

PİYASALARDA BUGÜN

Piyasalar

Borsa İstanbul yaralarını sarıyor...

Hürmüz Boğazı ile ilgili belirsizliklerin piyasayı dalgalandırdığı bir güne başlıyoruz. Başkan Trump'ın savaş yakında sona erecek açıklaması ile güne sert gerileyerek başlayan petrol, ABD donanmasının Hürmüz Boğazından geçen gemilere eşlik ettiği haberinin yalanlanması ve İran'ın boğaza mayın döşediği iddiası ile kazancının bir kısmını geri verdi.

Brent petrol petrol rezervlerinin serbest bırakılması tartışmasıyla sabah saatlerinde 87 dolar civarında işlem görüyor. Vadeli piyasalar Haziran için 84 dolar, Aralık için 75 dolar ile jeopolitik risk priminin zaman içinde sönmüneceğini fiyatlıyor.

Dünya borsalarından çelişkili sinyaller geliyor. ABD hisseleri önceki günkü hızlı yükseliş sonrasında seans içi kar satışıyla yatay bir kapanış yaptı. Net enerji ithalatçısı Avrupa ve Asya petrol fiyatlarındaki gerileme ile yükseliyor. Yarı iletkenler AMD, Nvidia, Samsung, SK Hynix öncülüğünde yükselerek endekslerden pozitif ayrışıyor. Jeopolitik riski seven altın madenleri, savunma hisseleri yükselirken, havacılık hisseleri barışı satın almıyor.

Bölgeye coğrafi olarak yakın olan ve net enerji ithalatçısı olan Türkiye savaşın yakında sona ereceği beklentisini en çok satın alan ülkeler arasında yer alıyor. Ülke risk primi 24 baz puan düşüş ile 245 seviyesine geriledi. MSCI Türkiye %3,7 artış ile Güney Kore'den sonra en çok değer kazanan gelişmekte olan ülke endeksi. Aselsan, Bim, bankalar, THY yükselişte başrolü paylaşıyor.

Petrol fiyatlarının ve dünya piyasalarının seyri Borsa İstanbul'da yatay pozitif bir açılışa işaret ediyor. Açıklanan şirket karları Bim için pozitif, Alarko,, Ülker için negatif tepki bekliyoruz. Kardemir'de faaliyet karı iyi, net kar beklenti altı. Nötr tepki bekliyoruz. Mavi kar tahminimiz faaliyet karında iyileşme, net karda vergi kaynaklı gerileme ile karışık sinyal veriyor. Şirketin vereceği tahminlerde bir kötüleşme olmazsa iyi tepki bekleriz. Endeks için destek ve direnç seviyeleri 13.000 ve 13.250.

Teknik bültende öne çıkardığımız hisseler: Arçelik, Astor, Koç Holding.

	BIST Rakamları(TRY)			MSCI Rakamları		Tahvil Piyasası		Para Piyasası			Piyasa Tahminleri	
	BIST-100	Hacim	Yabancı%	EM	Türkiye	Gösterge	10 Yıllık	US\$/TRY	EUR/TRY	Sepet	Is Yat.Tah.	F/K
Kapanış	13,176	246,054	35.72	1504	343	38.45	31.47	44.0619	51.3097	47.6187	2025	16.69%
1 Gün Δ	▲ 3.7%	▲ 7.1%	-0.1 bps	▲ 3.4%	▲ 3.7%	-130 bps	-1.21 bps	▲ 0.0%	▲ 0.8%	▲ 0.1%	2026	12.51%
1AylıkΔ	▼ -2.6%	▲ 6.4%	-1.4 bps	▼ 0%	▼ -1.1%	262 bps	1.28 bps	▲ 1.2%	▲ 0.8%	▲ 0.1%	2027	10.23%
BIST-100 En İyi / En Kötü & İşlem Hacmi En Yüksek 5 Şirket												
En İyi 5 (%)	REEDR			10%	BRSAN	10%	TRALT	10%	GENIL	10%	TSPOR	10%
En Kötü 5 (%)	PASEU			-7%	SOKM	-1%	TUPRS	-1%	KTLEV	-1%	GRSEL	0%
Hacmi En Yüksek 5 (TRY mn)	THYAO			18159	TUPRS	15241	KTLEV	10769	ASELS	9901	ISCTR	9494

Takip Listesi Dışındaki Şirket Haberleri**GLCVY**

Şirket, Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin 26.02.2026 tarihli tahsili gecikmiş alacak satışında ihaleyi kazandığı, toplam 945,6 milyon TL anapara büyüklüğündeki 2 bireysel portföye ilişkin alacakların devir ve temlik işlemlerini tamamladığını bildirdi.

