

PİYASALARDA BUGÜN

Piyasalar

Piyasalardaki tepki alışı boğa tuzağına dönüşüyor

G7 ülkelerinin stratejik rezervleri serbest bırakmasının yarattığı iyimserlik kısa sürdü. Umman'ın ana ihracat terminalini kapatmak zorunda kalması, Irak sularında iki geminin vurulması, üzerine Brent petrol %8 yükselerek 100 doları denedikten sonra 97 dolara geriledi. Enerji altyapısına ve ulaştırmasına yönelik saldırılar üzerine Irak, Kuveyt, Suudi Arabistan'ın üretimi kesmesi Başkan Trump'ın dediği gibi kısa sürmeyecek uzun soluklu bir savaşa işaret ediyor. Vadeli piyasalar Haziran için 96 dolar, Aralık için 80 dolar ile 20 dolar civarında yavaş yavaş sönümlenecek bir jeopolitik risk primi içeriyor.

ABD, Avrupa vadeli ve Asya borsalarında %1'in üzerinde kayıpla güne başlıyoruz. Enerji dışındaki neredeyse tüm sektörleri vuran satış dalgasında, bankalar, havayolları, endüstri hisseleri başı çekiyor. Altın madeni, savunma gibi jeopolitik riski seven sektörler, yarı iletken gibi büyüme hikayeleri artık pozitif ayrışmıyor.

Borsa İstanbul satış dalgasını görece hafif atlatan piyasalar arasında yer alıyor. Akbank, Bim, Sabancı Holding, Türk Telekom ve az sayıda spekülasyon hissede sert yükseliş sayesinde endeks 13,000 seviyesinin üzerinde şimdilik tutunuyor. Ama yükselişin kalıcı olmasını beklemiyoruz.

Dünya piyasalarının seyri Borsa İstanbul'da satıcı bir açılışa işaret ediyor. İran ile ilgili gelişmeler ve saat 14:00'de açıklanacak Merkez Bankası kararı piyasanın yönünü belirleyecek temel gelişmeler. Oynaklığın aşağı yönlü yüksek olmasının beklendiği günde endeks için destek ve direnç seviyeleri 12.900 ve 13.400. 12.900 desteğinin kırılması durumunda ana destek 12.500.

Brent petrolun yeniden 100 doların üzerine çıkması, küresel risk iştahının bozulması, Merkez Bankası'nın faiz indirimine uzun süre ara verme ihtimalinin artması üzerine En Çok Önerilenler listesinden Akbank, Emlak GYO ve THY hisselerini çıkartıp, Enerjisa'yı ekleyerek portföyü daha defansif hale getirdik.

Merkez Bankası İran savaşı ve petrol fiyatlarındaki sert yükselişe haftalık repo ihalelerine ara verip, para piyasası faizlerini üst bant olan %40 seviyesine yükselterek cevap vermişti. Döviz kurunda yukarı yönlü olası hareketi kontrol etmek isteyen Merkez Bankasının 25 milyar dolara yakın döviz satması sonrası piyasadaki 800 milyar lira likidite yaklaşık 200 milyarlık açığa döndü. PPK öncesi kafamızdaki sorular: Merkez Bankası Nisan politika şoku sonrasında yaptığı gibi faiz artışını kalıcı hale getirecek mi? Likidite açığı devam edecek mi?

Teknik bültende öne çıkardığımız hisseler: Astor, Tüpraş.

