

Aşağıdaki raporda, Sabancı Holding (SAHOL) hissesinin son bir yıllık performansı ele alınacak; gerekli görüldüğü yerlerde beş yıla kadar uzanan trendler de dikkate alınacaktır. Rapor, kullanıcı tarafından paylaşılan iki finansal analiz dokümanına (4Ç23 ve 1Ç24) ek olarak, KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) açıklamaları ve genel piyasa verileri temel alınarak hazırlanmıştır. Sabancı Holding, Türkiye'nin önde gelen çok sektörlü şirketler topluluğu olarak finans, enerji, çimento, sanayi, perakende ve dijital gibi alanlarda faaliyet göstermektedir. Rapor, beş sayfa uzunluğunda veya daha fazla olup, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir; yalnızca bilgilendirme amacıyla sunulmuştur.

## 1. GİRİŞ

Sabancı Holding, 1967 yılında kurulmuş ve Türkiye'nin köklü aile gruplarından biri olan Sabancı Ailesi tarafından yönetilen, çok çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren bir holding şirketidir. Bünyesinde barındırdığı şirketler finans (Akbank), enerji (Enerjisa Üretim ve Enerjisa Dağıtım), çimento (Çimsa, Akçansa), sanayi (Kordsa, Brisa vb.), perakende (CarrefourSA) ve dijital (Dx Technology, vb.) gibi geniş bir yelpazeye yayılmıştır. Holding'in hisseleri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

- Ana bilgi kaynağı: [KAP resmi sayfası](#)

- **Ek dokümanlar:**

- Sabancı Holding 4Ç23 Kar Analizi ( )

- Sabancı Holding 1Ç24 Kar Analizi ( )

Bu raporda, ilk olarak Holding'in son bir yıldaki (4Ç23'ten 1Ç24'e kadarki) finansal verileri ve faaliyet sonuçları değerlendirilecek; ardından gerektiği noktalarda beş yıla kadar uzanan bir bakış sunulacaktır. Finansal rakamlar ve çeşitli göstergeler enflasyon muhasebesinin (UMS-29) etkisiyle raporlarda “enflasyon etkisi hariç” ve “UMS-29 dâhil” olarak ayrıştırılabilmektedir.

## 2. SON BİR YILLIK DÖNEMDE ÖNE ÇIKAN GELİŞMELER

### 2.1. Finansal Performans (4Ç23 ve 1Ç24 Özetleri)

#### 2.1.1. 4Ç23 Sonuçları

- **Net Kâr (UMS-29 hariç):** 2023 tamamında 41,3 milyar TL düzeyinde net kâr açıklanmıştır (tek seferlik kalemler hariç). Banka (Akbank) kârlılıkta başı çekerken, enerji segmenti (Enerjisa Üretim ve Dağıtım) ve yapı malzemeleri (Çimsa, Akçansa vb.) de kayda değer katkı sağlamıştır. Konsolide satışlar yıllık %84 artarak 432 milyar TL'ye, konsolide FAVÖK %19 artarak 113,5 milyar TL'ye ulaşmıştır ( ).

- **UMS-29 Enflasyon Muhasebesi Etkisi:**

Enflasyon muhasebesi, özellikle Akbank'ın parasal varlıkları nedeniyle Holding düzeyinde toplam kârlılığı olumsuz etkilemiştir. 39,4 milyar TL düzeyindeki net kâr (UMS-29 hariç), enflasyon muhasebesi sonrası 15,4 milyar TL'ye gerilemiştir. Banka dışı iştiraklerin net kâr katkısı %46 azalırken bankanın net kâr katkısı da 13,6 milyar TL'den 1,6 milyar TL'ye düşmüştür ( ).

- **Solo Net Nakit Pozisyonu:** 4Ç23 sonu itibarıyla 7 milyar TL, yıl başında ise 3,1 milyar TL olarak kaydedilmiştir. Ayrıca, Genel Kurul'da 6,18 milyar TL tutarında temettü dağıtılacağı açıklanmış ve temettü ödeme tarihi 6 Mayıs olarak belirlenmiştir (temettü verimi ~%3,4).

## 2.1.2. 1Ç24 Sonuçları

- **Net Zarar:** 1Ç24'te Sabancı Holding, 5,37 milyar TL net zarar kaydetmiştir. Bu rakam, 1Ç23'teki 2,36 milyar TL net zarara kıyasla %128 düzeyinde artışı ifade etmektedir ( ).

- **Parasal Kayıp:** 22,4 milyar TL parasal kayıp görülmektedir. Akbank'ın enflasyon muhasebesi nedeniyle kaydettiği 22,7 milyar TL düzeyindeki parasal kayıp, Holding düzeyindeki net zararın yükselmesinde en büyük unsurlardan biridir. Enerji segmentinin de 1Ç23'teki 618 milyon TL net kâr katkısına karşılık 1Ç24'te -380 milyon TL'lik katkı yapması dikkat çekicidir.