SMRTG

Şirket, yerli güneş hücresi üretimini devreye almasının ardından Aliğa Entegre Tesisinde yerli güneş hücresiyle üretilen yerli panellerin kullanıldığı 100 MWe (130 MWm) kapasiteli Niğde Bor Güneş Enerjisi Santralinin yapım sürecinde Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı nezdindeki kabul süreçlerini tamamladığını bildirdi. Şirket, 24.10.2025 tarihli son açıklamasında toplam kabulü tamamlanarak elektrik üretimine başlayan kapasitenin 93,01 MWe (121,08 MWm) seviyesine, yani toplam kapasitenin %93,01'ine ulaştığını duyurdu.

FONET

Şirket, Sivas İl Sağlık Müdürlüğü'nün 02.02.2026 tarihinde yaptığı 36 ay süreli Sağlık Bilgi Yönetim Sistemi Hizmet Alımı ihalesini 132.077.304,00 TL bedelle kazandığını, ihalede 2'nci en uygun teklifi verdiğini ve yasal itiraz sürecinin ardından sözleşme imzalama aşamasına geçileceğini bildirdi.

SARKY

Şirket, dijital dönüşüm hedefleri kapsamında kurumsal kaynak planlama (ERP) altyapısını modernize etmek için mevcut SAP/R3 sistemini SAP S/4HANA platformuna yükseltmeye yönelik proje çalışmalarına başladığını açıkladı. Şirket, dönüşüm projesiyle stratejik ve sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda operasyonel verimliliği artırmayı ve süreçleri daha etkin ve entegre yönetmeyi hedeflediğini bildirdi.

ORGE

Şirket, Bayburt'ta yapımı süren Bayburt-Gümüşhane Havalimanı Projesi'nin Genel Elektrik İşleri için verdiği 11.700.000 EUR+KDV (09.03.2026 tarihli TCMB kuru ile 595.829.520 TL+KDV) tutarındaki teklifin Bayburt Grup-Söğüt İş Ortaklığı tarafından kabul edildiğini ve ihalenin şirket lehine sonuçlandığını bildirdi. Şirket, işverenle sözleşme görüşmelerine başladığını ve işin 31.12.2026'ya kadar tamamlanmasının planlandığını açıkladı.

MIATK

Şirket, bağlı ortaklığı Tripy Mobility Teknoloji A.Ş.'nin ABD merkezli Raylight Solutions Inc. ile stratejik Danışmanlık Hizmetleri Anlaşması imzaladığını; Tripy'nin Raylight'ın geliştirdiği Lucent yapay zeka platformu için proje yönetimi, stratejik yönlendirme ve teknoloji danışmanlığı hizmetleri vereceğini açıkladı. Şirket, anlaşma kapsamında Lucent'in küresel büyüme stratejileri, teknoloji yol haritası ve ürün geliştirme süreçlerine destek sağlanacağını bildirdi.

TAV Holding

Kapanış (TL) : 300.75 - Hedef Fiyat (TL) : 512.6 - Piyasa Deg.(TL) : 109257 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 20.24

TAVHL TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 70.44 Analist: esirinel@isyatirim.com.tr



TAVHL: Toplam yolcu trafiği Şubat 2026'da %2 artış kaydetti.

TAV Havalimanları, Şubat 2026'da 5.76 milyon yolcuya hizmet verdi; bu, yıllık bazda sınırlı bir şekilde %2 artışa işaret ederken, 2A26 kümülatif trafik büyümesi güçlü seyrederek %7 oldu. Şubat ayında dış hat ve iç hat yolcu trafiği sırasıyla yıllık %3 ve %1 artarken, 2A26 döneminde dış hat yolcu trafiği %8 büyüyerek ana büyüme kaynağı olmaya devam etti (aynı dönemde iç hat yolcu trafiği %5 arttı). Ankara ve İzmir, büyümenin temel sebebi olmayı sürdürdü; Ankara'da AJet'in ek kapasitesi ve İzmir'de Pegasus kaynaklı ivme bunu destekledi. Almatı'da ise Pratt & Whitney motor sorunlarına bağlı iç hat zayıflığına rağmen dış hat trafiği güçlü seyrini korudu. Şubat ayındaki büyüme, Antalya'daki olumsuz hava koşulları ve jeopolitik gerilimler nedeniyle Orta Doğu trafiğinde görülen zayıflık nedeniyle kısmen baskılandı. Genel olarak veriler, bazı geçici dışsal zorlukların aylık büyümeyi sınırlamasına rağmen, ilk iki ay itibarıyla şirketin 2026'ya sağlıklı bir başlangıç yapıldığına işaret ediyor. Hafif Pozitif.