Piyasa Rakamları Tablosu	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	13,200	212,817	35.71	1516	345	38.43	31.78	44.0756	51.1696	47.5630	2025	16.72%
1 Gün Δ	▲ 0.2%	▼ -13.5%	0.0 bps ▲	0.8% ▲	0.5%	-2 bps	0.31 bps ▲	0.0% ▼	-0.3% ▲	0.1%	2026	12.53%
1AylıkΔ	▼ -2.4%	▼ -8.0%	-1.4 bps ▲	1% ▼	-0.6%	263 bps	1.59 bps ▲	1.2% ▼	-0.3% ▼	-0.1%	2027	10.25%
BIST-100 En İyi / En Kötü & İşlem Hacmi En Yüksek 5 Şirket												
En İyi 5 (%)	KLRHO			10% YEOTK		10% BIMAS		6% BTCIM			6% PASEU	
En Kötü 5 (%)	ULKER			-6% HALKB		-5% GRSEL		-5% KTLEV			-5% DAPGM	
Hacmi En Yüksek 5 (TRY mn)	THYAO			11911 TUPRS		11369 AKBNK		7385 BIMAS			7181 KTLEV	
											6741	

Makro Ekonomi & Sektör Haberleri

İlaç fiyatlandırma Euro kurunun hesaplanmasına ilişkin yeni bir düzenleme

İnsan tıbbi ürünlerinin fiyatlandırılmasına ilişkin yeni bir Cumhurbaşkanlığı Kararı (No. 11031) 12 Mart 2026 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlandı. Düzenleme, ilaç fiyatlandırmasında kullanılan Euro kurunun hesaplanma yöntemini revize etmekte ve mevcut seviyeye iki aşamalı bir güncelleme getirmektedir.

Mevcut 25.33 TL seviyesindeki ilaç fiyatlandırma Euro kuru, önceki yılın ortalama EUR/TRY kuruna %60 uyarlama katsayısı uygulanarak ilk aşamada 26.8767 TL'ye yükseltilecektir. Ardından 1 Nisan 2026 tarihinden itibaren uyarlama katsayısı %65'e çıkarılacak ve fiyatlandırma Euro kuru 29.1164 TL seviyesine yükselecektir. Bu değişiklik, mevcut seviyeye kıyasla yaklaşık %15'lik bir artışa işaret etmektedir.

Öte yandan, 19 Aralık 2025 tarihinde de %16.9 oranında bir artış yapılmıştı. Böylece 2026 yılı itibarıyla kümülatif artış yaklaşık %34 seviyesine ulaşmış olacaktır.

Takip Listesi Dışındaki Şirket Haberleri**İNTEK**

Şirket, %51 bağlı ortaklığı Probel Yazılım ve Bilişim Sistemleri A.Ş. ile İstanbul Eğitim ve Araştırma Hastanesi Başhekimliği arasında 01.05.2026-31.12.2026 dönemini kapsayan 16.540.955,36 TL + KDV bedelli “Hastane Bilgi Yönetim Sistemi (HBYS) Hizmet Alımı” sözleşmesini 11.03.2026’da imzaladı.

AVGYO

Şirket, 11.03.2026 tarihli 2026/07 sayılı yönetim kurulu kararıyla %100 bağlı ortaklığı Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı JSC’nin paylarının tamamını, stratejik hedefleri doğrultusunda finansal yapısını güçlendirmek ve kaynaklarını daha verimli alanlara yönlendirmek amacıyla Metro Avrasya Investment Georgia A.Ş’ye (METRO AVRASYA) satma kararı aldığını açıkladı. Şirket, satışa esas değer 19.02.2026 tarihli Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan değerlendirme raporunda 10.697.741 ABD doları olarak tespit edildiğini bildirdi.

OZGYO

Şirket, İngiltere’de kurulu %100 bağlı ortaklığı REIT Property Limited’in Birleşik Krallık’taki gayrimenkul yatırımlarının güncel durumunu paylaştı. Şirket, REIT Property Limited’in özkaynaklarıyla finanse ederek bedelini peşin ödediği, mülkiyet devirleri tamamlanan ve Birleşik Krallık’ta dört farklı lokasyonda bulunan ticari kiracılı gayrimenkullere sahip olduğunu bildirdi.

