Kasım 10, 2026

Şirket Haberleri

Kar Beklentileri ve Sonuçları

- Koç Holding 3Ç26 Sonuçları
- BİM 3Ç26 Sonuçları
- Turkcell 3Ç26 Sonuçları
- Türk Altın 3Ç26 Sonuçları
- TR Anadolu Metal 3Ç26 Sonuçları
- TR Doğal Enerji 3Ç26 Sonuçları
- Astor 3Ç26 Sonuçları
- Alarko Holding 3Ç26 Sonuçları
- Pegasus 3Ç26 Sonuçları
- Tekfen Holding 3Ç26 Sonuçları
- Doğuş Otomotiv 3Ç26 Sonuçları
- Logo 3Ç26 Sonuçları

Sektör ve Şirket Haberleri

- Koç Holding 3Ç26 Telekonferansından Öne Çıkanlar
- Türk Hava Yolları'nın yolcu trafiği Ekim'de yıllık %0,6 gerilerken, doluluk oranı 1,6 puan yükseldi
- Ülker 3Ç26 Telekonferans Notları
- Fitch, Anadolu Efes'in kredi notunu "BB" seviyesinde teyit ederken "Negatif" görünümünü korudu
- Türkiye Sigorta'nın brüt yazılan primleri Ekim ayında yıllık %22 arttı
- Garanti pay geri alımlarına devam ediyor
- Mavi 290 bin lot hisse geri alımı yaptı

Araştırma
Ünlü Araştırma 0212 367 3636 unluresearch@e.unluco.com

Piyasa görünümü

BIST Endeksleri	Kapanış	Değişim	Hacim.($m)
BIST 30	14,290	1.34%	2,373
BIST 100	11,483	1.32%	2,696
BIST 30 Vadeli	**Uzlaş. Fiyatı**	**Değişim**	**Hacim.($m)**
Ara-26	15,251	2.51%	507,830
Feb-27	15,924	2.50%	4,407
BIST 30 en yüksek performans gösterenler		**Günlük (TL)**	**Hacim.($m)**
TOASO		9.1%	54.25
ASTOR		8.2%	148.89
FROTO		7.8%	62.27
BIST 30 en düşük performans gösterenler		**Günlük (TL)**	**Hacim.($m)**
SISE		-3.3%	39.03
PETKM		-3.3%	27.38
SASA		-3.1%	52.73

Küresel hisse senedi piyasa performansları

Gelişmekte olan piyasalar	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	1.3%	-16.8%	2.0%
MSCI EM	1.5%	-10.4%	8.6%
Hang Seng	0.3%	-2.4%	-4.3%
Brasil-Bovespa	2.2%	3.2%	6.9%
India-Sensex 30	0.1%	4.0%	-4.8%
China-Shangai	0.1%	-6.7%	-7.7%
S. Africa-JSE	2.0%	0.9%	-0.7%
Gelişmiş piyasalar			
Dow Jones	2.2%	-2.5%	9.0%
S&P 500	2.3%	-3.0%	10.3%
FTSE 100	1.0%	0.3%	8.6%
Euro Stoxx 50 Pr	1.9%	-3.8%	8.6%
DAX	1.7%	-0.7%	7.3%
CAC 40	1.2%	-4.7%	1.0%
IBEX	1.9%	-2.1%	14.1%
Nikkei	2.7%	-12.2%	19.9%

Emtialar

** vadeli*	Fiyat	Günlük	Ybb
Brent ($/bbl)*	92.6	-5.8%	52.1%
Altın ($/oz)	4114.5	1.0%	-5.2%
Gümüş ($/t oz)	52.7	1.4%	-27.7%
Bakır ($/lb)	671.4	1.3%	12.4%
Döviz kurları	**Kur**	**Günlük**	**Ybb**
USD/TL	50.07	0.0%	16.7%
EUR/USD	1.12	-0.6%	-4.8%
Döviz sepeti	53.06	-0.3%	5.9%
Faiz oranları	**Oran**	**Değişim**	**Hacim.($m)**
Politika faizi	37.00%		
Gösterge tahvil (01-Eki-25)	39.46%	-0.1%	379.00
Eurobondlar	**Fiyat**	**Getiri**	**Makas**
TR (15-Oca-30)	115.738	6.4%	1.5%
US (10-yıllık)		4.9%	0.0%

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

Kar Beklentileri ve Sonuçları

Koç Holding 3Ç26 Sonuçları: Koç Holding <KCHOL TI, Al> 3Ç26'da TL756,1mlr net satış (+%25 yıllık, +%10 çeyreklik), TL132,5mlr FAVÖK (+%81 yıllık, +%37 çeyreklik) ve TL34,9mlr net kâr (+%252 yıllık, +%68 çeyreklik) açıklayarak TL26,2mlr seviyesindeki piyasa beklentisini %34 aştı. Net kârdaki güçlü performansın ana belirleyicisi Tüpraş olurken, enerji segmenti TL30,4mlr ile konsolide net kârın %87'sini oluşturdu. Sonuçları olumlu değerlendiriyoruz; ancak kârlılıktaki iyileşme büyük ölçüde enerji segmentinde yoğunlaşırken, beyaz esya segmentindeki zararlar devam etti. Koç hisseleri son bir ayda BIST-100 endeksinin %7 üzerinde performans gösterirken, USD bazında yatay kaldı. Öne çıkan başlıklar:

- Operasyonel kârlılık enerji segmenti öncülüğünde güçlü artış gösterdi: Konsolide faaliyet kârı yıllık %144 artışla TL97,9mlr'a yükselirken, vergi öncesi kâr 3Ç25'teki TL31,7mlr seviyesinden TL97,5mlr'a ulaştı. FAVÖK marjı yıllık 5,4yp ve çeyreklik 3,5yp artışla %17,5'e yükseldi. Buna karşılık, TL26,7mlr vergi gideri ve TL35,9mlr kontrol gücü olmayan paylara düşen kâr, ana ortaklık net kârına yansımayı sınırladı. Efektif vergi oranı ise geçen yılın aynı dönemindeki %47 seviyesinden %27'ye geriledi. 9A26'da FAVÖK yıllık %50 artışla TL298,4mlr'a, net kâr ise %203 artışla TL56,4mlr'a ulaştı.
- Enerji, güçlü rafineri marjları sayesinde kâr artışının ana kaynağı oldu: Enerji segmentinin kombine gelirleri yıllık %48 artışla TL751,0mlr'a yükselirken, kur farkı ve ticari alacak/borçlara ilişkin finansman etkileri hariç faaliyet kârı TL26,9mlr'dan TL90,2mlr'a ulaştı. Segmentin ana ortaklık net kârına katkısı 3Ç25'teki TL7,4mlr seviyesinden TL30,4mlr'a yükseldi. Tüpraş'ın net rafineri marjı, güçlü ürün crack marjları, yüksek kapasite kullanımı ve ham petrol optimizasyonunun desteğiyle 3Ç25'teki USD9,7/varil ve 2Ç26'daki USD21,4/varil seviyelerinden 3Ç26'da USD36,3/varile ulaştı. Şirketin güncel 2026 net rafineri marjı beklentisi USD20–22/varil seviyesinde bulunuyor. Aygaz'ın toplam LPG satış hacmi ise ağırlıklı olarak uluslararası satışların desteğiyle 9A26'da yıllık %11 arttı.
- Otomotivde kârlılık baskısı sürerken, tüketici dayanıklı ürünlerde zarar arttı: Otomotiv segmentinin kombine gelirleri yıllık %12 düşüşle TL396,1mlr'a gerilerken, kur farkı ve ticari finansman etkileri hariç faaliyet kârı %8 azalışla TL12,6mlr oldu. Buna karşın segmentin ana ortaklık net kârına katkısı yıllık %11 artışla TL6,2mlr'a yükseldi. Zayıf talep, fiyatlama baskısı ve kur artışı ile enflasyon arasındaki olumsuz fark kârlılığı baskılamaya devam etti. Ford Otosan'ın güncel 2026 düzeltilmiş FAVÖK marjı beklentisi, Mayıs ayındaki %7–8 seviyesinden %6–7'ye düşürülürken, gelirlerde orta-yüksek tek haneli daralma öngörülüyor. Tüketici dayanıklı ürünler segmentinin ana ortaklık net zarar katkısı ise 3Ç25'teki TL1,0mlr seviyesinden TL3,7mlr'a yükseldi. Arçelik'te operasyonel baskılar devam ederken, şirketin güncel FAVÖK marjı beklentisi Nisan ayındaki %6,25–6,50 aralığından %5,75–6,00'a geriledi.
- Finans segmentinin net kâr katkısı, banka kârlılığındaki iyileşmeye rağmen negatif kaldı: Segment, 3Ç25'teki TL1,3mlr zarara karşılık 3Ç26'da TL786mn ana ortaklık net zarar katkısı kaydetti. Kombine vergi öncesi kâr TL2,6mlr olurken, vergi gideri TL4,0mlr seviyesinde gerçekleşti. Buna karşılık Yapı Kredi'nin BDDK finansallarına göre 9A26 net kârı, iyileşen faiz marjları ve çekirdek gelirlerin desteğiyle yıllık %10 artışla TL41,7mlr'a yükseldi. Ancak aktif kalitesindeki baskı devam ederken, kümülatif kredi risk maliyeti 2025 sonundaki 167 baz puandan 214 baz puana yükseldi. Bankanın raporlanan kârlılığı ile Koç Holding'e yansıyan net kâr katkısı arasındaki farkın daha ayrıntılı açıklanması gerekiyor.
- Holding solo likiditesi güçlü seyrini korudu: Koç Holding'in solo net nakit pozisyonu, 2025 sonundaki USD815mn seviyesinden Eylül sonunda USD963mn'a yükseldi. Brüt nakit yaklaşık USD1,6mlr'a ulaşırken, nakdin %80'i döviz cinsinden tutuldu. Finans segmenti hariç kombine net finansal borç/FAVÖK oranı ise 0,9x'e geriledi. Holdingin 9A26 temettü gelirleri TL23,3mlr olurken, Ekim ayında EYAŞ'tan TL3,9mlr ilave temettü tahsil edildi. Ford Otosan'dan da gerekli onaylara bağlı olarak 4Ç26'da TL4,2mlr temettü alınması bekleniyor. Diğer segmentinin ana ortaklık net kârına katkısı, 3Ç25'teki TL0,8mlr zarardan TL2,8mlr kâra dönerken, kombine segment sonuçlarında TL3,1mlr yatırım faaliyetlerinden gelir yer aldı.