Alarko Holding

Kapanış (TL) : 96.2 - Hedef Fiyat (TL) : 184.89 - Piyasa Deg.(TL) : 41847 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 23.45

ALARK TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 92.19 Analist: agurleyen@isyatirim.com.tr



ALARK 4Ç25 Sonuçları

Kombine net kâr netifite döndü. 4Ç25'te kombine net kâr, geçen yılın aynı dönemindeki 2.4 milyar TL kârdan 1.2 milyar TL net zarara geriledi. Bu sert daralmanın arkasında iki temel unsur bulunuyor: (i) Elektrik üretim segmentinde zayıflayan operasyonel performans ve muhtemel güçlü negatif vergi etkisi ve parasal kayıpla kaydedilen 1.8 milyar TL'lik yüksek net zarar, (ii) Enerji (dağıtım ve üretim) faaliyetlerindeki genel kârlılık kaybı.

Elektrik segmentinde FAVÖK daralması ve PTF etkisi belirginleşti. Kombine FAVÖK yıllık bazda yatay kalarak 2.5 milyar TL seviyesinde gerçekleşse de, lokomotif iş kolları olan elektrik dağıtım ve üretim tarafında sonuçlar oldukça zayıf kaldı. Elektrik dağıtım FAVÖK'ü yıllık bazda sert bir düşüşle 1.8 milyar TL'den 990 milyon TL'ye gerilerken, elektrik üretim FAVÖK'ü Piyasa Takas Fiyatlarındaki (PTF) reel daralmanın doğrudan yansmasıyla 2.3 milyar TL'den 1.9 milyar TL'ye düştü. Dağıtım tarafında yıl sonu kombine FAVÖK ise 8.6 milyar TL'ye ulaşarak yıllık bazda sadece %3 daraldı ve yıl son dağıtım kombine net kar ise %71 büyüme ile 2.5 milyar TL seviyesinde kaydedildi.

Tarım iş kolunda pozitif FAVÖK halen yok. Tarım segmenti büyüme yatırımlarına devam etmesine karşın, 4Ç25'te 333 milyon TL negatif FAVÖK üreterek operasyonel tarafta henüz beklenen pozitifite geçişi sağlayamadı. Yatırım fazının getirdiği ölçek eksikliği, yüksek finansman ve sabit maliyet yüküyle birleşince segmentin net zararı 193 milyon TL olarak kaydedildi.

Üretim tarafındaki ağır zarara rağmen net borçta iyileşme kaydedildi. Elektrik üretim tarafında net kâr seviyesinde oluşan zararda, VUK tarafında enflasyon muhasebesinin kalkması gibi unsurların yarattığı negatif vergi etkisinin başrolü oynadığını düşünüyoruz. Operasyonel ve net kâr tarafındaki bu baskıya rağmen, şirketin nakit akışı yönetimi olumlu bir tablo çizdi. 3Ç25'te 16.2 milyar TL seviyesinde olan net borç pozisyonu, özellikle elektrik üretim tarafının nakit yaratımı anlamında sağladığı önemli katkıyla bu çeyrekte 15.7 milyar TL'ye geriledi.

Yorum: 4Ç25 sonuçları, Alarko'nun ana lokomotifleri olan enerji grubunda (hem üretim hem dağıtım) fiyatlaması baskılarının operasyonel marjları belirgin şekilde zayıflattığını gösteriyor. Tarım segmentinde pozitif FAVÖK döngüsünün hala başlamamış olması ve elektrik üretim tarafında vergi ve parasal kayıp etkisiyle yazılan yüksek net zarar tablonun zayıf görünmesine yol açıyor. Enerji operasyonlarındaki güç kaybı ve 1.2 milyar TL'lik kombine net zarar nedeniyle negatif piyasa tepkisi bekliyoruz.

Kalekim Kimyevi Maddeler

Kapanış (TL) : 37.92 - Hedef Fiyat (TL) : n.a - Piyasa Deg.(TL) : 17443 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 2.35

KLKIM TI Equity- Öneri :N.R Get.Pot.%: n.a Analist:



Kalekim – 2025 Yıl Sonu Sonuçları ve 2026 Beklentileri Telekonferans Notları

Sirket Haberleri

Şirket, 2025'in operasyonel açıdan güçlü geçtiğini, özellikle 4Ç25'in şirket adına oldukça başarılı bir çeyrek olduğunu vurguladı. Raporla görülen zayıf net kâr performansının ise faaliyetlerdeki bozulmadan değil, VUK kapsamında enflasyon muhasebesinin kaldırılmasının yarattığı muhasebesel etkiden kaynaklandığı ifade edildi. Şirket yılı güçlü hacim büyümesi, marj iyileşmesi ve disiplinli işletme sermayesi yönetimiyle tamamladı; bilanço tarafında da güçlü net nakit pozisyonu korundu. Son dönemde artan jeopolitik oynaklığa rağmen yönetim, pazar çeşitliliği ve ürün karmasındaki iyileşmenin dengeleyici etkisine güvenerek 2026 beklentilerini değiştirmede.