KBORU

Şirket, yurt içinde yerleşik bir firmayla 330.000.000 TL tutarında CTP (cam elyaf takviyeli polyester boru) satış sözleşmesi imzaladığını, ürünlerin Çankırı Devrez Kızlaryolu Barajı Sulaması Projesi’nde kullanılacağını bildirdi. Şirket, teslimatların Nisan ayından itibaren başlamasının planlandığını ve sözleşmenin 2026 yılı 2. çeyrek finansal tablolarına olumlu yansımısını beklediğini açıkladı.

ONCSM

Şirket, Devlet Malzeme Ofisi (DMO) Genel Müdürlüğü Sağlık Market’in 11.02.2026 tarihinde Türkiye genelinde 78 ildeki 364 hastanenin ihtiyacına yönelik düzenlediği iğnesiz ven valfi alım ihalesine İVein grubu iğnesiz ven valfi ürünleriyle katıldı. Şirket, ihale kapsamında toplam 2.896.993 adet ürünün tamamını 33.506.172,20 TL bedelle kazandı.



Göknur Gıda

Kapanış (TL) : 23.56 - Hedef Fiyat (TL) : n.a - Piyasa Deg.(TL) : 8246 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 2.63

GOKNR TI Equity- Öneri :GÖZDEN GEÇİRİLİYOR Get.Pot.%: n.a Analist: aaturhan@isyatirim.com.tr



Göknur Gıda (GOKNR) 4Ç25 Sonuçları: Çeyreklik Zarar Yıllık Net Kârı Baskıladı

Göknur Gıda (GOKNR) 4Ç25 Sonuçları: Çeyreklik Zarar Yıllık Net Kârı Baskıladı

Göknur Gıda'nın satış gelirleri 4Ç25'te yıllık bazda %20 düşüşle 3,8 milyar TL olarak gerçekleşti. Satışlardaki gerilemenin ana nedeni, 2024 yılında yüksek gerçekleşen hububat satış hacimlerinin 2025 yılında normal seviyelere dönmesi oldu. 2025 yılı genelinde ise toplam satış gelirleri yıllık %9 düşüşle 15,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.

Brüt kâr marjı hem çeyreklik hem yıllık bazda 12 puan gerileyerek %10,3 olarak gerçekleşti. Şirket 2025 yılını ise %21,4 brüt kâr marjı ile kapattı ve uzun vadeli hedefi olan %25 brüt marj seviyesinin altında kaldı. Son çeyrekte faaliyet giderleri hem yıllık hem çeyreklik bazda gerilemiş olsa da yüksek hammadde maliyetleri nedeniyle şirket bu çeyrekte faaliyet zararı kaydetti ve 82 milyon TL FAVÖK açıkladı (yıllık %87, çeyreklik %73 düşüş). Şirket 2025 yılını ise toplam 1,6 milyar TL FAVÖK ile tamamladı; bu rakam yıllık bazda %40 düşüşe işaret ediyor. FAVÖK marjı 2025 yılında %11 olarak gerçekleşirken, 2024 yılında marj %16 seviyesindeydi.

Operasyonel kârlılıktaki zayıflama ve yüksek finansman giderleri nedeniyle şirket son çeyrekte net zarar açıkladı. Parasal kayıp yıllık ve çeyreklik bazda önemli ölçüde gerilemiş olsa da negatif faaliyet kârı ve yüksek finansman giderleri sonucunda şirket 4Ç25'te 7 milyon TL vergi öncesi zarar kaydetti. Ertelenmiş vergi giderinin etkisiyle 4Ç25 net zararı 209 milyon TL olarak gerçekleşti. Şirket 2025 yılını ise toplam 468 milyon TL net kâr ile tamamladı; bu rakam yıllık bazda %70 düşüşe işaret ediyor.

Net borç 2025 yıl sonunda 1,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Net Borç/FAVÖK oranı ise 1,1x seviyesinde korunarak sağlıklı bir aralıkta kalmaya devam etti.