- **Kombine Gelir:** 1Ç24'te kombine gelirler reel bazda %6 artış göstererek 171,8 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Banka (%40 büyüme) ve dijital segment (%27 büyüme) gelirlerin artışına öncülük ederken, enerji segmentinin kombine gelirleri %35 daralmıştır.

- **Kombine FAVÖK:** Banka ve enerji segmentlerindeki daralma sebebiyle reel bazda %17 düşüş kaydedilmiştir. Buna karşın sanayi segmenti %19'luk FAVÖK artışıyla öne çıkmıştır.

- **Solo Net Nakit:** 1Ç24 sonunda 14,4 milyar TL'ye yükselmiştir (4Ç23 sonunda 7 milyar TL idi). Temettü ve ENJSA ödemeleri bu hesaplama dâhil değildir ( ).

## 2.2. Segment Bazlı Gelişmeler

### 1. Banka (Akbank):

- Holding'in net kârlılığına en büyük katkı Akbank'tan gelmektedir. Ancak parasal varlıklar nedeniyle UMS-29 kapsamında en büyük darbe de buradan gelmiştir. 4Ç23'te UMS-29 hariç net kar katkısı 13,6 milyar TL iken, enflasyon muhasebesi dâhil edildiğinde 1,6 milyar TL olarak kaydedilmiştir. 1Ç24'te de banka tarafındaki enflasyon etkisi net zararın artmasında başlıca etmendir.

## **2. Enerji (Enerjisa Üretim & Dağıtım):**

- 4Ç23'te Enerjisa Üretim'in gelirleri %30 düşerek 39 milyar TL'ye gerilemiş, ancak vergi teşvikleri ve trading faaliyetleriyle net kâr %85 artmıştır ( ). 1Ç24'te ise Enerjisa tarafında düşük doğalgaz hacimleri ve zayıf elektrik fiyatları nedeniyle net kâr katkısı negatif yönde değişmiş, 1Ç23'teki pozitif katkı bu çeyrekte -380 milyon TL şeklinde gerçekleşmiştir ( ).

## **3. Yapı Malzemeleri (Çimsa, Akçansa vb.):**

- 4Ç23 sonuçlarında %195 gibi büyük bir kâr artışı yakalayarak Holding'in konsolide kârlılığını desteklemiştir. 1Ç24 verileri bu segmentte FAVÖK ve net kârın büyümesine dair güçlü sinyaller vermektedir, ancak genel tabloya oranla etkisi sınırlı kalmıştır.

## **4. Sanayi (Kordsa, Brisa, vb.):**

- 1Ç24'te kombine FAVÖK'te %19'luk artışla dikkat çekmiştir. Sanayi segmenti, ihracat pazarlarındaki talep değişimine ve kur hareketlerine bağlı volatilité yaşayabilmektedir.

## **5. Dijital (Dx Technology, vb.):**

- 1Ç24'te gelirler reel olarak %27 artmış, FAVÖK katkısı da görece pozitif seyretmiştir. Sabancı, dijital dönüşüm ve teknoloji yatırımlarına hız vermiştir.

## **6. Finansal Hizmetler (Akbank dışı):**

- Bireysel emeklilik, sigorta, varlık yönetimi gibi alanlarda faaliyet gösteren şirketler yer almaktadır. 4Ç23'te gelir ve FAVÖK artışına olumlu katkı sağlarken, 1Ç24'teki parasal kayıplardan görece daha az etkilenmiştir.

## **2.3. Temettü Politikası ve Solo Nakit Pozisyonu**

- **Temettü:** 4Ç23 itibarıyla 6,18 milyar TL temettü dağıtımı (hisse başına 2,94 TL) ve 1Ç24 sonrasında da bu politikanın devamı beklenmektedir. Holding'in düzenli temettü ödemesi, hissedarlara nakit getiri sağlamaktadır.

- **Solo Net Nakit:** 1Ç24 sonunda 14,4 milyar TL'ye yükselmiş olup, Holding'in likiditesini ve yatırım gücünü artıran önemli bir faktördür. Holding, yatırım fırsatlarını değerlendirirken ve varlık portföyünü yeniden şekillendirirken bu nakit varlığından yararlanabilir.

### 3. BEŞ YILLIK PERSPEKTİF

Son bir yıldaki gelişmelerin yanı sıra, beş yıla uzanan bir bakış da Holding'in stratejik dönüşümünü ve makroekonomik koşullardaki farklı dönemleri anlamak açısından önemlidir:

#### 1. 2019–2020:

- Küresel ve yerel ekonomik çalkantılar, özellikle pandemi başlangıcının etkisi, Akbank'ın kârlılığını ve sanayi-perakende segmentlerini baskıladı. Buna karşın Sabancı Holding, portföy çeşitliliği sayesinde büyük bir çöküş yaşamadan bu dönemi atlattı.