Operasyonel tarafta yönetim, 4Ç25'in hem beklentileri karşıladığını hem de bazı alanlarda aştığını belirtti. Hem yurt içi hem de uluslararası pazarlarda yaygın bir güçlenme görülürken, kârlılık tarafında daha iyi ürün karması, operasyonel kaldırıcı ve sıkı maliyet/satın alma disiplini belirgin katkı sağladı. Yıl geneline bakıldığında da performansın, şirketin daha önce paylaştığı hedeflerle genel olarak uyumlu, bazı kalemlerde ise daha iyi seviyede gerçekleştiği ifade edildi.

Yurt içi pazara ilişkin değerlendirmede, Türkiye inşaat sektörünün genel olarak destekleyici bir trende sahip olduğu ancak bölgesel ve segment bazında dengesiz bir görünüm sergilediği belirtildi. Deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetleri ile kamu altyapı yatırımları özellikle doğu bölgelerinde talebi desteklerken, Batı Türkiye'de daha temkinli bir tablo öne çıkıyor. 2025'te konut satışlarında artış görülmesine rağmen, yeni konut başlangıçlarında ve geliştirici iştahında belirgin bir ivmelenme henüz yok.

İhracat tarafı büyümenin önemli dayanaklarından biri olmayı sürdürdü. Toplam satışlar içindeki ihracat payı yaklaşık %32 seviyesinde gerçekleşerek geçen yıla yakın kaldı. Irak'ın hâlen önemli bir pazar olduğu kabul edilmekle birlikte, yönetim şirketin büyüme hikâyesinin yalnızca Irak'a bağlı olmadığını altını çizdi. Bazı ihracat pazarlarında yaşanabilecek zayıflığın, diğer coğrafyalardaki fırsatlarla ve orta vadede Suriye dahil bölgesel genişleme potansiyeliyle dengelenebileceği değerlendiriliyor.

Soru-cevap bölümünde öne çıkan başlıklardan biri de marj yönetimi oldu. Yönetim, her koşulda hacim peşinde koşmak yerine kârlılığı ürün karması üzerinden korumayı tercih ettiklerini net biçimde ortaya koydu. Özellikle proje kanalıyla su yalıtımı, tamir, rehabilitasyon ve özel performans kimyasalları gibi teknik niteliği yüksek ve katma değeri daha güçlü ürünlere odaklanılıyor. Bu yaklaşımın, proje işlerinin yapısal olarak daha düşük marjlı doğasını dengelemesi bekleniyor.

Maliyetler tarafında ise görece rahat bir tablo öngörülüyor. Yönetim, 2025 boyunca hammadde enflasyonunun yönetilebilir seviyede kaldığını ve tedarik zinciri tarafındaki güçlü icranın şirketin temel avantajlarından biri olduğunu belirtti. Ayrıca kritik girdilerde ek stok oluşturulduğu ve süregelen bölgesel çatışmalara rağmen en az 2Ç26 sonuna kadar arz tarafında yeterli görünürlük bulunduğu ifade edildi.

Bilanço tarafında da olumlu görünüm öne çıkıyor. Şirketin yaklaşık 2,6–2,7 milyar TL nakde karşılık yalnızca yaklaşık 370 milyon TL finansal borcu bulunuyor; bu da yaklaşık 2,35 milyar TL net nakit pozisyonuna işaret ediyor. Yönetim banka borcunun fiilen yok denecek kadar düşük seviyede olduğunu, Net Borç/FAVÖK oranının -0,98x düzeyinde gerçekleştiğini ve işletme sermayesi disiplininin güçlü şekilde sürdüğünü de ayrıca vurguladı.

2026 yatırım harcamaları için verilen 1,4–1,7 milyar TL'lik rehberlik, yalnızca bakım yatırımlarına değil, aynı zamanda kapasite artışına, altyapı iyileştirmelerine, ürün esnekliğini artıracak adımlara ve Ar-Ge/dijitalleşme yatırımlarına işaret ediyor. Buhok tesisinin de zamanla yalnızca kuru harç üretiminden ibaret olmayan, daha geniş kimyasal çözümler sunabilen bölgesel bir platform olma potansiyeli öne çıkan olumlu bir özellik.

