

**Sabancı Holding / SAHOL – 3Ç25 BİLANÇO ANALİZ**
**Zarardan Kara Geçiş, Net Karda Parasal Kayıp Golü!**

Sabancı Holding (SAHOL) 2025 yılı 3.çeyrek döneminde 678,8 milyon TL net kar açıkladı. Net kar bir önceki çeyreğe göre %64 azalış gösterdi. Geçen yılın aynı döneminde 3.754 milyon TL net zarar açıklamıştı. Net kar marjı yıllık bazda 1.6 puan artış göstererek %0.2 seviyesinde gerçekleşti. 3Ç25 döneminde geçen yıla göre ticari faaliyet brüt karı paralel seyretti. Finans sektörü brüt karında yaşanan artış ise brüt karlılığı destekledi. Operasyonel giderlerinde kontrol altında tutulmasıyla birlikte faaliyet karında %65 oranında artış yaşandı. Faaliyet dışı kalemlerde ise net parasal kayıp baskı yaratırken, artan net yatırım faaliyet geliri ve özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların kar paylarında yaşanan artış, şirketin vergi öncesi 5.107 milyon TL kar yazmasında etkili oldu. VÖK sonrası ise ödenen 4.776 milyon TL vergi gideri, net dönem karının sınırlı kalmasına neden oldu.

**Olumlu Gelişmeler**

- **VÖK olumlu:** Şirketin vergi öncesi karı 3Ç25 döneminde 5.107 milyon TL oldu (3Ç24: 4.880 milyon TL zarar).
- **Akbank müşteri kazanımını sürdürüyor:** İlgili dönemde 100 bin yeni müşteri kazanımı ile aktif müşteri tabanı 14,8 milyona ulaştı.
- **Enerji grubu gelirlerinde artış:** Enerji Grubu'nun faaliyet karı geçen yılın aynı dönemine göre %11 artarak 7,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (9A24: 1,2 milyar TL zarar).
- **Finansal hizmetler grubunda kar:** Geçen yıl gerçekleşen 734 milyon TL zarara karşın bu yıl 2,6 milyar TL kar kaydedildi. Hayat dışı ve hayat segmentinin pozitif katkısı hissedildi.

**Olumsuz Gelişmeler**

- **Net borç pozisyonunda artış:** Net borç pozisyonu bir önceki çeyreğe göre %46,7 artışla 199.833 milyon TL'ye yükseldi. Geçen yılın aynı dönemine göre ise %155,2 artış gösterdi. Net borç/FAVÖK 3,3x seviyesinde bulunuyor.
- **Malzeme teknolojileri grubunda net karda düşüş:** Net kar %34 azalarak 2,2 milyar TL'ye geriledi. İnşaat segmentinde talep daralması ve sınırlı fiyat artışları karlılığı düşürdü. Buna ek olarak deprem bölgesi talep değişimi ve yurt dışı yatırım maliyetleri baskı yaratan unsurlar oldu.
- **Gıda ve Perakende grubunda zarar:** Yüksek girdi maliyetleri, tüketici talebinde zayıflama ve artan borçluluk nedendiyle faaliyet zararı geçen yıla göre artış gösterdi.
- **Net parasal kayıp baskı yaratıyor:** 3Ç25 döneminde şirket 11.059 milyon TL net parasal pozisyon kaybı yaşadı (3Ç24: 12.001 milyon TL zarar). Bu kalem net kar üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor.

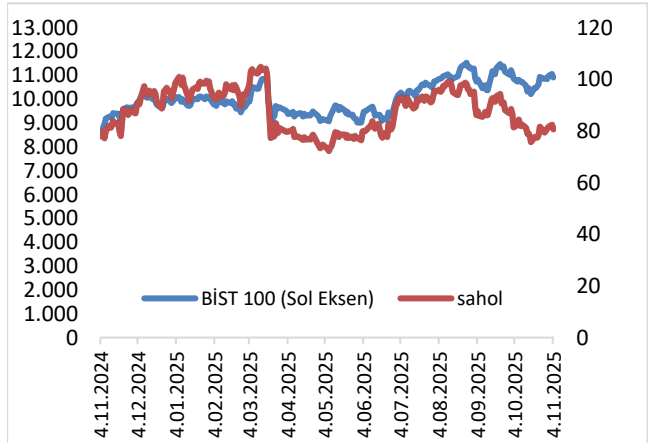
# NÖTR

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Hedef Fiyat, TL             | 170 TL    |
| Güncel Fiyat, TL            | 80,60 TL  |
| Getiri Potansiyeli %        | 111       |
| Bugünkü Sermaye (bin TL)    | 2.100.376 |
| Halka Açık Sermaye (bin TL) | 1.071.192 |
| Halka Açıklık Oranı         | %51       |

