon ile son 26 yılın en yüksek faturalı mobil abone kazanımını gerçekleştirmiş ve faturalı abone oranı %81'e ulaşmıştır. Aynı dönemde 119 bin Turkcell Fiber ve al-sat operasyonları dahil toplam 190 bin net fiber abone kazanımı gerçekleşmiştir. 2025 yılında eklenen 405 bin yeni hane ile toplam 6,3 milyon fiber hane erişimine ulaşılmıştır.

Yeni nesil iş kolları incelendiğinde, techfin segmentinin büyümeye katkısının giderek arttığı görülmektedir. Gelirlerini 2025'te %21 artırarak Grubun üzerinde büyümüştür. Bu büyümenin ana itici gücü olan Paycell, POS ve mobil ödeme çözümleri liderliğinde gelirlerini önceki yıla göre %41 artırmıştır. Financell ise, sıkı regülasyon koşullarına rağmen yılı sınırlı bir reel gelir artışıyla tamamlarken kredi portföyünü sağlıklı ve kontrollü bir şekilde büyütme devam etmiştir.

Maliyetlerin (İtfa ve tükenme payları ile amortisman hariç) ciroya oranı, 2025 yılında yaklaşık %47'den %45'e gerilemiştir. Bu düşüşte, mobil ödeme giderlerinin ve radyo giderlerinin gelire oranındaki artışa rağmen personel giderinin, enerji giderlerinin, ara bağlantı giderlerinin, fonlama maliyetlerinin ve diğer giderlerin gelire oranındaki azalma etkili olmuştur. Genel yönetim giderlerinin gelire oranı, %4,2'den hafifçe azalarak %4,1'e gerilerken satış ve pazarlama giderlerinin gelire oranı 5G'ye ilişkin pazarlama giderlerinin de etkisiyle %6,6'dan %7'ye yükselmiştir.

Net çeyreklik kâr marjları tarafında yıllık bazda belirgin iyileşme dikkat çekmektedir; net kâr marjı 2,1 puan artışla %6'ya, esas faaliyet kâr marjı 9,92 puan artışla %24,9'a, FAVÖK marjı 1,64 puan artışla %43,3'e ve brüt kâr marjı 3,08 puan artışla %29,9'a yükselmiştir. Bir önceki çeyreğe göre ise daha sınırlı bir düşüş olmuştur.

Genel olarak, bazı finansal kalem kaynaklı baskıların net kârı sınırlamasına rağmen operasyonel gücün korunduğu görülmektedir. Şirketin 2025 yılı yasal finansallarında enflasyon muhasebesi uygulanmayacak olması nedeniyle vergi giderlerinde ve büyük ölçüde kur farkı giderlerinden kaynaklanan finansman giderlerinde yüksek artışa karşın güçlü operasyonel performans sayesinde net kârılığını koruyan Turkcell'in pazar çarpanlarına göre cazip fiyatlandığını düşünerek Model Portföy'ümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2025/12	2024/12	Fark
Net satışlar	241.471	218.160	11%
SMM	173.124	164.326	5%
Brüt satış karı	68.346	53.834	27%
Faaliyet giderleri	26.829	23.389	15%
Esas faaliyet kârı (EFK)	73.436	46.367	0%
FAVÖK	104.867	92.523	13%
Finansal gelir/gider	-49.182	-32.750	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	1.598	7.658	0%
Ana ortaklık net kâr	17.604	30.790	-43%

Oranlar	2025/12	2024/12	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	28,3%	24,7%	3,6
EFK marjı	30,4%	21,3%	9,1
FAVÖK marjı	43,4%	42,4%	1,0
Ana ortaklık net kâr marjı	7,3%	14,1%	-6,8

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.

Türk Hava Yolları A.O. (THYAO): Şirket'in ana ortaklık net kârı bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %52 artarken bir önceki çeyreğe göre %34 azalarak 37,14milyar TL ile beklentileri aştı. Şirket'in hâsılatı bir önceki yılın aynı dönemine göre %37 artarken bir önceki çeyreğe göre %6 düşüşle 264,65milyar TL'ye yükselerek beklentisinin hafif üstünde açıklandı. 2025'in tamamında net kârı %4 artışla 118,21milyar TL olurken hâsılatı %28 artışla 955,47milyar TL seviyesine yükselmiştir.