Görüş ve Değerleme: Koç Holding için Al tavsiyemizi koruyoruz. Net kârın piyasa beklentisini %34 aşmasını olumlu değerlendiriyoruz; ancak ana ortaklık net kârındaki yıllık artışın %92'si enerji segmentinden kaynaklanırken, diğer segmentlerde kârlılık görünümü karışık seyrini sürdürdü. Tüpraş'ın güçlü performansı daha önce açıklanan finansallarına ve güncellenen beklentilerine yansıdığı için Koç Holding'in NAD'i üzerindeki ilave etkinin sınırlı kalacağını düşünüyoruz.. Çeşitlendirilmiş iştirak portföyü, güçlü solo net nakit pozisyonu ve NAD iskontosundaki daralma potansiyeli nedeniyle Koç Holding'e yönelik olumlu görüşümüzü koruyoruz.

Finansal Sonuçlar: Koç Holding

						Beklentiler	% Sapma			
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Piyasa	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	603,015	688,046	756,102	25%	10%			1,689,614	2,002,352	19%
FAVÖK	73,225	96,767	132,460	81%	37%			198,735	298,430	50%
FAVÖK marjı	12.1%	14.1%	17.5%	5.4pp	3.5pp			11.8%	14.9%	3.1pp
Net kar	9,925	20,848	34,937	252%	68%	26,155	34%	18,618	56,374	2.0
Net marj	1.6%	3.0%	4.6%	3.0pp	1.6pp			1.1%	2.8%	1.7pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

BİM 3Ç26 Sonuçları: Güçlü operasyonel kârlılık ve finansal yatırımlardan elde edilen gelirler sayesinde FAVÖK ve net kâr beklentileri aştı: BİM <BIMAS TI, AL>, 3Ç26'da TL245,7 milyar ciro (+%5 y/y; Ünlü: TL248,0 milyar; Kons.: TL246,5 milyar), TL17.719m FAVÖK (+%3 y/y; Ünlü: TL15.563m; Kons.: TL16.837m) ve TL10.386m net kâr (+%52 y/y; Ünlü: TL8.696m; Kons.: TL8.765m) açıkladı. Ciro piyasa beklentisine paralel gerçekleşirken, FAVÖK tahminimizin %14, konsensüsün %5 üzerinde geldi. Net kâr ise hem tahminimizi hem de konsensüsü yaklaşık %18-19 aştı. Beklentilerin aşılmasında güçlü operasyonel kârlılık ve finansal yatırımlardan elde edilen daha yüksek gelirler etkili oldu. Sonuçlara piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan noktaları şöyle:

- Ciro büyümesi yüksek bazın etkisiyle yavaşladı: Ciro, ağırlıklı olarak yüksek baz etkisi nedeniyle 2Ç26'daki yıllık %10 ve 3Ç25'teki %7 büyümenin ardından 3Ç26'da %5 artarak TL245,7 milyar'a ulaştı. BİM'in ciro büyümesi, Şok (+%1 y/y) ve Migros'un (+%3 y/y) üzerinde gerçekleşti. Türkiye'de enflasyon düzeltmesi hariç benzer mağaza (LFL) satış büyümesi, 2Ç26'daki %37,3'ten 3Ç26'da %32,5'e geriledi (sepet: +%34,9; trafik: -%1,8). Bu oran, %29,6 seviyesindeki BİM enflasyonunun üzerinde kalmaya devam etse de müşteri trafiği yeniden negatife döndü. Mağaza açılışları da yavaşladı. Şirket, 3Ç26'da net 113 yeni mağaza açtı (2Ç26: 275; 3Ç25: 156). Böylece toplam mağaza sayısı yıllık %5 artışla 14.964'e ulaştı.
- FAVÖK marjı çeyreklik bazda iyileşti: FAVÖK marjı 3Ç26'da %7,2 olarak gerçekleşti (2Ç26: %6,1; 3Ç25: %7,4). Brüt kâr marjı çeyreklik bazda %19,9'a yükselirken, yıllık bazda hafif geriledi (2Ç26: %19,2; 3Ç25: %20,1). Faaliyet giderlerinin ciroya oranı ise %15,8'e düştü (2Ç26 ve 3Ç25: %16,4). Yıllık bazdaki iyileşmede amortisman giderlerinin (-52 baz puan), enerji giderlerinin (-16 baz puan) ve personel giderlerinin (-15 baz puan ile cironun %9,5'ine) ciroya oranındaki düşüşler etkili oldu. Bu iyileşme, diğer giderlerdeki 20 baz puanlık artışla kısmen dengelendi. Faaliyet kârı (FVÖK) yıllık %17 artışla TL9,9 milyar'a ulaştı.
- Finansal yatırım gelirleri ve düşük vergi oranı net kârı destekledi: Net kâr yıllık %52 artışla TL10.386m'ye yükselirken, net kâr marjı %4,2 oldu (2Ç26: %3,6; 3Ç25: %2,9). Net kârdaki artışı güçlü operasyonel kârlılık, finansal yatırımlardan elde edilen gelirlerin 3Ç25'teki TL1,6mlr'den TL4,2mlr'ye yükselmesi ve vergi giderinin TL4,1mlyr ile sınırlı kalması destekledi. Efektif vergi oranı, 3Ç25'teki %46'dan %28'e geriledi. Bu olumlu unsurlar, parasal kazancın TL3,6mlyr'e düşmesini (3Ç25: TL6,5mlr; 2Ç26: TL7,2mlr) ve net finansman giderinin 3Ç25'teki TL2,6mlr'den TL3,1mlr'ye yükselmesini fazlasıyla telafi etti.
- Net nakit pozisyonu güçlendi: UFRS 16 etkisi hariç net nakit pozisyonu, çeyrek içinde dağıtılan TL3,0mlr temettüye rağmen, güçlü operasyonel kârlılık ve işletme sermayesindeki sınırlı düşüş sayesinde 2Ç26'daki TL31,1mlr'den 3Ç26'da TL41,7mlr'e yükseldi. İşletme sermayesi ihtiyacının ciroya oranı da 1Ç26'daki +%0,2'den -%0,2'ye iyileşti.

2026 beklentilerinde değişiklik yok: Yönetim, 2026 yılı için %6 (+/-2 puan) reel ciro büyümesi (9A26: +%8), UFRS 16 dahil %6,5 (+/-0,5 puan) FAVÖK marjı (9A26: %6,0) ve %3,0-3,5 yatırım harcaması/ciro oranı (9A26: %2,6) beklentilerini korudu.

Görüşümüz: <BIMAS TI, AL, HF 613 TL/hisse> BİM'e yönelik olumlu görüşümüzü üç temel unsur destekliyor: 1) Şirketin yüksek indirim (hard-discount) modeli, özel markalı ürünlerdeki güçlü konumu ve yalın maliyet yapısı, fiyat hassasiyetinin yüksek olduğu mevcut tüketici ortamına özellikle uygun olmaya devam ediyor; 2) BİM, halihazırda en geniş mağaza ağına sahip olmasına rağmen güçlü mağaza açılış performansını sürdürüyor; 3) FİLE, ulusal ölçekte süpermarket segmentinde ikinci bir büyüme motoru oluşturuyor. Hissenin 2026T 13,0x F/K çarpanıyla işlem görmesini cazip buluyoruz.