**Piyasa Çarpanları**

|       |      |
|-------|------|
| F/K   | -    |
| PD/DD | 0,50 |
| FD/NS | 0,40 |

| Özet Gelir Tablosu (bin TL)        | 3Ç25        | 3Ç24        | Değ.(%) |
|------------------------------------|-------------|-------------|---------|
| Net Satışlar                       | 277.886.592 | 287.084.540 | -3,2    |
| Brüt satış karı                    | 56.971.644  | 49.621.654  | 14,8    |
| Faaliyet Giderleri                 | 44.212.467  | 43.585.860  | 1,4     |
| Finansal Gelir/Gider               | -2.941.077  | -2.768.067  | a.d.    |
| Esas Faaliyet Karı                 | 12.759.177  | 6.035.794   | 111,4   |
| Net parasal pozisyon kaybı/kazancı | -12.927.331 | -15.738.903 | a.d.    |
| FAVÖK                              | 20.314.934  | 13.211.852  | 53,8    |
| Ana Ortaklık Net Kar               | 678.803     | -3.754.280  | a.d.    |
| Oranlar                            | 3Ç25        | 3Ç24        | Fark    |
| Brüt Kar Marjı (%)                 | 20,50       | 17,28       | 3,2     |
| Esas Faa.Kar Marjı (%)             | 4,59        | 2,10        | 2,5     |
| FAVÖK Marjı (%)                    | 7,31        | 4,60        | 2,7     |
| Net Kar Marjı (%)                  | 0,24        | -1,31       | a.d.    |



**Değerlendirme & Hedef Fiyat**

Sabancı Holding (SAHOL), 2025 yılı üçüncü çeyreğinde ticari faaliyetlerinden elde ettiği brüt karda geçen yıla göre azalış kaydederken, finans sektörü faaliyetlerinden elde edilen brüt kardaki artış, toplam brüt karın %15 oranında yükselmesine katkı sağladı. Şirketin maliyet optimizasyonunu ve faaliyet karındaki %65’lik artışı olumlu buluyoruz. Malzeme Teknolojileri ve enerji grubunun sağlamış olduğu pozitif katkı, şirketin net kar yazmasında etkili oldu. Buna karşın banka tarafından 573,7 milyon TL net zarar yazılması ve diğer sektörlerin zayıf seyretmesi, holding ne karı üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Ayrıca net parasal pozisyon kaybının ve vergi yükümlülüğün devam etmesi, net kar artışını sınırlayan unsurlar oldu. Artan net borç pozisyonu ise yakından takip edilmesi gereken bir risk unsuru. Genel anlamda şirketin açıklamış olduğu finansallarda toparlanma eğilimi olduğunu izliyoruz ancak yurtiçi makroekonomik koşullar, grup şirketleri üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. SAHOL için İNA modelimize göre hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatımızı 170 TL seviyesinde koruyoruz.

| Özet Gelir Tablosu (bin TL)        | 3Ç25        | 3Ç24        | Değ.(%) | 2Ç25        | Değ.(%) | 9A25        | 9A24        | Değ.(%) |
|------------------------------------|-------------|-------------|---------|-------------|---------|-------------|-------------|---------|
| Net Satışlar                       | 277.886.592 | 287.084.540 | -3,2    | 283.345.520 | -1,9    | 846.836.605 | 833.809.121 | 1,6     |
| Brüt satış karı                    | 56.971.644  | 49.621.654  | 14,8    | 57.018.789  | -0,1    | 176.301.209 | 183.552.009 | -4,0    |
| Faaliyet Giderleri                 | 44.212.467  | 43.585.860  | 1,4     | 45.378.674  | -2,6    | 134.244.329 | 134.775.315 | -0,4    |
| Finansal Gelir/Gider               | -2.941.077  | -2.768.067  | a.d.    | -2.937.285  | a.d.    | -8.409.986  | -8.147.577  | a.d.    |
| Esas Faaliyet Karı                 | 12.759.177  | 6.035.794   | 111,4   | 11.640.115  | 9,6     | 42.056.880  | 48.776.694  | -13,8   |
| Net parasal pozisyon kaybı/kazancı | -12.927.331 | -15.738.903 | a.d.    | -10.448.005 | a.d.    | -37.811.951 | -65.546.715 | a.d.    |
| FAVÖK                              | 20.314.934  | 13.211.852  | 53,8    | 18.328.413  | 5,7     | 62.088.581  | 67.415.821  | -7,9    |
| Ana Ortaklık Net Kar               | 678.803     | -3.754.280  | a.d.    | 1.882.680   | -63,9   | -788.743    | -14.833.585 | a.d.    |

| Oranlar                | 3Ç25  | 3Ç24  | Fark | 2Ç25  | Fark | 9A25  | 9A24  | Fark |
|------------------------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|------|
| Brüt Kar Marjı (%)     | 20,50 | 17,28 | 3,2  | 20,12 | 0,4  | 20,82 | 22,01 | -1,2 |
| Esas Faa.Kar Marjı (%) | 4,59  | 2,10  | 2,5  | 4,11  | 0,5  | 4,97  | 5,85  | -0,9 |
| FAVÖK Marjı (%)        | 7,31  | 4,60  | 2,7  | 6,60  | 0,7  | 7,33  | 8,09  | -0,8 |
| Net Kar Marjı (%)      | 0,24  | -1,31 | a.d. | 0,66  | -0,4 | -0,09 | -1,78 | a.d. |

**Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

**Çekince:** Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

**Sorumluluğun Sınırlandırılması:** İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.