Değerlendirme: Çeyreklik bazda düşük FAVÖK ve net zarar açıklanması nedeniyle sonuçlara piyasa tepkisinin negatif olmasını bekliyoruz.

Vestel Elektronik

Kapanış (TL) : 28.1 - Hedef Fiyat (TL) : n.a - Piyasa Deg.(TL) : 9426 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 4.08

VESTL TI Equity- Öneri :GÖZDEN GEÇİRİLİYOR Get.Pot.%: n.a Analist: eakalan@isyatirim.com.tr



VESTL 4Ç25 Sonuçları

Gerçekleşen vs Beklentiler

Vestel Elektronik, 4Ç25'te 11.2 milyar TL net zarar açıkladı (4Ç24: 8.45 milyar TL net zarar). Net kârdaki yıllık bazdaki bozulma ağırlıklı olarak zayıf operasyonel performans ve daha düşük ertelenmiş vergi geliri kaynaklı gerçekleşirken, parasal kazançların pozitif katkısı bu etkiyi kısmen dengeledi. Açıklanan net zarar, 8.5 milyar TL'lik piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşti.

Çeyreğin Öne Çıkanları

Konsolide gelirler 4Ç25'te 25.95 milyar TL olarak gerçekleşirken, hem yurtiçi hem de ihracat sevkiyatlarındaki düşüş nedeniyle yıllık bazda %47 geriledi. Bu düşüşte ana pazarlardaki yoğun rekabet ortamı ve beyaz eşya ile TV segmentlerinde zayıf fiyatlama koşulları etkili oldu. TV segmentinde talep zayıf seyrini sürdürürken, sevkiyat hacimleri de düşüş kaydetti. Beyaz eşya segmenti gelirleri 4Ç25'te yıllık %37 azalırken, tüketici ve mobilite elektroniği segmenti gelirleri %61 düşüş kaydetti.

4Ç25 FAVÖK, reel olarak -1.901 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (4Ç24: -1.419 milyon TL). Operasyonel kârlılık; i) Kızıldeniz çevresindeki gelişmelere bağlı artan taşıma süreleri ve maliyetleri, ii) zayıf fiyatlama ortamı ve iii) TL bazlı maliyetlerdeki enflasyonist baskı (özellikle işçilik maliyetleri) nedeniyle zayıf kaldı. TV segmentinin marjları özellikle zayıf seyretti.

Net finansal borç, 4Ç25 sonunda çeyreklik bazda %2 artarak 86.8 milyar TL'ye yükseldi. Şirketin 2025 yılında konsolide bazda -293 milyon TL FAVÖK açıklaması nedeniyle Net Borç/FAVÖK oranı anlamlı değişti. Toplam finansal yükümlülükler içinde uzun vadeli borçların payı 2024 yıl sonunda %31 iken 2025 yıl sonunda %52'ye yükseldi. Operasyonel nakit akımı iyileşmeye devam ederken, serbest nakit akımı 4Ç25 sonunda 408 milyon TL ile pozitif döndü (4Ç24: -19.2 milyar TL); bu iyileşmede işletme sermayesindeki toparlanma etkili oldu. Net işletme sermayesindeki değişim 2025 yılında 730 milyon ABD doları katkı sağladı ve bu performans tahsilat, ödeme ve stok yönetimindeki optimizasyon ile desteklendi. Sonuç olarak net işletme sermayesi/satış oranı son 12 ayda %4'ten -%6.7'ye iyileşti.

Yorum: Şirketin yılı pozitif serbest nakit akımı ile tamamlaması olumlu bir gelişme olsa da, operasyonel kârlılık ve net kârdaki bozulmaya piyasanın negatif tepki vermesini bekliyoruz.