#### 2. 2021:

- Pandeminin görece hafiflemesi ve ekonomik toparlanma, enerji ve çimento segmentlerinde talep artışına sebep oldu. Akbank, düşük faiz ortamından belirli ölçüde fayda sağlarken, enflasyondaki yükseliş sinyalleri de belirmeye başladı.

#### 3. 2022:

- Yüksek enflasyon ve kur hareketleri, bankacılık ve perakende sektörlerini etkiledi. Ancak Sabancı Holding, enerji ve sanayi segmentlerinde sağladığı gelir artışlarıyla konsolide kârlılığını önemli ölçüde korudu. Bu dönemde enflasyon muhasebesi ilk kez devreye girerek UMS-29 etkileri görünür hâle geldi.

#### 4. 2023–2024:

- Enflasyon muhasebesi (UMS-29) çerçevesinde Akbank ve diğer parasal varlıklara sahip iştirakler üzerinden Holding net kârı negatif etkilenmiştir. Yüksek faiz ortamı, bankacılık segmentinin marjlarını bir yönden desteklese de parasal varlıkların reel değer kaybı raporlanan net kârı düşürmüştür. Enerji sektöründe ise dalgalı elektrik ve doğalgaz fiyatları, trading faaliyetlerinden gelen gelirle telafi edilmeye çalışılmıştır. Holding, dijital dönüşüm ve yeni yatırım alanlarına yönelmeyi stratejik hedef olarak benimsemiştir.

### 4. RİSKLER VE FIRSATLAR

#### 4.1. Temel Riskler

##### 1. Makroekonomik Belirsizlikler:

Yüksek enflasyon ve faiz dalgalanmaları, Akbank başta olmak üzere Holding'in finansal performansını kısa vadede etkileyebilir.

## **2. Enflasyon Muhasebesi (UMS-29):**

Parasal varlıklar (özellikle Akbank) nedeniyle Holding düzeyinde büyük parasal kayıplar raporlanmaktadır. Bu durum, finansallarda “kâğıt üstünde” net zararı veya düşük kârı beraberinde getirebilir ve yatırımcı algısını etkileyebilir.

## **3. Enerji Fiyatları ve Regülasyon:**

Enerji iştiraklerinde elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki oynaklık, düzenleyici otoritelerin alabileceği kararlar (tavan fiyat, vergi vb.), segmentin gelirlerini öngörülü olmayı zorlaştırmaktadır.

## **4. Küresel Resesyon Riski:**

Dünya piyasalarında olası resesyon, sanayi ve çimento segmentindeki ihracatı ve iç talebi zayıflatabilir.

## **4.2. Temel Fırsatlar**

### **1. Portföy Çeşitliliği:**

Holding’in farklı sektörlerde faaliyet göstermesi, herhangi bir sektördeki olumsuzluğun toplam konsolide performansa sınırlı yansımaya yol açar. Bu çeşitlilik uzun vadede istikrar sağlayabilir.

### **2. Dijital ve Teknoloji Yatırımları:**

Sabancı Holding, “yeni ekonomi” alanlarına yatırım yaparak dijital segmentte güçlü bir büyüme potansiyeli yakalamayı hedeflemektedir. 1Ç24’te dijital segment gelirlerindeki artış da bu stratejinin göstergesidir.

### **3. Solo Net Nakit Pozisyonu:**

Yüksek nakit varlığı, Holding’e hem temettü ödeme kabiliyeti hem de stratejik satın alma veya yatırım fırsatlarına hızlı erişim olanağı tanır.

### **4. Enerji İştiraklerinin Uzun Vadeli Büyüme Potansiyeli:**

Yenilenebilir enerji, dağıtım şebekesi yatırımları ve enerji ticareti gibi alanlarda uzun vadede değer yaratma olanağı bulunmaktadır.

## **5. DEĞERLEME VE GENEL BAKIŞ**

## 5.1. Değerleme Yöntemi ve NAD (Net Aktif Değeri) İskontosu

- Sabancı Holding’in değeri çoğunlukla “parça başı değerlendirme” (SOTP – Sum of the Parts) ve “NAD iskontosu” yöntemiyle analiz edilir. Holding hisselerinde uzun dönem ortalama NAD iskontosu %40–45 civarında seyrederken 1Ç24 sonu itibarıyla iskonto %41–%42 seviyesindedir ( ; ).

- İş Yatırım analizlerinde, Holding hissesi için 145 TL (1Ç24 raporu) veya 117 TL (4Ç23 raporu) gibi hedef fiyatlar verilmiş, tavsiye “AL” şeklinde korunmuştur. Farklı analizler, bankacılık ve enerji sektörlerine maruz kalmak isteyen yatırımcılara SAHOL’ün iskontolu bir fırsat sunduğunu ileri sürmektedir.