Finansal Sonuçlar: Bim Birleşik Mağazalar

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	233,121	234,262	245,736	5%	5%	247,960	246,513	-1%	0%	665,221	720,478	8%
FAVÖK	17,170	14,327	17,719	3%	24%	15,563	16,837	14%	5%	38,122	43,470	14%
FAVÖK marjı	7.4%	6.1%	7.2%	-0.2pp	1.1pp	6.3%	6.8%			5.7%	6.0%	0.3pp
Net kar	6,843	8,467	10,386	52%	23%	8,696	8,765	19%	18%	14,599	26,152	79%
Net marj	2.9%	3.6%	4.2%	1.3pp	0.6pp	3.5%	3.6%			2.2%	3.6%	1.4pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Turkcell 3Ç26 Sonuçları: Turkcell <TCELL TI, AL>, 3Ç26'da TL6,7 milyar net kâr (-%4 y/y; Ünlü: TL5,3 milyar; Konsensüs: TL5,5 milyar), TL36,2 milyar FAVÖK (+%7 y/y; Ünlü: TL33,1 milyar; Konsensüs: TL33,6 milyar) ve TL82,0 milyar gelir (+%6 y/y; Ünlü: TL79,8 milyar; Konsensüs: TL79,8 milyar) açıkladı. Gelirler beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşirken, %44,2 FAVÖK marjının desteğiyle FAVÖK tahminimizi %9, konsensüsü ise %8 aştı. Net kâr, artan amortisman ve finansman giderlerine rağmen operasyonel kârlılıktaki iyileşme, daha yüksek parasal kazançlar ve daha düşük vergi giderlerinin desteğiyle tahminimizin %27, konsensüsün ise %24 üzerinde gerçekleşti. Sonuçlara piyasa tepkisinin hafif olumlu olmasını bekliyoruz.

- Konsolide gelirler 3Ç26'da yıllık bazda %6,2 artarak 2Ç26'daki %2,5 büyümeye kıyasla hızlandı. Konsolide gelirlerin yaklaşık %90'ını oluşturan Turkcell Türkiye gelirleri, kurumsal segmentteki %30,6 büyümenin desteğiyle %5,1 arttı. Dijital İş Servisleri gelirleri %65,3 büyürken, önceki dönemlerde yapılan fiyat artışlarının etkisinin belirginleşmesiyle bireysel segment gelirleri reel bazda yeniden büyümeye geçti. Techfin gelirleri %8,9 artarken, Paycell gelirlerinde %22,7 büyüme kaydedildi.

- Turkcell, 3Ç26'da 701 bini faturalı olmak üzere 579 bin net mobil abone kazanımı kaydetti. Böylece faturalı abonelerin toplam mobil abone bazı içindeki payı %82'ye yükseldi. Mobil müşteri kayıp oranı, geçen yılın aynı dönemindeki %2,6 seviyesinden %1,6'ya gerilerken, Türkiye genelindeki çeyreklik numara taşıma hacmi yaklaşık 5 milyondan 2,3 milyonun altına indi. Bu gelişmeler mobil pazarda rekabet koşullarının daha rasyonel hale geldiğine işaret ediyor. M2M hariç mobil ARPU reel bazda yıllık %2,3 gerilerken, düşüş önceki çeyreğe göre belirgin şekilde yavaşladı. Konut fiber ARPU'su ise reel bazda %2,7 arttı. Yönetim, fiyat artışlarının ARPU ve bireysel segment gelirleri üzerindeki olumlu etkisinin 4Ç26'dan itibaren daha belirgin hale gelmesini bekliyor.
- Turkcell, 3Ç26'da 39 bin net fiber abonesi (2Ç26: 31 bin) ve 101 bin net Superbox abonesi (2Ç26: 64 bin) kazandı. Superbox abone sayısı yıllık %35,6 artışla 919 bine ulaşırken, fiber abone sayısı %5,7 büyüdü.
- Konsolide FAVÖK yıllık %6,8 artarak TL36,2 milyara yükselirken, FAVÖK marjı 0,2 puan iyileşerek %44,2 oldu. Marjdaki iyileşmede, ağırlıklı olarak personel giderlerindeki düşüşün etkisiyle faaliyet giderlerinin gerilemesi belirleyici oldu. Genel yönetim giderlerinin gelirlere oranı geçen yılın aynı dönemindeki %4,4 seviyesinden %3,7'ye, satış ve pazarlama giderlerinin oranı ise %6,9'dan %6,1'e geriledi. Bu iyileşme, artan donanım satışları ve Dijital İş Servisleri maliyetleri nedeniyle amortisman hariç satışların maliyetinin gelirlere oranının %44,2'den %45,4'e yükselmesini dengeledi. Techfin tarafında da kârlılık iyileşirken, FAVÖK marjı 8,0 puan artışla %29,9'a ulaştı. Bu gelişmede Financell'in daha düşük fonlama maliyetleri ve iyileşen net faiz marjı etkili oldu.
- Net kâr, 3Ç26'da yıllık %3,8 azalarak TL6,7 milyar oldu. Yıllık düşüşte 5G yatırımlarıyla bağlantılı artan amortisman giderleri ve yükselen net finansman giderleri etkili olurken, daha yüksek parasal kazançlar, sabit kıymetlerin yeniden değerlemesinden kaynaklanan olumlu ertelenmiş vergi etkisiyle düşen vergi giderleri ve TOGG'dan kaynaklanan özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen zararların azalması bu baskıyı kısmen telafi etti.
- Net borç, 2Ç26'daki TL44,5 milyar seviyesinden 3Ç26'da TL40,7 milyara gerilerken (2025 yıl sonu: TL18,5 milyar), net borç/FAVÖK oranı 0,36x'ten 0,31x'e düştü (2025 yıl sonu: 0,14x).
- Operasyonel yatırım harcamaları 9A26'da yıllık %33,6 artışla TL53,7 milyara ulaşırken, gelirlere oranı %22,8 ile geçen yılın aynı dönemindeki %18,1 seviyesinin üzerinde, şirketin yıl sonu için yaklaşık %25 olan hedefinin ise altında gerçekleşti. Bu oran 3Ç26'da %22,2 oldu. Lisans ve operasyonel olmayan yatırımlar dahil toplam yatırım harcamaları ise ağırlıklı olarak 5G frekans lisansının aktifleştirilmesi nedeniyle 9A26'da TL136,5 milyara ulaştı.

2026 Beklentileri: Turkcell, 2026 beklentilerinde değişikliğe gitmedi. Şirket %5–7 reel gelir büyümesi, Veri Merkezi & Bulut gelirlerinde %18–20 büyüme, %40–42 FAVÖK marjı ve yaklaşık %25 operasyonel yatırım harcaması/gelir oranı öngörmeye devam ediyor.

Görüş & Değerleme: Sonuçları hafif olumlu değerlendiriyoruz. FAVÖK ve net kârın beklentileri aşmasının yanı sıra operasyonel göstergelerde de iyileşme görüyoruz. 9A26 itibarıyla %5,8 reel gelir büyümesi şirketin %5–7 hedef aralığında, %42,5 FAVÖK marjı ise %40–42 hedefinin hafif üzerinde gerçekleşti. Bireysel segment gelirlerinin yeniden reel büyümeye geçmesi, mobil ARPU'daki düşüşün yavaşlaması ve rekabet koşullarının daha rasyonel hale gelmesini olumlu buluyoruz. Yönetim, fiyat artışlarının olumlu etkisinin 4Ç26'dan itibaren daha belirgin olmasını bekliyor. Öte yandan yönetim, net borç/FAVÖK oranının yıl sonunda 0,7–0,75x seviyesine yükselmesini, ancak 1,0x'in altında kalmasını öngörüyor. Önümüzdeki dönemde yeni genel merkez alımı (KDV dahil USD400 milyon), TOGG'daki ilave pay alımı (EUR88 milyon), ikinci 5G lisans taksiti (USD408 milyon) ve temettü ödemesi (TL8,8 milyar) kapsamında planlanan nakit çıkışlarının yanı sıra Ekim–Kasım döneminde gerçekleştirilen TL1,9 milyarlık hisse geri alımlarının borçluluk üzerindeki etkisini takip edeceğiz. Turkcell için AL tavsiyemizi ve TL167,7 hedef fiyatımızı koruyoruz.

Finansal Sonuçlar: Turkcell

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	77,236	75,936	82,044	6%	8%	79,807	79,848	3%	3%	222,094	235,065	6%
FAVÖK	33,944	31,753	36,243	7%	14%	33,120	33,609	9%	8%	97,128	99,899	3%
FAVÖK marjı	43.9%	41.8%	44.2%	0.2pp	2.4pp	41.5%	42.1%			43.7%	42.5%	-1.2pp
Net kar	7,002	5,539	6,737	-4%	22%	5,318	5,453	27%	24%	17,417	17,500	0%
Net marj	9.1%	7.3%	8.2%	-0.9pp	0.9pp	6.7%	6.8%			7.8%	7.4%	-0.4pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Türk Altın 3Ç26 Sonuçları: Türk Altın <TRALT TI, Al>, 3Ç26'da TL8,568m gelir (+%18 y/y; ÜNLÜ: TL8,534m; Kons: TL8,393m), TL3,584m FAVÖK (+%29 y/y; ÜNLÜ: TL3,043m; Kons: TL2,938m) ve TL2,490m net kâr (-%31 y/y; ÜNLÜ: TL1,411m; Kons: TL1,303m) açıkladı. Gelirler beklentilerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşirken, FAVÖK tahminimizi %18, konsensüsü ise %22 aştı. Net kâr, yatırım gelirleri, daha düşük parasal kayıp ve Sındırgı satın alımına ilişkin TL496m tutarındaki geçici kazancın desteğiyle tahminimizin %77, konsensüsün %91 üzerinde gerçekleşti.