Yataş Yatak

Kapanış (TL) : 45.4 - Hedef Fiyat (TL) : 49.97 - Piyasa Deg.(TL) : 6801 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 1.31

YATAS TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 10.08 Analist: eakalan@isyatirim.com.tr



YATAS 4Ç25 Sonuçları

Güçlü net kâr performansı. Yataş, 4Ç25'te 242mn TL net kâr açıklayarak beklentileri önemli ölçüde aştı (4Ç24: 22mn TL net kâr). Net kârdaki güçlü performansın ana itici gücü FAVÖK'te yıllık %56 artış ve 225mn TL tutarındaki parasal kazançların pozitif katkısı oldu.

FAVÖK beklentileri %40 aştı. Gelirler beklentilerle uyumlu şekilde 4Ç25'te yıllık %23 artarak 6.59 milyar TL'ye ulaştı. Güçlü ciro performansı düşük baz etkisi ve pazar dinamiklerindeki normalleşme ile desteklendi. FAVÖK 1.01 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken (%56 yıllık artış), FAVÖK marjı yıllık 3.2 puan artışla %15.3'e yükseldi. Marjlardaki iyileşme ağırlıklı olarak brüt marj üzerindeki enflasyon muhasebesi etkisinin azalması, daha iyi fiyatlama ve operasyonel kaldıraçtaki iyileşmeden kaynaklandı.

Yorum: Güçlü 4Ç sonuçları ve beklentilere kıyasla belirgin olumlu sapma nedeniyle piyasanın pozitif tepki vermesini bekliyoruz.

Lila Kağıt

Şirket Haberleri

Kapanış (TL) : 30.16 - Hedef Fiyat (TL) : 48 - Piyasa Deg.(TL) : 17794 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 5.43

a

LILAK TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 59.15 Analist: badali@isyatirim.com.tr

Lila Kağıt'ın ihracat markası NUA, TURQUALITY Programı kapsamına alındı.

T.C. Ticaret Bakanlığı'nın değerlendirmesi sonucunda, Lila Kağıt'ın ihracat markası NUA, TURQUALITY Programı kapsamına alınmıştır. Hafif pozitif.

Torunlar GYO

Kapanış (TL) : 81.3 - Hedef Fiyat (TL) : 121.69 - Piyasa Deg.(TL) : 81300 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 3.18

TRGYO TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 49.68 Analist: btanes@isyatirim.com.tr



TRGYO 4Ç25 Sonuçları

Kira gelirlerindeki güçlü artış operasyonel kârlılığı destekledi. Torunlar GYO, 4Ç25'te geçen yılın aynı dönemine göre %21 düşüşle 7.624mn TL hasılat açıklamıştır. Cirodaki daralma büyük ölçüde 4Ç25'te artan teslimlere paralel olarak konut ve ofis satış gelirlerinin yıllık bazda %45 gerileyerek 4.285mn TL'ye düşmesinden kaynaklanmıştır (4Ç24: 7.742mn TL). Buna karşın kira gelirleri yıllık bazda %86 artışla 2.723mn TL'ye yükselerek operasyonel performansı desteklemiştir. Otel gelirleri ise geçen yılın aynı dönemine göre %17 artarak 116mn TL'ye yükselmiştir. Brüt kâr yıllık bazda %11 artışla 5.488mn TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı ise kira gelirlerinin artan payı ve sınırlı kalan maliyet artışlarının katkısıyla yıllık bazda 20,7 puan artarak %72 seviyesine yükselmiştir.