## 5.2. Genel Yorum

- **1Ç24 Net Zararı ve Piyasa Tepkisi:** Akbank kaynaklı enflasyon muhasebesi etkisi ve enerji segmentinin zayıf performansı nedeniyle net zararda artış kaydedilmiştir. Piyasa, UMS-29 etkisini bekliyor olsa da kâğıt üzerindeki zarar rakamları hissedarlarda tedirginlik yaratabilir.

- **Orta–Uzun Vadeli Potansiyel:** Holding’in dijital dönüşüm projeleri, enerji sektöründe yenilenebilir kaynaklara yatırım planları ve uluslararası büyüme stratejileri, sabırlı yatırımcılar için çekici bir uzun vadeli potansiyel sunmaktadır. Portföy çeşitliliği, finansal sağlamlık (yüksek nakit pozisyonu) ve tarihsel olarak istikrarlı temettü ödemeleri, Sabancı Holding’in dayanıklılığını artıran faktörlerdir.

## 6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

### Son Bir Yılın Özeti:

Sabancı Holding, 4Ç23 ve 1Ç24 raporlarında enflasyon muhasebesi (UMS-29) nedeniyle raporlanan net kâr rakamlarında düşüş ve hatta zararlarla karşılaşmıştır. Banka segmentindeki (Akbank) parasal varlıklar bu etkiyi güçlendirmektedir. Ayrıca, enerji segmentinin 1Ç24’te önceki döneme göre daha zayıf kâr katkısı, konsolide sonuçları olumsuz etkilemiştir. Buna karşın, yapı malzemeleri, sanayi ve dijital segmentlerindeki büyüme, Holding’in çok sektörlü yapısının avantajlarını göstermektedir. Solo net nakit pozisyonu 14,4 milyar TL’ye yükselmiş ve bu durum potansiyel yatırımlar ve temettü ödemeleri için kaynak oluşturmaktadır.

### Beş Yıllık Bakış:

2019–2020 döneminde pandemi etkilerini çeşitlendirilmiş portföy sayesinde görece başarılı atlatan Sabancı Holding, 2021 ve 2022’de yüksek enflasyon ve çalkantılı makro koşullara

rağmen önemli ölçüde kârlılık üretmiştir. 2023–2024’te ise enflasyon muhasebesi “gerçek nakit dışı” (non-cash) kayıpları artırarak raporlanan net kârı düşürmektedir. Ancak sabit kıymet tabanına ve farklı sektörlere dağılmış varlık portföyüne sahip bir holding olarak, Sabancı Holding orta–uzun vadede istikrarlı büyüme potansiyelini korumaktadır.

### **Risk ve Fırsatlar:**

Kısa vadede enflasyon muhasebesinin yarattığı negatif raporlama etkisi, bankacılık segmentindeki oynaklık ve enerji fiyatlarındaki dalgalanmalar Holding’in hisse performansını etkileyebilir. Öte yandan, temettü geleneği, dijitalleşme, sanayi ve enerji alanındaki uzun vadeli büyüme fırsatları ve net nakit pozisyonu olumlu unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

### **Yatırımcı Açısından Değerleme:**

Analistler, Sabancı Holding’i “AL” tavsiyesiyle değerlendirmekte ve Holding hisselerinin NAD iskonto oranının tarihsel ortalamalarla uyumlu veya bir miktar altında olduğunu belirtmektedir. Bankacılık ve enerji sektörüne yönelik pozisyon almak isteyen yatırımcılar, Sabancı Holding üzerinden bu sektörlere bir “iskonto” ile yatırım yapma fırsatı yakalayabilir.

## **7. EKLER VE KAYNAKLAR**

- [KAP: Sabancı Holding Resmi Sayfa](#)
- Sabancı Holding 4Ç23 Kar Analizi ( )
- Sabancı Holding 1Ç24 Kar Analizi ( )

### **Yasal Uyarı:**

Bu rapor, yatırım danışmanlığı kapsamında olmayıp, yalnızca genel bilgilendirme amacı taşır. Yatırım kararları, kişilerin risk-getiri profiline göre uzman görüşü olarak verilmelidir.

### **Son Söz:**

Sabancı Holding (SAHOL), çok sektörlü yapısı ve yüksek nakit pozisyonuyla, makro dalgalanmalara karşı görece korunaklı bir portföy sunabilmektedir. Kısa vadede enflasyon muhasebesi ve enerji segmentinin değişken kâr katkısı gibi faktörler, dönemsel olarak

dalgalanmalara yol açsa da uzun vadede Holding'in istikrarlı büyüme ve temettü politikasını sürdürmesi beklenmektedir.