Birleşme ve satın alma tarafında ise yönetim, güçlü bilançonun hem ürün çeşitlendirmesi hem de coğrafi genişleme açısından küçük ölçekli fırsatları değerlendirmeye imkân tanıdığını belirtti. Bununla birlikte, bu başlığı şu aşamada ana yatırım hikâyesinin merkezinde değil, daha çok opsiyonel bir unsur olarak görmek daha doğru olacağını düşünüyoruz. Yönetimin tonu da olası bir işlemin büyük çaplı değil, kontrollü ve bilançoyu zorlamayacak ölçekte olacağına işaret ediyor.

2026 beklentileri tarafında yönetim, ABD doları bazında %10-15 gelir büyümesi, yurt içi hacimlerde %7-10 artış, uluslararası hacimlerde %12-16 büyüme ve %20-25 FAVÖK marjı hedeflerini yineledi. Jeopolitik gelişmelerin ve petrol fiyatlarındaki oynaklığın faaliyet ortamını zaman içinde etkileyebileceği kabul edilse de, yönetim mevcut aşamada beklentileri aşağı çekmek için erken olduğunu ve mevcut hedeflerin hâlâ ulaşılabilir olduğunu düşünüyor.

Genel tabloya bakıldığında olumlu bir görünüm ortaya çıkıyor. Raporlanan net kârdaki bozulma muhasebe kaynaklı görünürken, şirketin asıl hikâyesini oluşturan temel kârlılık, marj yapısı ve nakit üretimi korunmuş durumda. Kalekim'in zaman içinde yalnızca Türkiye odaklı bir yapı kimyasalları şirketi olmaktan çıkıp daha geniş bir bölgesel platforma dönüşme süreci önemli bir katalist olarak öne çıkıyor. 2025'te tamamlanan Lyksor satın almasıyla grubun çimento ve beton kimyasalları alanına açılması, Irak yatırımıyla da yakın coğrafyalarda yerel üretim temelli büyüme modelinin sinyalinin verilmesi bu dönüşümün önemli parçaları olarak bahsedilebilir. Güçlü marjlar, net nakit pozisyonu, sıkı işletme sermayesi yönetimi ve stratejik opsiyonel birleşimi olumlu; ancak bölgesel büyüme potansiyeli ve jeopolitik riskleri gelecek dönemde de güçlü birer destekleyici etken olarak öne çıkıyor.

Ülker Bisküvi

Kapanış (TL) : 119.9 - Hedef Fiyat (TL) : 206 - Piyasa Deg.(TL) : 44276 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 17.82



ULKER TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 71.81 Analist: oacikalin@isyatirim.com.tr

ULKER 4Ç25 Sonuçları

Beklentilerin altında kalan 4Ç25 performansı. Ülker, piyasa beklentilerinin (İş Yatırım: 610 milyon TL, Piyasa: 1.112 milyon TL) oldukça altında kalarak yıllık bazda %98 düşüşle 81 milyon TL net kâr açıkladı. 4Ç24'teki ertelenmiş vergi giderlerinin 4Ç25'te ertelenmiş vergi gelirlerine dönüşmesine rağmen, net kârdaki daralma temel olarak daha zayıf operasyonel performans, yatırım faaliyetlerinden elde edilen net gelirlerin azalması ve artan net finansal giderlerden kaynaklandı. Net finansal giderler yıllık bazda %62 artarken, çeyreklik bazda %18 düşüş gösterdi. Ülker, 4Ç25'te (İş Yatırım: 28,2 milyar TL, Piyasa: 28,6 milyar TL) yıllık bazda %7 düşüşe işaret eden 27,5 milyar TL gelir elde etti. Bu sonuçla birlikte 12A25 cirosu yıllık bazda %1,7 artışla 111,9 milyar TL'ye ulaşırken, Şirket'in %3 (+/- %1) olan 2025 büyüme öngörüsünün altında kaldı. Konsolide FAVÖK, beklentilerin altında kalarak 4Ç25'te yıllık bazda %36 düşüşle 3,4 milyar TL (İş Yatırım: 4,7 milyar TL, Piyasa: 4,8 milyar TL) seviyesinde gerçekleşti. Bu durum, yıllık bazda 5,6 puanlık bir daralma ile %12,4 FAVÖK marjına işaret etti. Hem 4Ç25 sonuçlarının beklentileri karşılayamaması hem de FAVÖK marjının Şirket'in yıl sonu hedeflerinin altında kalması nedeniyle piyasa tepkisinin negatif olmasını bekliyoruz.