FAVÖK güçlü artış kaydetti. FAVÖK, 4Ç25'te yıllık bazda %9 artışla 5.335mn TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı ise operasyonel kârlılıktaki iyileşmeye paralel olarak yıllık bazda 19,2 puan artarak %70 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Değerleme kazançlarındaki düşüş ve artan parasal kayıp net kârı baskıladı. 4Ç25'te yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı 426mn TL seviyesinde gerçekleşirken, bir önceki yılın aynı döneminde kaydedilen 6.284mn TL tutarındaki yüksek değerleme kazancının oldukça altında kalmıştır. Öte yandan şirketin güçlü net nakit pozisyonunun etkisiyle net finansman gelirleri 1.962mn TL'ye yükselerek (4Ç24: 1.522mn TL) net kârı desteklemiştir. Bununla birlikte 1.440mn TL net parasal kayıp (4Ç24: 138mn TL net parasal kayıp) ve dönem vergi giderinin 5.848mn TL seviyesine yükselmesi (4Ç24: 884mn TL vergi gideri) net kâr üzerinde baskı yaratmıştır. Sonuç olarak şirket, 4Ç24'te kaydedilen 13.049mn TL net kâra kıyasla 4Ç25'te 736mn TL net kâr açıklamıştır.

2025'te konut satışları gerilerken kira gelirleri öne çıktı. Torunlar GYO, 2025 yıl sonunda yıllık bazda %9 düşüşle 14.856mn TL hasılat açıklamıştır (2024YS: 16.375mn TL). Hasılatdaki daralmaya karşın artan kira gelirlerinin katkısıyla brüt kâr yıllık bazda %8 artışla 10.599mn TL'ye yükselmiş, brüt kâr marjı ise 11,6 puan artarak %71,3 seviyesine ulaşmıştır. Benzer şekilde FAVÖK yıllık bazda %8 artışla 10.096mn TL olurken, FAVÖK marjı 10,9 yüzde puan artışla %68,0 seviyesine yükselmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı 2025 yılında 1.959mn TL seviyesinde gerçekleşirken, bir önceki yıl 6.284mn TL seviyesinde gerçekleşen yüksek değerleme kazancının oldukça altında kalmıştır. Bununla birlikte 7.282mn TL net parasal kayıp (2024YS: 4.388mn TL net parasal kayıp) ve 7.297mn TL vergi gideri (2024YS: 885mn TL vergi gideri) net kâr üzerinde baskı yaratmış, şirket yılı 7.730mn TL net kâr ile tamamlamıştır (2024YS: 11.272mn TL).

Net nakit pozisyonu güçlenmeye devam etti. Şirketin 4Ç24'te 23.778mn TL seviyesinde bulunan net nakit pozisyonu, 4Ç25'te 30.894mn TL'ye yükselmiştir.

2025'te konut satışları gerilerken kira gelirleri öne çıktı. Torunlar GYO, 2025 yıl sonunda yıllık bazda %9 düşüşle 14.856mn TL hasılat açıklamıştır (2024YS: 16.375mn TL). Hasılatdaki daralmaya karşın artan kira gelirlerinin katkısıyla brüt kâr yıllık bazda %8 artışla 10.599mn TL'ye yükselmiş, brüt kâr marjı ise 11,6 puan artarak %71,3 seviyesine ulaşmıştır. Benzer şekilde FAVÖK yıllık bazda %8 artışla 10.096mn TL olurken, FAVÖK marjı 10,9 yüzde puan artışla %68,0 seviyesine yükselmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı 2025 yılında 1.959mn TL seviyesinde gerçekleşirken, bir önceki yıl 6.284mn TL seviyesinde gerçekleşen yüksek değerleme kazancının oldukça altında kalmıştır. Bununla birlikte 7.282mn TL net parasal kayıp (2024YS: 4.388mn TL net parasal kayıp) ve 7.297mn TL vergi gideri (2024YS: 885mn TL vergi gideri) net kâr üzerinde baskı yaratmış, şirket yılı 7.730mn TL net kâr ile tamamlamıştır (2024YS: 11.272mn TL).

Yorum: Şirket güçlü bir operasyonel performans sergilemesine rağmen operasyonel olmayan giderler net kârı sınırlamıştır. Açıklanan sonuçlara piyasa tepkisinin nötr olmasını beklemekteyiz. Şirket net aktif değerine göre güncel olarak %38 iskontolu işlem görmekte olup, bir önceki çeyrekte bu oran %34 seviyesindeydi. Nötr.