- Altın üretimi 3Ç26'da çeyreklik bazda %15 artarak 33.7bin onsa yükselirken, 3Ç25'in %9 altında kaldı. Toplam 9A26 üretimi yıllık bazda %7 azalarak 102.9bin ons olarak gerçekleşti. Temmuz ayında üretime başlayan Mollakara 3.0bin ons katkı sağlarken, bu rakam daha önce açıklanan yaklaşık 32bin ons 2026 hedefiyle karşılaştırıldığında ilk planlanandan daha yavaş bir devreye alma sürecine işaret etti. Önceki çeyreklerde görülen üretim-satış uyumsuzluğu bu çeyrekte normalleşti. Altın satışları 2Ç26'daki 21.7bin onstan 3Ç26'da yaklaşık 41.3bin onsa yükselirken, 9A26 kümülatif satışları 102.8bin ons ile 102.9bin ons üretime büyük ölçüde eşitlendi. Böylece 2Ç'de biriken üretilmiş ancak satılmamış altın stoğu büyük ölçüde eritildi. Ortalama gerçekleşen altın satış fiyatı 2Ç26'daki yaklaşık USD4,550/ons seviyesinden 3Ç26'da yaklaşık USD4,250/ons seviyesine geriledi.

- Operasyonel kârlılık beklentilerden belirgin şekilde güçlü gerçekleşti. FAVÖK yıllık bazda %29, çeyreklik bazda %116 artarak TL3,584m'ye yükselirken, FAVÖK marjı 2Ç26'daki %34.4 ve 3Ç25'teki %38.3 seviyelerinden %41.8'e yükseldi. Daha düşük gerçekleşen altın fiyatına rağmen satış hacmindeki toparlanma daha güçlü operasyonel kaldıraç sağladı. 9A26 ortalama nakit maliyet USD2,622/ons seviyesinde gerçekleşirken, 9A25'te USD2,275/ons seviyesindeydi. Bu rakam, 2Ç26'da kaydedilen USD2,975/ons seviyesine kıyasla 3Ç'de belirgin bir ardışık iyileşmeye işaret ediyor.
- Net kârdaki beklenti aşımı kısmen operasyon dışı kalemlerden kaynaklandı. Yatırım gelirleri 3Ç26'da TL2.64bn'ye ulaşırken, bunun TL1.68bn'si fon ve hisse senetlerindeki gerçeğe uygun değer artışlarından, TL496m'si ise Sındırgı satın alımına ilişkin geçici kazançtan oluştu. Parasal kayıp ise 3Ç25'teki TL1.50bn'den TL748m'ye geriledi. Bu olumlu etkiler, 3Ç25'teki vergi gelirine karşılık 3Ç26'da kaydedilen TL882m cari ve ertelenmiş vergi gideriyle kısmen dengelendi. Nakit kullanımı yüksek seyretmeye devam etti. 9A26'da sabit kıymet alımları TL8.56bn'ye ulaşırken, Sındırgı satın alımı ve pay geri alımları sırasıyla TL2.92bn ve TL3.47bn ilave nakit çıkışına neden oldu. Buna rağmen bilanço güçlü kalmaya devam ederken, Eylül sonu itibarıyla net nakit TL19.64bn seviyesinde gerçekleşti.
- Yönetim 2026 yılı için TL30.86bn gelir, TL10.96bn FAVÖK ve 133bin onsun üzerinde altın satış hedefi açıkladı. 9A26 itibarıyla şirket gelir hedefinin %76'sına, FAVÖK hedefinin %92'sine ve altın satış hedefinin %77'sine ulaşmış durumda. Hedefler 4Ç'de yaklaşık 30bin ons altın satışı ve TL0.9bn'nin altında FAVÖK gerektiriyor, her iki rakam da 3Ç seviyelerinin altında.

Görüş ve değerleme: Sonuçları olumlu değerlendiriyoruz. Gelirler beklentilerle uyumlu gerçekleşirken, güçlü FAVÖK ve marj performansı, üretim-satış uyumsuzluğunun normalleşmesi ve ima edilen birim maliyetlerdeki çeyreklik iyileşme olumlu gelişmelerdi. Mollakara'daki daha yavaş devreye alma süreci temel operasyonel hayal kırıklığı olmaya devam ederken, net kârdaki beklenti aşımında önemli tutardaki operasyon dışı kazançların katkısı bulunuyor. Belirgin şekilde hızlanan yatırım döngüsüne rağmen bilanço güçlü net nakit pozisyonunu koruyor.

Finansal Sonuçlar: Türk Altın İşletmeleri

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	7,249	4,830	8,568	18%	77%	8,534	8,393	0%	2%	17,325	23,432	35%
FAVÖK	2,775	1,663	3,584	29%	116%	3,043	2,938	18%	22%	4,850	10,075	108%
FAVÖK marjı	38.3%	34.4%	41.8%	3.5pp	7.4pp	35.7%	35.0%			28.0%	43.0%	15.0pp
Net kar	3,585	1,175	2,490	-31%	112%	1,411	1,303	77%	91%	5,922	5,483	-7%
Net marj	49.5%	24.3%	29.1%	-20.4pp	4.7pp	16.5%	15.5%			34.2%	23.4%	-10.8pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

TR Anadolu Metal 3Ç26 Sonuçları: TR Anadolu Metal <TRMET TI, Al>, 3Ç26'da yıllık bazda %19 artışla TL8,707m gelir, %23 artışla TL3,420m FAVÖK ve %61 düşüşle TL779m net kâr açıkladı. Konak projesinde üç sondaj makinesiyle çalışmalar devam ederken, yıl içinde başlatılan iki sondaj programı çeyrek içerisinde tamamlandı.

Finansal Sonuçlar: Tr Anadolu Metal Madencilik

TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	9A25	9A26	y/y
Net satış	7,336	5,186	8,707	19%	68%	18,166	24,029	32%
FAVÖK	2,771	1,757	3,420	23%	95%	4,953	9,916	100%
FAVÖK marjı	37.8%	33.9%	39.3%	1.5pp	5.4pp	27.3%	41.3%	14.0pp
Net kar	2,007	588	779	-61%	33%	3,291	2,015	-39%
Net marj	27.4%	11.3%	8.9%	-18.4pp	-2.4pp	18.1%	8.4%	-9.7pp

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet anketi

TR Doğal Enerji 3Ç26 Sonuçları: TR Doğal Enerji <TRENJ TI, Al>, 3Ç26'da yıllık bazda %19 artışla TL8,720m gelir, %23 artışla TL3,424m FAVÖK ve %49 düşüşle TL853m net kâr açıkladı. Ham petrol satışları 2Ç26'daki 1.422 varilden 3Ç26'da 1.331 varile gerilerken, yeni arama veya üretim sondajı yapılmadı ve iki kuyuda rutin bakım ve kuyu tamamlama çalışmaları sürdürüldü.

Finansal Sonuçlar: Tr Doğal Enerji

TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	9A25	9A26	y/y
Net satış	7,342	5,178	8,720	19%	68%	18,190	24,039	32%
FAVÖK	2,774	1,768	3,424	23%	94%	4,990	9,943	99%
FAVÖK marjı	37.8%	34.1%	39.3%	1.5pp	5.1pp	27.4%	41.4%	13.9pp
Net kar	1,669	1,009	853	-49%	-15%	1,349	2,149	59%
Net marj	22.7%	19.5%	9.8%	-12.9pp	-9.7pp	7.4%	8.9%	1.5pp

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet anketi

Astor 3Ç26 Sonuçları: Astor <ASTOR TI, AL>, 3Ç26'da 13.337mn TL ciro (+%33 y/y; Ünlü: 12.671mn TL; Kons: 12.654mn TL), 4.443mn TL FAVÖK (+%39 y/y; Ünlü: 4.272mn TL; Kons: 4.428mn TL) ve 3.176mn TL net zarar (3Ç25: 3.561mn TL net kâr; Ünlü: 1.632mn TL net kâr; Kons: 1.180mn TL net kâr) açıkladı. Ciro ve FAVÖK tahminlerimizin sırasıyla %5 ve %4 üzerinde gerçekleşirken, FAVÖK konsensüsle büyük ölçüde uyumlu geldi. Ancak finansal yatırım portföyündeki yüksek zararlar, net kâr tarafında beklentilerin belirgin şekilde altında bir sonuca yol açtı.