Uluslararası pazarlardaki yıllık bazda %6,3'lük hacim daralması, Türkiye'deki yıllık bazda %1,9'luk büyüme ile büyük ölçüde dengelenmiş ve konsolide hacim kaybı %0,7 ile sınırlı kalmıştır. 4Ç25 döneminde Türkiye operasyonları yıllık bazda %1,9 hacim büyümesi kaydetmesine rağmen, gelirler yıllık bazda %6,1 düşüşle 18,6 milyar TL'ye gerilemiştir. Bu sırada, uluslararası operasyonlarda hacim yıllık bazda %6,3 oranında düşerken, gelirler yıllık bazda %7,6 azalarak 8,8 milyar TL'ye gerilemiştir. Kârlılık tarafında, Türkiye operasyonlarının hem brüt kâr marjı hem de FAVÖK marjı yıllık bazda 6 puan daralmıştır. Uluslararası operasyonlarda ise brüt kâr marjında 0,9 puan, FAVÖK marjında ise 4,7 puanlık daralmalar kaydedilmiştir. Marjlar üzerinde; temel pazarlarda devam eden yavaşlamalar, enflasyonun kur artışının üzerinde seyretmesi ve artan promosyon faaliyetleri ana baskı unsurları olmuştur. 2025 yılında ciro büyümesi %1,7 olarak gerçekleşerek %3 (+/- %1) olan Şirket öngörüsünün altında kalmıştır. FAVÖK marjı ise %16,5 olarak kaydedilerek %17-18 olan hedef aralığının gerisinde kalmıştır.

Operasyonel nakit akışında iyileşme ve borçların azaltılması. Operasyonel nakit akışı, 4Ç24'teki 5,8 milyar TL seviyesinden 4Ç25'te 8,4 milyar TL'ye yükselirken, serbest nakit akışı 8,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in net borç pozisyonu, 3Ç25'te 40,6 milyar TL'den 4Ç25 sonunda 34,0 milyar TL'ye gerilemiştir, Net Borç/FAVÖK oranı ise 1,85x seviyesinde gerçekleşmiştir.

BIM Birleşik Mağazalar (BIMAS.IS) 4Ç25 Kar Analizi



TMS 29 etkisi hariç

TMS 29 etkisi hariç bakıldığında, BIM 4Ç25'te bir kez daha güçlü ciro büyümesi kaydederken, yıllık sonuçlar da şirketin 2025 hedeflerini genel olarak yakaladığını teyit etti. 4Ç25'te satış gelirleri yıllık %43 artışla 183.7 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK %37 artışla 14,657 milyon TL oldu. FAVÖK tarafında nominal olarak güçlü büyüme görülsede, marj yıllık bazda 30 baz puan daralarak %8.0'e geriledi; bunda özellikle personel giderleri kaynaklı devam eden maliyet baskısı etkili oldu. Brüt kâr %38 artışla 37.3 milyar TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı 80 baz puan gerileyerek %20.3 oldu. Net kâr ise güçlü operasyonel büyümenin desteğiyle 4Ç25'te yıllık %89 artarak 10,484 milyon TL seviyesinde gerçekleşti.

Yıl geneline bakıldığında ise satış gelirleri %43 artışla 655.7 milyar TL'ye, FAVÖK %46 artışla 50.6 milyar TL'ye ve net kâr %50 artışla 29.3 milyar TL'ye ulaştı. Böylece yıllık FAVÖK marjı %7.7 ile şirketin TMS 29 hariç açıkladığı %7.5 $\pm$ 0.5 hedefinin hafif üzerinde gerçekleşirken, %43'lük yıllık satış büyümesi de %45 $\pm$ 5 seviyesindeki şirket beklentisiyle genel olarak uyumlu kaldı.

Operasyonel tarafta çeyrek, trafik dinamikleri görece zayıf seyretdi de, sağlıklı büyümenin devam ettiğine işaret etti. BIM Türkiye'de mağaza başına/günlük benzer mağaza satışları 4Ç25'te yıllık %32.7 artarken, sepet büyüklüğü %33.2 yükseldi; bu da büyümenin halen büyük ölçüde fiyat kaynaklı olduğunu gösteriyor. Trafik ise çeyrek boyunca sınırlı şekilde, %0.4 geriledi. Yıl genelinde benzer mağaza satışları %32.4, sepet büyüklüğü %35.6 artarken, trafik %2.3 düştü. Yönetim, Bimflasyon'un 4Ç25'te %27, 2025 genelinde ise %30 olduğunu belirtti; bu da benzer mağaza satış büyümesinin şirket içi gıda enflasyonunun bir miktar üzerinde kalmaya devam ettiğine işaret ediyor.