Mogan Enerji

Kapanış (TL) : 10.32 - Hedef Fiyat (TL) : 15.96 - Piyasa Deg.(TL) : 25182 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 2.57

MOGAN TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 54.66 Analist: agurleyen@isyatirim.com.tr



MOGAN 4Ç25 Sonuçları

G erçekleşen ve Tahminler

Operasyonel kârlılık beklentimizi aşarken, net zarar tahminimizin altında kaldı. Şirket 4Ç25'te beklentimiz olan 3.200 mn TL net zararın belirgin şekilde üstünde, 1.317 mn TL net zarar açıkladı (Piyasa konsensüsü bulunmamaktadır). Net satışlar yıllık bazda %13 daralarak 3.077 mn TL seviyesinde gerçekleşti ve 3.213 mn TL olan kurum beklentimizin hafif gerisinde kaldı. FAVÖK rakamı ise yıllık bazda %19 daralmayla 1.809 mn TL seviyesinde gerçekleşmesine rağmen, 1.653 mn TL olan tahminimizi aşmayı başardı.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Üretim artışına rağmen PTF baskısıyla ciro ve FAVÖK'te daralma. Çeyreklik üretim 4Ç24'teki 195 GWh seviyesinden 4Ç25'te 260 GWh seviyesine yükseldi. Üretimdeki bu güçlü artışa rağmen, Piyasa Takas Fiyatlarındaki (PTF) reel daralmanın hasılat üzerindeki baskın etkisi nedeniyle net satışlar yıllık bazda %13, FAVÖK ise %19 oranında daraldı. Bunun sonucunda FAVÖK marjı yıllık bazda 4.2 puan gerileyerek %58.8 seviyesinde gerçekleşti.

Vergi tarafında negatif VUK etkisi görülmedi. VUK tarafında enflasyon muhasebesi uygulamasının kalkması ekstra bir negatif vergi baskısı yaratmadı. 4Ç25'te kaydedilen vergi gideri 208 mn TL ile geçen yılın aynı dönemine (4Ç24: 873 mn TL vergi gideri) göre oldukça sınırlı kaldı.

Net borç: Bir önceki çeyrek 33 milyar TL olan net borç 30 milyar TL'ye geriledi. Böylece net borç/FAVÖK rasyosu 4.5x seviyesine ulaştı.

Değerleme Üzerindeki Etki ve Görünüm

Şirketin JES üretimlerinin öngörülebilir ve istikrarlı nakit akışı sağlamaya devam etmesi nedeniyle operasyonel FAVÖK tahminlerimizi şimdilik koruyoruz. Yaptığımız %100 İNA (İndirgenmiş Nakit Akımları) değerlemesi ile ulaştığımız 15.96 TL/hisse hedef fiyatımızı sürdürüyoruz.

Yorum: Operasyonel tarafta (FAVÖK) beklentilerimizin üzerinde bir gerçekleşme olsa da, elektrik fiyatlarındaki (PTF) reel daralma eğiliminin ciro ve marjlar üzerindeki baskısı sonuçlarda net bir şekilde hissedilmektedir. Net zararın beklentimizden daha sınırlı gelmesi, negatif vergi etkisinin görülmemesi ve JES portföyünün sağladığı defansif nakit akışı profili göz önüne alındığında, piyasanın sonuçlara vereceği ilk tepkinin nötr olmasını öngörüyoruz.