Gelir kompozisyonuna bakıldığında, hacim artışının belirleyici olduğu görülmektedir. Yolcu gelirleri yılın son çeyreğinde güçlü hacim artışı sayesinde USD bazında yıllık %12,7 artarken kargo gelirleri de hacim artışının etkisiyle %3,4 arttı, toplam gelir %11,9 artış kaydetti. 2025 yılının tamamında yolcu gelirleri bir önceki yıla göre %7,4 artarken kargo gelirleri %3 azaldı. Toplam gelir %6,3 artış kaydetti. TL bazında ise 2025 yılında yolcu gelirleri yaklaşık %29, kargo gelirleri %17 arttı. Yolcu gelirinin ücretli yolcu kilometreye oranlanması ile bulunan yolcu birim geliri (RASK) bir önceki çeyreğe göre %7,1 düşerek 8,59USD seviyesine geriledi. 2025'te bir önceki yıla göre taşınan yolcu sayısı %14 artışla 23,4 milyona, doluluk oranı 4,1puan artışla %83,6 seviyesine yükseldi.

Maliyet tarafı son çeyrekte ve 2025 genelinde operasyonlar üzerinde bir miktar baskı oluşturmuştur. Maliyetler 4Ç25'te bir önceki çeyreğe göre %3, bir önceki yılın aynı dönemine göre ise %40 artış gösterdi. İlgili dönemde brüt kârı çeyreklik %41 düşerken yıllık bazda %21 arttı. Maliyetlerdeki artışın sınırlı olmasına karşın hâsılatdaki çeyreklik düşüş nedeniyle brüt kâr çeyreklik bazda geriledi; yıllık bazda ise %21 arttı. En büyük maliyet kalemi olan akaryakıt fiyatı 4Ç24'te 803USD/Ton iken 4Ç25'te %7,7 artışla 865USD/tona yükseldi. 2025 yılının tamamında ise %7,1 azalarak 820USD/Ton oldu. Toplam giderler içerisinde akaryakıt giderinin payı %29,7'den %26,9'a gerilerken %18 artan personel giderlerinin payı %22,7'den %24,6'e yükseldi.

Faaliyet giderlerinde çeyreklik bazda sınırlı gerileme oldu, yıllık bazda da sınırlı arttı. Net çeyreklik faaliyet kârı üçüncü çeyreğe göre belirgin azalırken 2024'ün son çeyreğine göre güçlü artmıştır. Esas faaliyet kârı (EFK) çeyreklik %48 azalırken yıllık %50 artarak 22,52milyar TL oldu. Ancak piyasa beklentisinin altında kalan FAVÖK 39,44milyar TL oldu. 2025 yılının tamamında ise faaliyet kârının bir miktar arttığı, FAVÖK'ün %16 artışla 158,22milyar TL'ye yükseldiği görülmektedir.

Marjlar tarafında dengeli ancak baskı hissedilen bir görünüm bulunmaktadır. Net çeyreklik kâr marjları çeyrek bazında daralmasına rağmen bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yatay seyretti. İlgili dönemde net kâr marjı %14, EFK marjı %8,5, FAVÖK marjı %14,9 (Nominal EBITDAR %4,5) ve brüt kâr marjı %13,9 oldu. Yıl genelinde de sınırlı düşüşler olmuştur. 2025'te net kâr marjı %12,4, EFK marjı %9,4 ve FAVÖK marjı %16,6 oldu.

Operasyonel tarafta büyüme ve ağ genişlemesi devam etmektedir. Dünyanın en fazla ülkesine uçan Şirket, 2025 yılının son çeyreğinde bünyesine bir adet A321-Neo, altı adet A320-Neo, üç adet A350-900, altı adet B737-8 Max ve bir adet B787-17 uçak katmıştır. Türk Hava Yolları ana markası ile Kuzey Makedonya'nın Ohri şehrine, Sudan'ın Port Sudan şehrine, İspanya'nın Sevilla şehrine ve Kamboçya'nın başkenti Phnom Penh'e; AJet markası ile Cezayir'in başkenti Cezayir'e, Suriye'nin başkenti Şam'a, Azerbaycan'ın Gence ve Nahçıvan şehirlerine tarifeli seferlerine başlamıştır. İlerleyen dönemlerde 15 yeni uçuş noktası planlanmaktadır. Şirket, uçuş ağını ve operasyonlarını genişletmektedir.