- Ciro yıllık bazda %33 artarak 13,3mlr TL'ye yükselirken, güçlü transformatör hacimleri ve artan ihracat katkısı büyümeyi destekledi. Dağıtım transformatörü satışları yıllık %25 ve çeyreklik %7 artarak 6.079 MVA'ya, güç transformatörü satışları ise yıllık %55 ve çeyreklik %16 artarak 8.548 MVA'ya ulaştı. Toplam transformatör satış hacmi yıllık %41 ve çeyreklik %12 artışla 14.627 MVA oldu. İhracat transformatör hacimleri yıllık bazda neredeyse iki katına çıkarken, bu artışta güç transformatörü ihracatındaki %65'lik yükseliş öne çıktı. İhracat gelirleri, geçen yılki yaklaşık %39 seviyesine karşılık çeyreklik satışların yaklaşık %46'sını oluşturdu. Bekleyen siparişler Eylül sonu itibarıyla 1,84mlr ABD doları seviyesinde gerçekleşirken, bunun %87'si ihracat, %88'i güç transformatörleri ve %69'u ABD kaynaklıydı. Açıklanan en güncel bekleyen sipariş tutarı 6 Kasım itibarıyla 1,89mlr ABD dolarına ulaşırken, ABD'nin payı %72'ye yükseldi.
- Operasyonel kârlılık güçlü kalmaya devam etti. FAVÖK yıllık %39 artarak 4,44mlr TL'ye yükseldi. Daha yüksek faaliyet giderlerine rağmen FAVÖK marjı yıllık bazda 1,2 puan artarak %33,3 seviyesine ulaştı, ancak 2Ç26'daki %37,3 seviyesinden geriledi.
- Çeyreğin ana olumsuz unsuru finansal yatırım portföyü oldu. İlgili portföy Haziran sonundaki 15,5mlr TL'den Eylül sonunda 5,2mlr TL'ye gerilerken, bu değişim 4,9mlr TL net nakit çıkışı, 0,6mlr TL realize kâr ve 6,0mlr TL değerleme zararını yansıttı. Dolayısıyla finansal yatırımlardaki düşüşün önemli bir bölümü portföy küçülmesinden kaynaklanırken, değerleme zararı oldukça yüksek seviyede gerçekleşerek çeyreklik net zararın ana nedeni oldu. Hisse senedi ağırlıklı serbest fonlar Haziran sonu itibarıyla portföyün 8,8mlr TL'lik kısmını oluştururken, 3Ç boyunca belirgin şekilde geriledi. Yönetim daha sonrasında konsantrasyonu azaltmayı ve hisse senedi ağırlıklı ve serbest fonlara olan maruziyeti düşürmeyi amaçlayan yeni bir yatırım politikası açıkladı.
- Net nakit pozisyonu, hem finansal yatırım zararları hem de hızlanan kapasite yatırımlarının etkisiyle 2Ç26 sonundaki 247mn ABD dolarından 3Ç26 sonunda 32mn ABD dolarına geriledi. 9A26'da sabit kıymet alımlarına yönelik nakit ödemeler 7,1mlr TL'ye ulaşırken, sabit kıymet alımları için verilen avanslar ilave 2,8mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Buna karşın işletme faaliyetlerinden nakit akışı 4,5mlr TL ile pozitif kaldı. Ayrıca Astor'un Eylül sonu itibarıyla Feridun Geçgel ve Enver Geçgel'e kullandırılan döviz cinsi kredilerden kaynaklanan toplam 1,62mlr TL ilişkili taraf alacağı bulunuyordu. Bu tutarlar Ekim sonunda tahakkuk eden faizleriyle birlikte tahsil edildi.

Görüş & Değerleme: 3Ç26 sonuçlarının ardından modelimizi güncelledik ve hedef fiyatımızı hisse başına 325 TL'ye indiriyoruz. Hedef fiyat revizyonunun ana nedeni, ana transformatör operasyonlarında bir bozulmadan ziyade, finansal yatırım zararları ve hızlanan yatırım harcamaları sonrasında net nakit pozisyonunun gerilemesi oldu. 3Ç26'da güçlü ciro ve hacim büyümesi, sağlam operasyonel sonuçlar ve artan ihracat katkısı devam ederken, 1,9mlr ABD doları seviyesindeki bekleyen siparişler özellikle ABD güç transformatörü tarafında orta vadeli gelir görünürlüğünü destekliyor. Kapasite artış programı da planlandığı şekilde ilerlerken, yeni yüksek güçlü transformatör tesisinde üretimin 2027 yılında kademeli olarak başlaması bekleniyor. Bununla birlikte finansal yatırım zararları bilançoyu belirgin şekilde zayıflatırken, gereğinden agresif bir nakit yönetimi politikasına işaret etti. Ortaklara kullandırılan krediler de kurumsal yönetim tarafındaki soru işaretlerini artırıyor.

Finansal Sonuçlar: Astor Enerji

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	10,003	9,794	13,337	33%	36%	12,671	12,654	5%	5%	28,876	33,622	16%
FAVÖK	3,206	3,651	4,443	39%	22%	4,272	4,428	4%	0%	9,354	11,570	24%
FAVÖK marjı	32.1%	37.3%	33.3%	1.3pp	-4.0pp	33.7%	35.0%			32.4%	34.4%	2.0pp
Net kar	3,561	2,858	-3,176	-189%	-211%	1,632	1,180	n.m.	n.m.	6,174	1,677	-73%
Net marj	35.6%	29.2%	-23.8%	-59.4pp	-53.0pp	12.9%	9.3%			21.4%	5.0%	-16.4pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Alarko Holding 3Ç26 Sonuçları: Alarko Holding <ALARK TI, Al>, 3Ç26'da ÜNLÜ&Co/piyasa beklentileri olan 1,02 milyar TL/1,05 milyar TL'nin sırasıyla %162/%156 üzerinde, 2,68 milyar TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Konsolide FAVÖK, standart hesaplamamıza göre yıllık %597 artışla 5,45 milyar TL'ye ulaşırken, bu artışta Haziran ayında tamamlanan enerji yeniden yapılandırmasının ardından Meram elektrik dağıtım ve perakende faaliyetlerinin ilk kez tam çeyrek konsolide edilmesi belirleyici oldu. Buna karşılık, şirketin hesaplamasına göre kombine FAVÖK yıllık %30 düşüşle 6,98 milyar TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı 29,2 puan düşüşle %20,4 oldu. Konsolidasyon kapsamındaki değişiklik, önceki dönemlerle karşılaştırılabilirliği sınırlıyor. Kombine net borç 2Ç26'daki 21,0 milyar TL'den 20,1 milyar TL'ye gerilerken, tarım faaliyetleri yeniden pozitif FAVÖK üretmeye başladı. Net kârın beklentileri aşmasını olumlu değerlendiriyoruz. Ancak kombine kârlılıktaki gerileme ve faaliyetlerden sürdürülebilir nakit yaratımına ilişkin belirsizlikler nedeniyle operasyonel görünümü karma buluyoruz. Sonuçların detayları şöyle:

- Konsolide FAVÖK, konsolidasyon kapsamındaki değişikliğin etkisiyle güçlü şekilde pozitife döndü: Konsolide satış gelirleri, Meram'ın 3Ç26'dan itibaren tam konsolidasyon kapsamına alınmasının etkisiyle yıllık %733 ve çeyreklik %835 artarak 33,18 milyar TL'ye ulaştı. Standart hesaplamamıza göre FAVÖK, 3Ç25'teki 782 milyon TL ve 2Ç26'daki 264 milyon TL zarara karşılık 5,45 milyar TL oldu. FAVÖK marjı yıllık 3,2 puan gerilerken, çeyreklik 23,9 puan artışla %16,4'e yükseldi. Esas faaliyet kârı ise 3Ç25'teki 680 milyon TL'den 7,93 milyar TL'ye ulaştı. Şirketin kendi hesaplamasına göre konsolide FAVÖK 8,80 milyar TL olarak gerçekleşti. Standart hesaplamamızla arasındaki 3,35 milyar TL'lik fark, büyük ölçüde 2,74 milyar TL'si elektrik dağıtım imtiyaz sözleşmesinden kaynaklanan finansal alacak faiz gelirinden oluşan 3,34 milyar TL tutarındaki net diğer esas faaliyet gelirlerinden kaynaklanıyor. Önceki dönemlerle tutarlılık açısından standart FAVÖK hesaplamamızı koruyoruz. Konsolide kârlılıktaki artış, karşılaştırılabilir operasyonel büyümeden ziyade konsolidasyon yöntemindeki değişikliği yansıtıyor.
- Kombine FAVÖK, satış gelirlerindeki artışa rağmen yıllık %30 geriledi: Alarko'nun müşterek yönetime tabi ortaklıklardaki payını da içeren, eliminasyon sonrası kombine bazda satış gelirleri, elektrik dağıtım ve perakende faaliyetlerindeki sahiplik oranının artmasıyla yıllık %70 yükselerek 34,20 milyar TL'ye ulaştı. Buna karşılık FAVÖK, geçen yılın aynı dönemindeki 9,97 milyar TL'den %30 düşüşle 6,98 milyar TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı 29,2 puan azalarak %49,6'dan %20,4'e indi. Çeyreklik bazda kombine FAVÖK, enflasyon düzeltmesi yapılmış 2Ç26 bazı olan 3,12 milyar TL'ye göre %123 arttı. Ancak ortaklık yapısındaki değişiklik, çeyreklik karşılaştırmayı da sınırlıyor. 9A26'da kombine satış gelirleri yıllık %40 artışla 68,28 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK 15,36 milyar TL ile yıllık bazda yatay kaldı. FAVÖK marjı ise 9,0 puan düşüşle %22,5'e geriledi. Konsolide ve kombine kârlılık arasındaki ayrışma, portföy genelinde eş zamanlı bir operasyonel iyileşmeden ziyade yeni ortaklık ve muhasebeleştirme yapısını yansıtıyor.
- Elektrik dağıtım ve perakende faaliyetleri kârlılığın ana kaynağı olmaya devam ederken, FAVÖK yıllık bazda geriledi: Enerji iş kolunun kombine satış gelirleri içindeki payı, 3Ç25'teki %74'ten %87'ye yükseldi. Elektrik dağıtım ve perakende satış gelirleri, %100 sahiplik, tarife artışları ve 2026–2030 düzenleme döneminin yeni parametreleriyle yıllık %138 artarak 29,47 milyar TL'ye ulaştı. Yönetim ayrıca tarımsal sulama kaynaklı güçlü mevsimsel elektrik tüketiminin sonuçları desteklediğini belirtti. Buna karşılık dağıtım ve perakende FAVÖK'ü yıllık %24 gerileyerek 5,42 milyar TL olurken, FAVÖK marjı %57,1'den %18,4'e düştü. Ortaklık yapısındaki değişiklik karşılaştırmayı güçleştirirken, marjdaki sert gerilemenin nedenlerinin netleştirilmesi gerekiyor. Ana para itfası 3,52 milyar TL olurken, şirketin FAVÖK ile ana para itfası toplamı olarak sunduğu faaliyet gelirleri 8,94 milyar TL'ye ulaştı. Segment, 2,69 milyar TL net parasal pozisyon kaybına rağmen yıllık %47 artışla 3,35 milyar TL net kâr elde etti. Düzenlemeye tabi varlık tabanı (RAB) Eylül sonunda 1,04 milyar ABD dolarına ulaştı. Konsolide finansal tablolarda ayrıca MEDAŞ'ın imtiyaz sözleşmesinden kaynaklanan finansal alacağı üzerinden 2,74 milyar TL faiz geliri kaydedildi. İlgili finansal alacağın dönem sonu bakiyesi 45,99 milyar TL oldu. Bu faiz geliri düzenlemeye tabi faaliyetlerin ekonomik getirisinin bir parçası olmakla birlikte, doğrudan nakit tahsilatı olarak değerlendirilmemeli. FAVÖK'ün sürdürülebilirliği ve düzenlemeye tabi faaliyetlerden elde edilen kazançların nakde dönüşümü yatırım tezinin temel belirleyicileri olmaya devam ediyor.
- Net kâr, yüksek parasal kayıp ve vergi giderine rağmen beklentileri aştı: Ana ortaklık net kârı yıllık %37 ve çeyreklik %40 gerileyerek 2,68 milyar TL oldu. Buna rağmen sonuç, 1,02 milyar TL olan ÜNLÜ&Co tahminimizin ve 1,05 milyar TL'lik piyasa beklentisinin belirgin üzerinde gerçekleşti. Çeyreklik gerilemede, 2Ç26'da enerji yeniden yapılandırmasından kaynaklanan ve sonraki dönem enflasyon düzeltmeleri öncesinde 4,49 milyar TL olarak kaydedilen tek seferlik kazanç nedeniyle oluşan yüksek baz etkili oldu. 3Ç26'da 7,93 milyar TL esas faaliyet kârına karşılık, özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlardan 272 milyon TL zarar, 672 milyon TL net finansman gideri, 2,24 milyar TL TMS 29 kaynaklı net parasal pozisyon kaybı ve 2,15 milyar TL vergi gideri kaydedildi. Vergi gideri, 3,05 milyar TL cari dönem vergi gideri ile bunu kısmen dengeleyen 899 milyon TL ertelenmiş vergi gelirinden oluştu. Yatırım faaliyetlerinden gelirler içerisinde enerji birleşmesine ilişkin 156 milyon TL ilave kazanç yer aldı. Bu brüt kazanç mekanik olarak dışlandığında ana ortaklık net kârı yaklaşık 2,52 milyar TL ile her iki beklentinin de üzerinde kalıyor. Ancak bu hesaplama, vergi etkilerini içeren tam anlamıyla normalize edilmiş bir net kârı ifade etmiyor. 2Ç26'dan farklı olarak bu çeyrekteki net kâr beklenti üstü gerçekleşmesi ağırlıklı olarak tek seferlik işlem kazancından kaynaklanmıyor. Bununla birlikte imtiyaz sözleşmesine bağlı muhasebe gelirleri, enflasyon düzeltmeleri ve vergiler, tekrarlanabilir kârlılığın değerlendirilmesini güçleştirmeye devam ediyor. Meram işlemine ilişkin satın alma bedeli dağılımı çalışması da henüz kesinleşmedi.

- Cenal'in portföyden çıkmasıyla elektrik üretiminin FAVÖK katkısı geriledi: Şirket hesaplamasına göre elektrik üretimi FAVÖK'ü, ağırlıklı olarak Cenal'in portföyden çıkmasının etkisiyle yıllık %70 azalarak 452 milyon TL oldu. Her iki dönemde Cenal hariç tutulduğunda elektrik üretimi, güçlü hidroelektrik üretiminin desteğiyle yıllık %146 arttı. Karakuz HES'te üretim, 3Ç25'teki yalnızca 6MWh seviyesinden 48.300MWh'ye yükselirken, Gönen HES'te üretim yıllık %169 artışla 11.460MWh oldu. Güneş enerjisi üretimi ise %7 azalarak 29.983MWh'ye geriledi. Ortalama elektrik satış fiyatı, 2Ç26'daki 1.096 TL/MWh ve 24 ABD doları/MWh seviyelerinden 2.854 TL/MWh ve 60 ABD doları/MWh'ye yükseldi. Bununla birlikte fiyatlar yıllık bazda TL cinsinden %2, ABD doları cinsinden %16 geriledi. ALTEK'in FAVÖK'ü, 3Ç25'teki 46 milyon TL zarardan 436 milyon TL kâra döndü. Portföyde kalan üretim varlıkları, hidroelektrik üretimindeki artıştan ve elektrik fiyatlarının çeyreklik toparlanmasından yararlandı. Ancak Cenal'in çıkışı sonrasında toplam üretim kârlılığı yapısal olarak daha düşük seviyede bulunuyor.
- Tarım yeniden pozitif FAVÖK üretirken, enerji dışındaki diğer iş kollarında kârlılık zayıfladı: Tarım gelirleri yıllık %21 artarak 700 milyon TL olurken, FAVÖK 3Ç25'teki 104 milyon TL ve 2Ç26'daki 158 milyon TL zararın ardından 223 milyon TL kâra döndü. Buna rağmen segment, geçen yılın aynı dönemindeki 638 milyon TL'ye kıyasla 126 milyon TL net zarar açıkladı. Yönetim, iyileşmeyi faaliyet giderlerindeki sıkı kontrol ve üretim verimliliğindeki artışa bağlarken, ürün fiyatlarındaki yükseliş ve ek verimlilik kazanımlarıyla 4Ç26'da daha güçlü performans bekliyor. Bununla birlikte tarım iş kolunun Eylül sonu itibarıyla şirket tanımına göre 17,1 milyar TL net borcu bulunması, kalıcı kârlılık ve nakit yaratımını daha da önemli hale getiriyor. Turizm gelirleri yıllık %1 artarak 1,86 milyar TL olurken, yüksek sezona rağmen FAVÖK %11 düşüşle 694 milyon TL'ye geriledi; net kâr ise 619 milyon TL'den sınırlı artışla 627 milyon TL'ye yükseldi. Taahhüt iş kolu, 3Ç25'teki 189 milyon TL FAVÖK ve 212 milyon TL net kâra karşılık 85 milyon TL FAVÖK zararı ve 220 milyon TL net zarar kaydetti. Arazi geliştirme iş kolu, geçen yılki 147 milyon TL net kâra karşılık 302 milyon TL net zarar açıkladı. Sanayi ve Ticaret iş kolunda da 10 milyon TL FAVÖK zararı ve 155 milyon TL net zarar kaydedildi. Tarımda FAVÖK'ün pozitife dönmesini olumlu değerlendirirken, enerji dışındaki diğer faaliyetlerin kârlılığa katkısı sınırlı kaldı.
- Kombine net borç geriledi, ancak nakit akışlarının sürdürülebilirliği henüz net değil: Holding solo net nakit pozisyonu, 2Ç26'daki 3,1 milyar TL'den 3,3 milyar TL'ye yükselirken, kombine net borç 21,0 milyar TL'den 20,1 milyar TL'ye geriledi. Konsolide bilançoda nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar Eylül sonunda 26,92 milyar TL, toplam finansal borç ise 41,92 milyar TL oldu. Bu daha dar kapsamlı tanıma göre konsolide net borç 15,0 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. 9A26'da işletme faaliyetlerinden nakit akışı, geçen yılın aynı dönemindeki 1,66 milyar TL'den 14,69 milyar TL'ye yükselirken, maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışı 14,78 milyar TL oldu. Bu rakamlar, diğer yatırım faaliyetleri öncesinde yaklaşık başa baş serbest nakit akışına işaret ediyor.
- Portföydeki diğer yeniden yapılandırma adımları takip edilmeli: Alarko'nun Carrier'ın Alarko Carrier'daki %42,03 payını satın almak üzere imzaladığı anlaşma, işlemin tamamlanmasının ardından şirketin tam konsolidasyon kapsamına alınmasını sağlayabilir. Ancak Gebze tesisinde Carrier markalı üretimin sonlandırılması ve buna bağlı olarak 183 çalışanın iş sözleşmesinin feshedilmesinin planlanması, henüz tutarı açıklanmayan yeniden yapılandırma giderlerini gündeme getiriyor. Eskişehir tesisindeki Alarko markalı üretimin ise devam etmesi bekleniyor. Turizm tarafında ikinci Hillside otelinin Bodrum'daki inşaatı tamamlandı. Yönetim, gerekli ruhsat ve izinlerin alınmasının ardından otelin 2027 turizm sezonunun başında faaliyete geçmesini hedefliyor. Bu gelişmeler, Meram yeniden yapılandırmasının ötesinde sermaye tahsisi ve uygulama riskleri açısından önem taşıyor.