Şirket Haberleri

İc Enterra Yenilenebilir

Kapanış (TL) : 10.59 - Hedef Fiyat (TL) : 15.92 - Piyasa Deg.(TL) : 19539 - 3A Ort. İşl.Hac.(mn\$) : 3.48

ENTRA TI Equity- Öneri :AL Get.Pot.%: 50.31 Analist: agurleyen@isyatirim.com.tr



ENTRA 4Ç25 Sonuçları

Gerçekleşen ve Tahminler

Vergi ve finansman gideri etkisiyle net zarar beklentilerin çok üzerinde. Şirket 4Ç25'te piyasa beklentilerinden büyük bir sapmayla TL 1.246 mn net zarar kaydetti (İş Yatırım: -TL 162 mn, Piyasa: TL 120 mn). Finansman giderlerinin devam eden baskısı ve özellikle VUK tarafında enflasyon muhasebesinin kalkmasıyla imlenen yüklü vergi gideri kârlılığı ciddi şekilde tahrip etti. Net satışlar yıllık bazda %6 artışla TL 657 mn seviyesine ulaşarak piyasa beklentisine paralel gerçekleşti ancak kurum beklentimizin altında kaldı (İş Yatırım: TL 887 mn, Piyasa: TL 650 mn). FAVÖK rakamı ise yıllık %26 artış ile TL 470 mn seviyesinde gerçekleşerek piyasa beklentisini karşıladı (İş Yatırım: TL 666 mn, Piyasa: TL 462 mn).

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Üretim artışı ve güçlü ortalama fiyatlar hasılatı destekledi. Çeyreklik üretim 4Ç24'teki 187 GWh seviyesinden 4Ç25'te 197 GWh seviyesine yükseldi. Piyasa Takas Fiyatlarında (PTF) yaşanan reel daralmaya rağmen konsolide cironun yıllık bazda %6 artış kaydetmesinde, şirketin aktif portföy yönetimi sayesinde elde ettiği dolar bazlı güçlü ortalama satış fiyatları ana destekleyici unsur oldu.

Operasyonel marjlarda yıllık güçlü iyileşme. Hasılat tarafındaki bu dinamiklere ek olarak, FAVÖK rakamı yıllık bazda %26 oranında artarak 470 mn TL'ye ulaştı. Bu durumun bir sonucu olarak FAVÖK marjı yıllık bazda 11.2 puanlık güçlü bir artışla %60.2'den %71.5 seviyesine yükselirken, çeyreklik bazda %72.1 seviyesine kıyasla büyük ölçüde yatay kaldı. Vergi ve finansman gideri net kârda ağır tahribat yarattı. Şirketin finansman giderleri yıllık bazda %33 düşüş gösterse de 829 mn TL ile net kâr üzerinde ciddi bir baskı unsuru olmaya devam etti. Buna ek olarak, VUK tarafında enflasyon muhasebesi uygulamasının kalkmasının muhtemel negatif etkiyle 4Ç25'te 711 mn TL tutarında rekor seviyede vergi gideri kaydedildi (4Ç24: 12 mn TL vergi gideri). Operasyonel taraftaki FAVÖK büyümesi bu ağır vergi ve finansman yükünü karşılayamadı ve şirket piyasanın pozitif net kâr beklentisinin tam aksine 1.246 mn TL net zarar açıkladı.

Değerleme Üzerindeki Etki ve Görünüm

Net zarardaki büyük sapma nakit çıkışı gerektirmeyen vergi etkisi kaynaklı. Öte yandan, Türkiye genelinde 2026 yılının ilk iki ayında etkili olan kuvvetli yağışlar ve yüksek baraj doluluk oranlarının, hidroelektrik portföyüne sahip şirketler için yılın geneline dair daha optimistik bir üretim senaryosuna işaret ettiğini değerlendiriyoruz. Değerlememizde herhangi bir değişikliğe gitmiyor ve ENTRA için yaptığımız senaryo bazlı İNA (%70) ve 2028T 6.5x FD/FAVÖK (%30) ile ulaştığımız 15.9TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz.

Yorum: Ciro ve FAVÖK rakamları piyasa beklentilerine paralel gelse de, piyasanın net kâr beklentisine (120 mn TL) karşılık kaydedilen 1.246 mn TL'lik devasa net zarar nedeniyle piyasanın sonuçlara ilk tepkisinin negatif olmasını öngörüyoruz.

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,