Jeopolitik gelişmeler sektör üzerinde çift yönlü etkiler yaratmaya devam etmektedir. Orta Doğu'da süregelen kargaşa, sektör genelinde olduğu gibi Türk Hava Yolları açısından da çift yönlü etkiler yaratmaktadır. Bölgedeki bazı hava yolu şirketlerinin kapasite azaltması veya belirli hatlardan çekilmesi, İstanbul'un güçlü aktarma merkezi konumu sayesinde transit yolcu talebini destekleyerek gelirler üzerinde olumlu katkı sağlayabilmektedir. Buna karşın, hava sahası kapanmaları, rota uzamaları ve sefer iptalleri operasyonel verimliliği olumsuz etkilerken artan yakıt tüketimi ve maliyet baskısı kârlılık üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Ayrıca, bölgeye yönelik talepte oluşabilecek dalgalanmalar doluluk oranları ve fiyatlama dinamikleri üzerinde belirsizlik yaratmaya devam edebilir. Öte yandan, Şirket'in 2026 yılı yakıt ihtiyacının %36'sını varil başına 65USD seviyesinden hedge etmiş olması, artan yakıt maliyetlerine karşı kısmi bir koruma sağlayarak söz konusu maliyet baskısını sınırlayıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, Şirket'in geniş uçuş ağı ve operasyonel esnekliği riskleri yönetmede avantaj sağlarken, jeopolitik gelişmelerin seyri finansal performans açısından belirleyici olmaya devam edecektir.

Operasyonel performansını büyük ölçüde koruyan ve jeopolitik risklerin yönetilmesi halinde potansiyel taşıdığını düşündüğümüz THYAO hissesinin benzerlerine göre cazip fiyatlandığını değerlendirmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç25	4Ç24	Fark	4Ç25	3Ç25	Fark
Net satışlar	264.647	193.502	37%	264.647	282.789	-6%
SMM	227.774	162.919	40%	227.774	220.248	3%
Brüt satış kârı	36.873	30.583	21%	36.873	62.541	-41%
Faaliyet giderleri	24.350	22.789	7%	24.350	24.814	-2%
Esas faaliyet kârı (EFK)	22.522	15.038	50%	22.522	43.078	-48%
FAVÖK	39.443	27.603	43%	39.443	62.536	-37%
Finansal gelir/gider	944	3.141	-70%	944	3.924	-76%
Net parasal pozisyon kazancı	-137	78	a.d.	-137	116	a.d.
Ana ortaklık net kâr	37.144	24.512	52%	37.144	56.051	-34%

Oranlar	4Ç25	4Ç24	Fark (Puan)	4Ç25	3Ç25	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	13,9%	15,8%	-1,9	13,9%	22,1%	-8,2
EFK marjı	8,5%	7,8%	0,7	8,5%	15,2%	-6,7
FAVÖK marjı	14,9%	14,3%	0,6	14,9%	22,1%	-7,2
Ana ortaklık net kâr marjı	14,0%	12,7%	1,4	14,0%	19,8%	-5,8

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.

Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş. (TNZTP): İzmir'de üç hastane ve bir tıp merkezi ile faaliyet gösteren Şirket, 2025 yılının dördüncü çeyreğinde 256,8mn TL net kâr elde etti. Söz konusu rakam bir önceki çeyreğe kıyasla üç katın üzerinde bir artışa işaret ederken yıllık bazda %25 civarında geriledi. 2025 yılı genelinde ise net kâr %58 azalışla 695mn TL olarak gerçekleşti. Söz konusu gerileme operasyonel olmayıp Balçova tesisinin 2024 yılında kâra güçlü katkı sağlayan değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır.