Mağaza açılışları büyümenin temel unsurlarından biri olmayı sürdürdü. BIM, 4Ç25'te net 242 yeni mağaza açarak yıl sonu toplam mağaza sayısını 14,473'e çıkardı; bu da yıllık bazda %7 büyümeye işaret ediyor. Yılın tamamında ise toplam 890 yeni mağaza açıldı. Bu rakam, geçmiş yıllarda referans alınan 1,000 mağaza seviyesinin altında kalsa da, satış büyümesini ve pazar penetrasyonunu desteklemeye devam etti. Yatırım harcamaları tarafında, capex 4Ç25'te 4.0 milyar TL olurken, capex/satışlar oranı %2.2 olarak gerçekleşti. 2025 genelinde ise toplam capex 19.2 milyar TL'ye, capex/satışlar oranı ise %2.9'a ulaştı. Bu seviye, şirketin başlangıçta öngördüğü %3.5-%4.0 bandının altında kalarak disiplinli yatırım harcamasına işaret etti.

TMS 29 dahil

TMS 29 dahil bakıldığında BIM, güçlü bir ciro performansı sergilerken, özellikle 4Ç25'te FAVÖK tarafında belirgin bir kârlılık iyileşmesi kaydetti. Piyasa beklentilerinin üzerinde, konsolide satış gelirleri 4Ç25'te yıllık %10 artışla 186.0 milyar TL'ye ulaştı (konsensüs: 182.8 milyar TL). 2025 yılsonu gelirleri ise 721.1 milyar TL olurken, bu rakam reel bazda yıllık %6 büyümeye işaret etti ve şirketin öngördüğü bandın alt sınırına daha yakın gerçekleşti. Brüt kâr çeyrekte %16 artışla 35.8 milyar TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı yıllık 100 baz puan iyileşerek %19.2 oldu. Yıl genelinde ise brüt kâr %17 artışla 139.4 milyar TL'ye çıkarken, brüt kâr marjı da 2024'teki %17.5 seviyesinden %19.3'e yükseldi.

Faaliyet giderleri tarafındaki görünüm de çeyrekte destekleyiciydi. Toplam faaliyet giderleri 4Ç25'te yalnızca %4 artarak satış büyümesinin belirgin şekilde altında kaldı. Böylece faaliyet giderlerinin satışlara oranı yıllık 80 baz puan iyileşerek %15.5'e geriledi ve güçlü operasyonel kaldıraç oluştuğunu gösterdi. Yıllık bazda ise faaliyet giderlerinin satışlara oranı, ağırlıklı olarak daha yüksek personel ve amortisman giderleri nedeniyle %16.5'ten %17.0'ye yükseldi; buna karşın çeyreksele eğilim çok daha olumlu seyretti. Sonuç olarak, şirket FAVÖK tarafında beklentileri güçlü şekilde aşarak 4Ç25'te yıllık %41 artışla 12,820 milyon TL FAVÖK açıkladı; bu rakam 9,616 milyon TL'lik tahminin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti. FAVÖK marjı da yıllık 150 baz puan artışla %6.9'a yükseldi. 2025 genelinde FAVÖK %47 artışla 43.5 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı da 2024'teki %4.3 seviyesinden %6.0'a çıktı. Böylece şirket, zorlu operasyonel koşullara rağmen TMS 29 dahil %5.0 $\pm$ 0.5 düzeyindeki marj hedefinin de üzerine çıkarak 2025'te kârlılık tarafında beklentilerin üzerinde performans gösterdi.

Net kâr tarafında ise çeyreklik ve yıllık görünüm ayrıştı. BIM, 4Ç25'te yıllık %36 artışla 6,873 milyon TL net kâr elde etti; bunda daha güçlü faaliyet kârı ve çeyreksele bazda daha düşük vergi gideri etkili oldu. Buna karşılık, yılın tamamında net kâr, operasyonel performanstaki belirgin iyileşmeye rağmen yıllık %23 düşüşle 18.7 milyar TL'ye geriledi. Bunun temel nedeni, parasal kazanç kalemindeki sert düşüş, artan finansman giderleri ve yıl geneline yayılan daha yüksek vergi yükü oldu. Nitekim parasal kazançlar 4Ç25'te yıllık %65, 2025 genelinde ise %36 geriledi. Başka bir ifadeyle, yıllık net kârdaki zayıflık çekirdek faaliyetlerde bir bozulmadan değil, FAVÖK altı kalemlerden, özellikle de TMS 29 kapsamındaki parasal kazanç katkısının ciddi şekilde azalmasından kaynaklandı.

