

Kâr Metriklerinde Genel Görünüm

Şirketler yaklaşık iki yıldır para politikasındaki sıkılaştırmanın etkilerini hissediyor. Buna ek olarak, 2023 sonunda devreye giren enflasyon muhasebesi özellikle net kâr tarafında önemli bir baskı yaratmaya devam ediyor. Reelde kârlı olsalar dahi muhasebe etkileri sebebiyle daha az şirketin net kâr açıkladığı bir dönemden geçiyoruz. Bu çeyrekte bu bahsettiğimiz tablo bir miktar iyileşmiş durumda. İncelediğimiz 561 şirketten 338'i net kâr açıkladı. Bu sayı bir önceki çeyrekte 323, geçen yılın aynı döneminde ise 312 idi. Çeyrekte çeyreğe kıyaslamamızın sezonsallık nedeniyle yanıltıcı olabileceğini not etmekle birlikte, yıllık kıyaslamada net kâr açıklayan şirket sayısındaki artış dikkat çekici bir veri olarak karşımıza çıkıyor.

3Ç25 Net Kar Açıklayan Şirket Sayısı	2Ç25 Net Kar Açıklayan Şirket Sayısı	3Ç24 Net Kar Açıklayan Şirket Sayısı
338	323	312

FAVÖK Marjlarında Toparlanma

Net kâr üzerindeki muhasebesel etkiler nedeniyle kârlılığın daha sağlıklı okunabildiği alanlardan biri FAVÖK marjları. Hem çeyreklik hem de yıllık kıyaslamada FAVÖK marjlarında belirgin bir toparlanma görüyoruz. Üçüncü çeyrekte şirketlerin medyan FAVÖK marjı %13,8 seviyesine yükseldi. Geçen yıl aynı dönemde bu oran %12,6 seviyesindeydi. Sıkılaştırma ve talep koşulları nedeniyle ciro büyümesinin yavaşladığı bir dönemde, kârlılıktaki bu iyileşmenin temelinde şirketlerin operasyonel gider yönetimine odaklanması yatıyor.

3Ç25 Medyan FAVÖK Marjı	2Ç25 Medyan FAVÖK Marjı	3Ç24 Medyan FAVÖK Marjı
%13,8	%11,5	%12,6

Operasyonel Giderlerde Disiplin

Analiz kapsamındaki şirketlerin operasyonel giderlerinin satışlara oranının medyanı bu çeyrekte %11,35 seviyesinde gerçekleşti. Bu oran ikinci çeyrekte %11,86 idi. Yıllık bazda çok büyük bir değişiklik görmesek de özellikle yüksek ciroya sahip şirketlerin operasyonel gider disiplinini daha sıkı uyguladığı belirgin şekilde öne çıkıyor. Toplam ciro ve toplam operasyonel gider verileriyle hesaplanan rakamlar, medyanda görünmeyen ama genel tabloda daha güçlü bir iyileşmenin yaşandığını gösteriyor. Sıkılaştırma dönemlerinde şirketlerin ilk refleksinin maliyet yönetimi olduğunu biliyoruz. Bu çeyrekte de benzer bir davranış gözlemliyoruz. Gelir yaratmakta zorlanan şirketler maliyet tarafına odaklanmış durumda.

Çalışmamızda enflasyon muhasebesi uygulayan şirketlerle uygulamayan şirketleri ayrıştırdık ve operasyonel giderlere toplam üzerinden gitmek istedik. Kümülatif toplam operasyonel giderlerin satışlara oranındaki düşüş daha dikkat çekici oldu. Enflasyon muhasebesi uygulayan şirketlerde operasyonel giderlerin satışlara oranı geçtiğimiz yıl üçüncü çeyrekte %20,81 olurken, bu yıl %11 oldu. Bu da medyanda görmediğimiz bir gelişme oldu.

3Ç25 Medyan Operasyonel Giderler/Satışlar	2Ç25 Medyan Operasyonel Giderler/Satışlar	3Ç/24 Operasyonel Giderler/Satışlar
%11,35	%11,86	%11,17

Yatırım Harcamaları Satış Büyümelerinin Altında

Yatırım harcamalarına kümülatif olarak baktığımızda, satışlara oranla medyan bazda bir önceki yıla göre hafif bir artış olduğu görülüyor. 3Ç24'te %4,08 olan CapEx/Satışlar oranı, bu yıl %5,28 seviyesine çıkmış durumda. Ancak tabloyu sadece medyan üzerinden okumak, yukarıda operasyonel giderlerde gördüğümüz gibi gerçek dinamiği tam olarak yansıtmıyor.

Toplam ciro büyümesi yıllık bazda %3,67 iken, toplam yatırım harcamalarında %7,14'lük bir düşüş görüyoruz. Bu da gerçekte şirketlerin yatırım iştahının zayıfladığını, ciroya oranla çok daha zayıf seyrettiğini gösteriyor. Bu tabloyu sıkılaşma döngüsü ile uyumlu okumak mümkün. Şirketler büyüme yatırımlarını ötelerken, zorunlu ya da tamamlanması gereken projeleri önceliklendirmeye devam ediyor.

3Ç25 Medyan Yatırım Harcamaları/Satışlar	2Ç25 Medyan Yatırım Harcamaları/Satışlar	3Ç/24 Operasyonel Gideler/Satışlar
%11,35	%11,86	%11,17

Temettü Davranışındaki Değişim

Sıkılaşma döneminin en çok merak edilen başlıklarından biri temettü politikalarındaki değişimdi. İlk 9 ay itibarıyla temettü ödeyen şirket sayısı 89'dan 67'ye gerilemiş durumda. Temettü ödemelerinin serbest nakit akışına oranı ise %32,25'ten %28,16'ya düşmüş. Bu tablo iki açıdan önemli. Şirketler için nakit artık daha kıymetli ve korunması gereken bir kaynak. Özellikle borçluluk ve faiz yükü yüksek olan sektörlerde temettü politikasının daha temkinli bir çizgiye kaydığını görüyoruz.

9A/25 Ödenen Temettüler/Serbest Nakit Akışı	9A/25 Ödenen Temettüler/Serbest Nakit Akışı
%28,16	%32,25

Genel olarak üçüncü çeyrek sonuçları, sıkı para politikasının şirket davranışlarını belirgin şekilde dönüştürdüğü bir döneme işaret ediyor. Ciro tarafında ivme zayıflarken şirketler ağırlığı maliyet kontrolüne ve verimliliğe vermiş durumda. Kârlılık metriklerindeki toparlanma da büyük ölçüde bu yaklaşımın doğal bir sonucu olarak öne çıkıyor. Öte yandan yatırım harcamalarındaki temkinli duruş ve temettü politikasındaki yavaşlama, şirketlerin yılın geri kalanına daha ihtiyatlı bir pencereden baktığını gösteriyor.