Büyüme ivmesi açısından değerlendirildiğinde hâsılâtın yıllık %19 artışla 878,0mn TL'ye ulaştığı ve yıl genelinde 3,43milyar TL düzeyinde gerçekleşerek geçtiğimiz yıla kıyasla %20 arttığı görülmektedir. Hâsılâtın yarısından fazlasını Tınaztepe Galen Hastanesi oluştururken Buca Hastanesi, Buca Tıp Merkezi ve Torbalı birimi geri kalan payı paylaşmaktadır. Tahsilat yapısı incelendiğinde gelirlerin yarısının özel peşin kanaldan geldiği, SGK ve anlaşmalı kurumların ise yaklaşık eşit ağırlıklarla tamamlayıcı nitelik taşıdığı dikkat çekmektedir. Şirket, Birleşik Krallık'ta açtığı ofis aracılığıyla sağlık turizmi gelirlerindeki payını büyütme hedeflemektedir.

Operasyonel performans güçlü seyrini korumaktadır. Maliyet artışının hâsılâtın altında kalması brüt kâr marjını olumlu etkilemiş olup brüt kâr bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %26, bir önceki yılın tamamına göre %35 artmıştır. Net faaliyet kârı (NFK) yıllık %36 artışla 273,0mn TL olurken 2025 yılının tamamında %65 yükselişle 1,16milyar TL'ye ulaştı. Esas faaliyet kârında (EFK) ise aynı dönemlerde sırasıyla %90 ve %87'lik artışlar kaydedildi. FAVÖK yıl genelinde %42 büyüyerek 1,35milyar TL düzeyine çıktı. Kârlılık açısından Şirket, yılın tamamında %20 net kâr, %28,4 EFK, %40 FAVÖK ve %41 brüt kâr marjları ile faaliyet göstermiştir.

Uzun vadeli büyüme stratejisi kapsamında, Balçova'daki taşınmazın 2028'e kadar entegre bir sağlık kompleksine dönüştürülmesi, 2028-2030 döneminde yaşlı bakım ve sağlık turizmi tesislerinin devreye alınması ve Balkanlar'da hastane yatırımlarına yönelik sürdürülen çalışmalar devam etmektedir. Mevcut kapasiteyi destekleyen güneş enerjisi santralının genişletilmesi planları ise maliyet yönetimi açısından avantaj sağlama potansiyeli taşımaktadır.

Yılın son çeyreğinde güçlü finansal performansını sürdüren, benzerleri arasında cazip fiyatlandığını düşündüğümüz Şirket'i Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç25	4Ç24	Fark	4Ç25	3Ç25	Fark
Net satışlar	878	739	19%	878	882	-1%
SMM	538	470	14%	538	502	7%
Brüt satış karı	340	269	26%	340	381	-11%
Faaliyet giderleri	66	68	-3%	66	61	9%
Esas faaliyet kârı (EFK)	280	148	90%	280	305	-8%
FAVÖK	327	260	25%	327	372	-12%
Finansal gelir/gider	-187	-36	a.d.	-187	25	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-199	111	a.d.	-199	-100	a.d.
Ana ortaklık net kâr	257	341	-25%	257	80	220%

Oranlar	4Ç25	4Ç24	Fark (Puan)	4Ç25	3Ç25	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	38,7%	36,4%	2,3	38,7%	43,1%	-4,4
EFK marjı	31,9%	20,0%	11,9	31,9%	34,5%	-2,7
FAVÖK marjı	37,2%	35,2%	2,0	37,2%	42,2%	-5,0
Ana ortaklık net kâr marjı	29,2%	46,1%	-16,8	29,2%	9,1%	20,2

Türk Telekomünikasyon A.Ş. (TTKOM): Türk Telekom 2025 yılının son çeyreğinde 718,8mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Bir önceki yılın aynı çeyreğinde 2,1mlr TL net zarar, bir önceki çeyrek ise 10,7mlr TL net kâr açıklamıştı. 2025 yılı net kâr bir önceki yıla göre %108 artışla 23,00mlr TL'ye yükseldi.

Net satışlar piyasa beklentisi 62,5mlr TL'nin üzerinde, geçen yılın aynı çeyreğine kıyasla %16, 3Ç25 dönemine göre ise %12 artarak 69,32mlr TL'ye yükseldi. 2025 yılı ciro su ise bir önceki yıla göre %15 artarak 242,23mlr TL'ye ulaştı. Segmentler bazında sabit genişbant yaklaşık %19, mobil %5, TV %18 ve kurumsal data %27 büyürken sabit ses, uluslararası ve diğer gelirler sırasıyla %1, %27 ve %4 oranlarında daraldı. 2025'te büyümenin geniş tabana yayıldığı ve gelir kompozisyonunun korunduğu anlaşılmaktadır.