Net Nakit: BIM, güçlü bilanço yapısını koruyarak 2025 yılını kısa vadeli finansal yatırımlar dahil 13.3 milyar TL net nakit pozisyonuyla tamamladı. Bu rakam, 3Ç25 sonundaki 18.9 milyar TL seviyesinin altında kalsa da, düşüş büyük ölçüde temettü ödemeleri, kira yükümlülüklerine ilişkin nakit çıkışları ve yatırım harcamalarından kaynaklandı.

Beklentiler: Şirket 2026 yılına ilişkin TMS 29 dahil beklentilerini; %6.0 ($\pm$ 2) satış büyümesi, %6.5 ($\pm$ 0.5) FAVÖK marjı ve %3.0-%3.5 capex/satışlar oranı olarak açıkladı. 2025 gerçekleştirmeleriyle karşılaştırıldığında bu beklentiler, reel satış büyümesinde genel olarak yatay bir görünüm, FAVÖK marjında sınırlı iyileşme ve yatırım harcamalarında ise bir miktar artışa işaret ediyor.

Yorum: Sonuçları genel olarak olumlu değerlendiriyoruz. Güçlü ciro büyümesinin ötesinde, 4Ç25'in en önemli mesajı TMS 29 dahil operasyonel kârlılıkta görülen belirgin iyileşme oldu. Bu iyileşmede, daha güçlü faaliyet performansı ve faaliyet giderlerindeki daha olumlu katkı etkili oldu. 2025 yılsonu sonuçları da BIM'in ciro büyüme hedeflerine yaklaştığını, kâr da TMS 29 dahil ve

Ajanda & Uyarı Bilgilendirmesi

İşbu rapor içerisinde yer alan bilgiler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım" veya "Şirket") tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Yatırımcılar, yatırım kararlarını kendi özel yatırım hedeflerine ve mali durumlarına göre ve gerekli gördüklerinde bağımsız danışmanların yardımıyla vermelidir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım tarafından Borsa İstanbul A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş. gibi kamu kurumları, çeşitli medya kuruluşları ve güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu rapor ve içindeki bilgiler bazı geleceğe dönük varsayımlar içermekle birlikte, bu varsayımlar kesin veya mutlak sonuçları garanti etmemektedir. Rapordaki bilgiler doğrulama, tamamlama veya değişiklik gerektirebilir. Bu doğrultuda, Şirket herhangi bir tarafa bildirimde bulunmaksızın veya izin almaksızın dilediği zaman gerekli değişiklikleri yapma hakkını saklı tutar.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez ya da elektronik ortamda ek olarak gönderilemez. (www.isyatirim.com.tr)

Bu rapor, herhangi bir menkul kıymetinin satışı veya devralınmasına ilişkin bir teklif, davet veya yatırım yapma yönünde bir teşvik teşkil etmemektedir ve hiçbir hukuki anlaşma veya sözleşmeye dayanak oluşturmaz. Yatırımcıların, burada yer alan tüm konularla ilgili kendi araştırmalarını yapmaları ve yatırım kararlarını bu araştırmalar doğrultusunda almaları gerekmektedir. Bu raporun içeriğinin kullanımından doğabilecek zararlardan dolayı Şirket, Yönetim Kurulu Üyeleri, yöneticileri veya çalışanları sorumluluk veya yükümlülük kabul etmemektedir. Öneri bilgilendirmesi: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (İş Yatırım" veya "Şirket"), Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") bünyesinde yer alan halka açık şirketler için AL, TUT ve SAT yönündeki önerileri BIST-100 endeksinin (endeks) beklenen getirisine göre değerlendirilmektedir. Tüm bu öneriler İş Yatırım Araştırma Bölümü analistleri tarafından şirketlerin ileride elde edeceği tahmin edilen karları, nakit akımları ve bilançolarına göre bağımsız olarak değerlendirilir. Ek olarak, analistler koşulların elverişsiz olduğu veya doğru değerlendirme yapmanın mümkün olmadığı durumlarda bazı hisse senetleri için geçici olarak GÖZDEN GEÇİRİLİYOR önerisi verebilirler. Münferit her şirket için yatırım önerisi sırasıyla belirtilen şu kriterlere göre değerlendirilir, İş Yatırım Hisse senedi tavsiye metodolojisi:

Artış Potansiyeli > %25	: AL ,
%10 < Artış Potansiyeli < %25	: TUT,
Artış Potansiyeli < %10	: SAT,