Abone gelişmeleri tarafında, Türk Telekom'un, toplam abone sayısı 4Ç25'te çeyreklik bazda 392 bin artışla 56,6 milyona ulaşmış, Sabit ses segmentindeki 224 bin abone kaybı hariç tutulduğunda çeyreklik net abone kazanımı 617 bin seviyesinde olmuştur. Mobil abone sayısı 4Ç25'te 682 bin net kazanım ile 31,5 milyona yükselmiştir. Faturalı segment 1,3mn net abone kazanımıyla güçlü performansını korumuş, M2M abone kazanımları 964 bin seviyesinde gerçekleşmiştir. 2025 yılında toplam faturalı net abone kazanımı 4,7 milyonu aşarak yeni bir rekora ulaşmıştır. Sonuç olarak, faturalı abonelerin toplam portföy içindeki payı geçen yılın aynı dönemdeki %75 seviyesinden %80,1'e yükselerek en yüksek seviyesine çıkmıştır. Abone dinamiklerine bakıldığında, özellikle yüksek katma değerli faturalı segmentteki güçlü büyümenin gelir kalitesi açısından olumlu olduğu değerlendirilmektedir.

Birim gelirleri tarafında, geçen yılın yüksek bazına rağmen 4Ç25'te ARPU yıllık %17,9 artışla güçlü seyrini sürdürmüş ve 2025 yılı büyümesini %16,5'e taşımıştır. Başarılı fiyatlama, güçlü yeniden taahhütleme ve üst paket satış performansı ARPU büyüme ivmesini desteklemiştir. Mobil ARPU ise, geçen yılın dördüncü çeyreğindeki güçlü %19,8'lik yüksek baz ve M2M abone kazanımlarının ARPU üzerindeki seyreltici etkisi nedeniyle 4Ç25'te yıllık bazda %8,5 düşmüştür. M2M hariç tutulduğunda mobil ve faturalı ARPU'lar yıllık bazda yatay kalmıştır. Yılın tamamında ise mobil ARPU geçen senenin %17,1'lik yüksek bazı üzerine %4,2 yıllık büyüme kaydetmiştir. M2M hariç tutulduğunda mobil ve faturalı ARPU sırasıyla yıllık bazda %9,4 ve %11,7 büyümüştür.

Maliyet ve brüt kârlılık tarafında, net çeyreklik dönemde maliyetler bir önceki yıla göre %7, bir önceki çeyreğe göre %22 artarak 41,8mlr TL'ye yükselmiştir. Maliyetlerdeki artış yıllık bazda net satışlardaki artışın oransal olarak gerisinde kalırken çeyreklik bazda üzerinde gerçekleşmiş, bu durum operasyonel marjlarda yıllık artışlara, çeyreklik olarak ise azalışlara neden olmuştur. 2025 yılı genelinde maliyetler %5 artışla 141mlr TL'ye yükselmiş, bu yükseliş oransal olarak cirodaki artışın altında kalmış ve operasyonel marjlar olumlu etkilenmiştir. Faaliyet giderleri ciroya oranla yıllık bazda daha az artarken çeyreklik bazda daha fazla artmıştır. 2025 yılı genelinde ise faaliyet giderleri ciroya oranla daha az artmış ve kâr marjları on yıllık ortalamaların üzerinde gerçekleşmiştir. Brüt kâr yıllık %34,6 artış ile 27,5mlr TL'ye yükselirken bir önceki çeyreğe göre %1,2 azalmıştır. 2025 yılında Türk Telekom 101,2mlr TL brüt kâr üretmiştir. Brüt kâr marjı bir önceki yılın aynı çeyreğine göre 5,44 puan artış, bir önceki çeyreğe göre ise 5,12 puan azalışla %39,7 olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında ise brüt kâr marjı 5,01 puan artarak %41,8'e yükselmiştir.

Operasyonel kârlılık incelendiğinde, son çeyrekte güçlü yıllık büyümeye rağmen çeyreklik bazda normalleşme eğilimi görülmektedir. 2025 genelinde ise belirgin iyileşme dikkat çekmektedir. 4Ç25'te net faaliyet kârı (NFK) yıllık %76 artarken faaliyet giderlerindeki %22'lik artışın etkisiyle çeyreklik bazda %17 gerilemiştir. 2025 yılında ise NFK %73 artışla 51,90mlr TL'ye ulaşmıştır. NFK marjı bir önceki çeyreğe göre 6,84 puan gerileme, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre ise 6,64 puan artışla %19,6 olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyet kârı (EFK) ise net çeyrekte yıllık %13 artışla 12,64mlr TL'ye yükselirken çeyreklik %20 gerilemiştir. EFK marjı net çeyrekte bir önceki yılın aynı çeyreğine göre esas faaliyetlerden diğer giderlerdeki artış nedeniyle 0,5 puan, bir önceki yıla göre ise maliyet ve faaliyet giderlerinde ciroya göre yüksek artışlar nedeniyle 7,2 puan azalışla %18,2'ye gerilemiştir. Türk Telekom son çeyrekte piyasa konsensüs beklentisinin %7 üzerinde 26,50mlr TL FAVÖK üretmiştir.

Operasyonel tarafta olumlu bir çeyrek geçirmiş olan Türk Telekom'un finansman net giderlerinde yıllık bazda yaklaşık %40, çeyreklik bazda yaklaşık %20 azalışlar net kâr üzerindeki baskıyı azaltmıştır. Borçluluk göstergelerinde belirgin iyileşme, bilanço kalitesi açısından olumlu bir görünüm sunmaktadır. Şirket'in net borç pozisyonu yaklaşık 10mlr TL azalmış, kısa vadeli borçlarının toplam borçları içerisindeki payı 2024 sonuna %52 iken 2025 sonu itibarıyla %35'e gerilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda net borç/FAVÖK (net çeyrek) rasyosu 3,5'ten 2,2'ye gerilemiştir. Şirketin hazır değerleri bu dönemde yaklaşık 56mlr TL artış göstermiş, nakit oran 0,28'den 0,88'e yükselmiştir. Grup likit fon tutarlarını, nakde kolayca çevrilebilmesi ve değer düşüklüğü riski taşımayan yüksek likiditeye sahip varlıklar olması nedeniyle nakit ve nakit benzerleri altında tutmaktadır. Hazır değerlerdeki artış bu sebepledir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, güçlü operasyonel performans ve iyileşen bilanço yapısının hisse görünümünü desteklediğini düşünmekteyiz. Şirketin olumlu çeyreklik ve yıllık operasyonel performansı, azalmaya devam eden borç baskısı, yüksek kalmaya devam eden kârlılık oranlarını göz önünde bulundurarak Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	4Ç25	4Ç24	Fark	4Ç25	3Ç25	Fark
Net satışlar	69.317	59.657	16%	69.317	62.114	12%
SMM	41.816	39.232	7%	41.816	34.288	22%
Brüt satış karı	27.501	20.425	35%	27.501	27.827	-1%
Faaliyet giderleri	13.942	12.714	10%	13.942	11.426	22%
Esas faaliyet kârı (EFK)	12.637	11.173	13%	12.637	15.797	-20%
FAVÖK	26.498	19.536	36%	26.498	27.801	-5%
Finansal gelir/gider	-4.379	-7.282	a.d.	-4.379	-5.370	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	2.491	4.740	-47%	2.491	4.099	-39%
Ana ortaklık net kâr	719	-2.075	a.d.	719	10.689	-93%

Oranlar	4Ç25	4Ç24	Fark (Puan)	4Ç25	3Ç25	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	39,7%	34,2%	5,4	39,7%	44,8%	-5,1
EFK marjı	18,2%	18,7%	-0,5	18,2%	25,4%	-7,2
FAVÖK marjı	38,2%	32,7%	5,5	38,2%	44,8%	-6,5
Ana ortaklık net kâr marjı	1,0%	-3,5%	a.d.	1,0%	17,2%	-16,2

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.

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**

ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr

Kaan İnan

Araştırma Uzman Yardımcısı
kaan.inan@piramitmenkul.com.tr