Görüş ve Değerleme: Alarko Holding için Al tavsiyemizi koruyoruz. 3Ç26 net kârının beklentileri aşmasını, Meram'ın ilk kez tam çeyrek konsolide edilmesini ve tarım FAVÖK'ündeki toparlanmayı olumlu değerlendiriyoruz. Ancak kombine FAVÖK'ün yıllık gerilemesi, elektrik dağıtım ve perakende kâr marjlarındaki düşüş ve enerji dışındaki bazı faaliyetlerde zararların sürmesi, güçlü manşet sonuçların hisseye yansımasını sınırlıyor. Kombine net borçtaki gerileme ve Holding seviyesindeki net nakit pozisyonu bilançoyu desteklerken, tarım faaliyetlerinin yüksek sermaye ihtiyacı ve imtiyaz sözleşmesinden kaynaklanan muhasebe etkileri, sürdürülebilir serbest nakit akışının değerlendirilmesini güçleştiriyor.

Finansal Sonuçlar: Alarko Holding

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	3,984	3,549	33,178	733%	835%					9,042	39,069	332%
FAVÖK	782	-264	5,450	597%	n.m.					-150	4,786	-3285%
FAVÖK marjı	19.6%	-7.4%	16.4%	-3.2pp	23.9pp					-1.7%	12.3%	13.9pp
Net kar	4,220	4,429	2,678	-37%	-40%	1,022	1,047	162%	156%	-30	7,280	-246.6
Net marj	105.9%	124.8%	8.1%	-97.8pp	-116.7pp					-0.3%	18.6%	19.0pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Pegasus 3Ç26 Sonuçları: Pegasus <PGSUS TI, AL> 3Ç26 finansallarında EUR1.314mn ciro (+%19 y/y; Ünlü: EUR1.240mn; Kons: EUR1.239mn), EUR404mn FAVÖK (+%2 y/y; Ünlü: EUR369mn; Kons: EUR342mn) ve EUR205mn net kâr (-%10 y/y; Ünlü: EUR166mn; Kons: EUR145mn) açıkladı. Yolcu yield'lerindeki güçlü seyir ve yan gelirlerdeki artış sayesinde ciro beklentilerin üzerinde gerçekleşirken, etkin maliyet yönetimi bu performansın FAVÖK'e de yansımasını sağladı. Operasyonel taraftaki güçlü performans net kârı da beklentilerin belirgin şekilde üzerine taşıdı. Sonuçlara piyasa tepkisinin pozitif olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları:

- Ciro, yield'lerin desteğiyle EUR bazında yıllık %19 arttı: 3Ç26'da toplam yolcu sayısı yıllık %7 yükselirken, dış hat trafiği %5, iç hat trafiği ise %9 arttı. Toplam ASK yıllık %6 büyüdü (dış hat ASK: +%6); bölgesel trafiğin normalleşmesiyle Pegasus Orta Doğu kapasitesini yıllık %8 artırdı. Doluluk oranı yıllık 1,0 puan gerileyerek %88,2'ye indi (dış hat doluluk oranı: 1,2 puan düşüşle %85,5). Artan yakıt maliyetlerini telafi etmeye yönelik fiyatlama adımları karşılık buldu: dış hat yolcu yield'i EUR bazında yıllık %14 artarken, toplam RASK yıllık %12 yükseldi (2Ç26: %2 artış). Yan gelirler yıllık %18 artışla 429 milyon EUR'ya ulaşırken, yolcu başına yan gelir yıllık %11 artışla 32,9 EUR ile rekor seviyeye çıktı.
- FAVÖK marjı yıllık bazda daraldı, ancak beklentilerin üzerinde gerçekleşti: Jet yakıtı fiyatları yıllık bazda yaklaşık %85 yükselirken, güçlü hedge pozisyonu sayesinde yakıt CASK artışı yıllık %51 ile sınırlı kaldı. Yakıt hariç CASK yıllık yalnızca %2 arttı; ASK başına personel giderlerindeki yıllık %11'lik artış, ASK başına diğer doğrudan operasyonel giderlerdeki %7'lik ve bakım giderlerindeki %10'luk yıllık düşüşle büyük ölçüde dengelendi. Böylece toplam CASK yıllık %17 artarak RASK'taki %12'lik artışın önüne geçti. Sonuç olarak FAVÖK marjı yıllık 5,1 puan gerileyerek %30,7'ye inerken, FAVÖK yıllık %2 artışla 3Ç25'teki 395 milyon EUR'dan 404 milyon EUR'ya yükseldi.
- Pegasus 3Ç26'da 205 milyon EUR net kâr açıkladı; net kâr geçen yılın aynı dönemindeki 227 milyon EUR'dan yıllık %10 geriledi. FAVÖK'teki yıllık %2'lik artışa rağmen finansal giderler net kâr üzerinde baskı oluşturdu; net finansal gider 3Ç25'teki 36 milyon EUR'dan 80 milyon EUR'ya yükseldi.
- Net borç (krediler + kiralama yükümlülükleri - nakit ve nakit benzerleri - PDP/2) 2Ç26'daki 3,16 milyar EUR seviyesinden 3Ç26 itibarıyla 2,94 milyar EUR'ya gerileyerek 4Ç25 seviyesine döndü. Bu rakam, 1 Ekim'de 142 milyon EUR nakit çıkışıyla tamamlanan Smartwings satın alımını henüz yansıtmıyor.
- Pegasus'un yakıt hedge oranı 2026 için çeyreklik bazda değişmeyerek %67 seviyesinde bulunurken, 2027 için 2Ç26'daki %30'dan %35'e yükseldi (THY: 2026 için %50, 2027 için %12).

Görüş ve Değerleme: Pegasus için AL tavsiyemizi ve hisse başına 240 TL hedef fiyatımızı koruyoruz. 3Ç26 sonuçları, Orta Doğu kaynaklı kesintilerin 2Ç26'da dip yaptığını teyit etti. Güçlü fiyatlamanın jet yakıtındaki sert fiyat artışını telafi etmesiyle FAVÖK, dört çeyrek üst üste süren düşüşün ardından yeniden yıllık bazda büyümeye döndü. 1 Ekim'de tamamlanan Smartwings satın alımıyla, 2025'te yaklaşık 1 milyar EUR ciro ve %20'nin üzerinde FAVKÖK marjı elde eden 45 uçaklık bir grup bünyeye katılacak ve 4Ç26'dan itibaren konsolide edilecek. 2027 için %35'lik hedge oranı bir tampon görevi görse de, jet yakıtı fiyatlarındaki ve jeopolitik alandaki oynaklık beklentilerin üzerinde gelen sonuçlara rağmen hisse fiyatı üzerinde baskı oluşturmaya devam edebilir.

Finansal Sonuçlar: Pegasus Hava Taşımacılığı

						Beklentiler		% Sapma				
EURm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	1,103	865	1,314	19%	52%	1,240	1,239	6%	6%	2,601	2,821	8%
FAVÖK	395	80	404	2%	405%	369	342	10%	18%	692	486	-30%
FAVÖK marjı	35.8%	9.2%	30.7%	-5.1pp	21.5pp	29.7%	27.6%			26.6%	17.2%	-9.4pp
Net kar	227	-92	205	-10%	-323%	166	145	24%	42%	286	-40	-114%
Net marj	20.6%	-10.6%	15.6%	-5.0pp	26.2pp	13.4%	11.7%			11.0%	-1.4%	-12.4pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Tekfen Holding 3Ç26 Sonuçları: Gübre faaliyetlerindeki zayıflıkla FAVÖK negatife döndü: Tekfen Holding <TKFEN TI, Tut> 3Ç26'da zayıf sonuçlar açıkladı. Tarımsal Sanayi'deki zararlar, Taahhüt segmentinde yıllık bazda görülen iyileşmeyi gölgede bıraktı. Gelirler yıllık bazda %20 düşüşle TL11,2mlr (-%15 ç/ç) olurken, FAVÖK 3Ç25'teki TL264mn ve 2Ç26'daki TL1,86mlr seviyelerinden negatif TL307mn'ye geriledi. Net zarar ise geçen yılki TL980mn seviyesinden TL839mn'ye daraldı. Sonuçlara ilişkin kurum içi veya konsensüs tahmini bulunmuyor. 2Ç26'daki güçlü kârlılığın sürdürülememesi nedeniyle sonuçları olumsuz değerlendiriyoruz. Tekfen hisseleri son bir ayda BIST-100'ün %23 altında performans gösterirken, USD bazında %28 değer kaybetti. Öne çıkan başlıklar şöyle:

- Taahhüt yıllık bazda iyileşirken çeyreklik bazda belirgin zayıfladı: Gelirler yıllık %9 düşüşle TL4,4mlr olurken, brüt kâr geçen yılki TL1,03mlr zarardan TL104mn kâra döndü. Faaliyet sonucu 3Ç25'teki TL1,35mlr zarardan TL125mn kâra yükseldi; ancak 2Ç26'daki TL1,02mlr kârın oldukça altında kaldı. 3Ç26 faaliyet kârı, özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen Azfen'den TL98mn kâr payı ve TL254mn net diğer faaliyet geliri içeriyor. Segment TL314mn net zarar açıkladı.
- Bakiye siparişler tek bir büyük projenin katkısıyla toparlandı: Taahhüt bakiye siparişleri, 2Ç26 sonundaki USD412mn seviyesinden %132 ç/ç artışla USD956mn'ye yükseldi. Artışın büyük bölümü, %50-%50 ortaklık yapısına sahip Fernas–Tekfen iş ortaklığının üstlendiği Ankara YHT Gar–Esenboğa raylı sistem projesinden kaynaklandı. USD571mn ile toplam bakiye siparişlerin %60'ını oluşturan projede çeyrek sonu itibarıyla gelir bazlı tamamlanma oranı %0 seviyesindeydi. Bu proje hariç bakiye siparişler USD385mn'ye geriledi. Yeni iş, gelir görünürlüğünü artırırken kârlılık ve nakit dönüşüm performansı henüz test edilmiş değil.
- Tarımsal Sanayi sonuçlardaki ana olumsuz unsur oldu: Gelirler yıllık %27 düşüşle TL6,5mlr olurken, brüt sonuç geçen yılki TL1,40mlr kârdan TL155mn zarara döndü. Faaliyet zararı TL30mn'den TL1,19mlr'ye yükseldi. Gübre satış hacmi yıllık %28 düşüşle 180bin tona, üretim ise %54 düşüşle 109bin tona geriledi. Kapasite kullanım oranı 3Ç25'teki %47 ve 2Ç26'daki %44 seviyelerinden %19'a düştü. Ortalama yurt içi gübre satış fiyatı USD bazında yıllık %21 artışla USD683/tona yükselse de artan hammadde maliyetleri ve zayıf satış hacimleri kârlılığı baskıladı.

- Faaliyet kârı altındaki kalemler net zararı sınırladı: Tarımsal Sanayi, TL638mn parasal kazanç ve TL213mn vergi gelirine rağmen TL886mn net zarar açıkladı. Konsolide düzeyde TL843mn parasal kazanç, TL483mn net finansman giderini kısmen dengelerken, net vergi gideri TL96mn oldu. Dolayısıyla net zararın yıllık bazda daralması, FAVÖK performansındaki bozulmayı yansıtmıyor.
- Nakit dönüşümü zayıf kalırken borçluluk arttı: 9A26 işletme faaliyetlerinden nakit akışı, 9A25'teki TL2,33mlr seviyesinden TL34mn'ye geriledi. İşletme sermayesi TL2,71mlr nakit çıkışına neden oldu. Yatırım harcamaları yıllık %66 düşüşle TL1,09mlr'ye gerilese de serbest nakit akışı yaklaşık negatif TL1,06mlr seviyesinde kaldı. Düzeltilmiş net borç Eylül sonunda TL9,9mlr'ye yükselirken, cari oran 0,75x ile zayıf seyrini korudu.

Görüş ve Değerleme: Tekfen Holding için Tut tavsiyemizi koruyoruz. 3Ç26 sonuçları, Tarımsal Sanayi'deki zararların Taahhüt segmentindeki toparlanmayı dengelemesiyle 2Ç26'daki güçlü operasyonel iyileşmenin sürdürülemediğini gösteriyor. Yeni raylı sistem projesi bakiye sipariş görünürlüğünü iyileştirse de kârlılık ve nakit dönüşümüne ilişkin belirsizlikler devam ediyor. Hissenin son dönemdeki zayıf performansına rağmen gübre marjlarında toparlanma, Taahhüt segmentinde sürdürülebilir kârlılık ve nakit üretiminde iyileşme görülmeden daha olumlu bir görüş benimsemek için yeterli gerekçe bulunmuyor.

Finansal Sonuçlar: Tekfen Holding

TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	9A25	9A26	y/y
Net satış	14,125	13,266	11,248	-20%	-15%	50,397	41,171	-18%
FAVÖK	264	1,855	-307	n.m.	n.m.	-714	1,914	n.m.
FAVÖK marjı	1.9%	14.0%	-2.7%	-4.6pp	-16.7pp	-1.4%	4.6%	6.1pp
Net kar	-980	1,002	-839	n.m	n.m.	-4,330	-441	n.m.
Net marj	-6.9%	7.6%	-7.5%	-0.5pp	-15.0pp	-8.6%	-1.1%	7.5pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Doğuş Otomotiv 3Ç26 Sonuçları: Doğuş Otomotiv <DOAS TI, TUT> 3Ç26 finansallarında TL49,3mr ciro (-%35 y/y; Ünlü: TL47,4mr; Kons: TL47,1mr), TL527mn FAVÖK (-%91 y/y; Ünlü: TL2.441mn; Kons: TL2.507mn) ve TL434mn net zarar (3Ç25: TL2.750mn net kâr; Ünlü: TL927mn; Kons: TL842mn) açıkladı. Ciro beklentilerle genel olarak uyumlu gelirken, FAVÖK brüt marjdaki sert daralma ve düşen hacimlerle sıçrayan faaliyet gideri marjı nedeniyle konsensüs tahmininin %79 altında kaldı. Net kâr tarafında ise iştiraklerden elde edilen gelir ve artan parasal kazanç, net zararın önüne geçemedi. Yönetim 2026 pazar beklentisini bir miktar aşağı çekerken, kendi satış adedi hedefini sınırlı ölçüde yükseltti. Sonuçlara piyasa tepkisinin negatif olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları:

- Satış hacmi (Skoda hariç) 3Ç26'da yıllık %25 düşüşle 26,5 bin adede geriledi; yurtiçi pazar yıllık %23 daralırken en sert düşüşler yıllık %44 ile Seat/Cupra'da ve yıllık %33 ile Audi'de yaşandı. Ciro ise reel bazda yıllık %35 azaldı; bu, araç başı cironun yıllık %13 gerilediğine işaret ediyor.
- FAVÖK marjı yıllık 6,3 puan, çeyreklik 4,3 puan daralarak %1,1'e geriledi ve beklentilerin oldukça altında kaldı (Ünlü: %5,2; Kons: %5,3). Brüt marj, daralan pazardaki yoğun fiyat rekabetiyle 3Ç26'da %9,5'e indi (2Ç26: %11,7; 3Ç25: %13,5). Faaliyet gideri marjı ise negatif operasyonel kaldıraçla %10,5'e yükseldi (2Ç26: %7,9; 3Ç25: %7,4); ciro yıllık %35 düşerken faaliyet giderleri reel bazda yıllık yalnızca %8 azaldı ve pazarlama giderleri yıllık %6 arttı.
- Şirket, ağırlıklı olarak TÜVTÜRK ve VDF Servis kaynaklı olmak üzere iştiraklerden 802 milyon TL gelir (3Ç25: 735 milyon TL), varlık satışlarından 215 milyon TL kâr ve 1.564 milyon TL parasal kazanç (3Ç25: 727 milyon TL) kaydetti. Bu kalemler 553 milyon TL'lik esas faaliyet zararını ve 2.157 milyon TL'lik net finansman giderini (3Ç25: 2.538 milyon TL) karşılayamadı ve vergi öncesi zarar 130 milyon TL oldu. Vergi öncesi zarara rağmen kaydedilen 323 milyon TL vergi gideriyle net zarar 434 milyon TL'ye ulaştı.
- Doğuş Otomotiv'in net borcu 2Ç26'daki 32,2 milyar TL'den 3Ç26'da 30,9 milyar TL'ye geriledi; ağırlıklı olarak ticari alacaklardaki düşüşten kaynaklanan 6,7 milyar TL'lik işletme sermayesi serbestleşmesi, ağustos ayında ödenen 3,3 milyar TL'lik ikinci temettü taksitini fazlasıyla karşıladı. Buna karşın net borç/FAVÖK oranı, FAVÖK'teki sert düşüş nedeniyle 2,1x'ten 3,0x'e yükseldi. İşletme sermayesi ihtiyacı/ciro oranı ise 2Ç26'daki %11,6'dan 3Ç26'da %10,2'ye geriledi.

Pazar beklentisi düşürüldü, satış adedi beklentisi yükseltildi: Yönetim, 2026 yılı toplam yurtiçi pazar beklentisini (binek, hafif ticari ve ağır ticari) %4 düşürerek 1,2 milyon adetten 1,15 milyon adede çekerken, Skoda hariç kendi satış hedefini %4 artırarak 125 bin adetten 130 bin adede yükseltti. Bu hedef yıllık %20'lik bir düşüşe işaret ediyor (9A26: yıllık -%12). Yatırım harcaması beklentisi de 5,0 milyar TL'den 4,0 milyar TL'ye indirildi.

Görüş: TUT tavsiyemizi ve 223 TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz. Doğuş Otomotiv'in marjları, araç bulunurluğundaki iyileşmenin yurtiçi pazarda fiyat rekabetini artırmasıyla son yıllarda sürekli baskı altında kaldı. 2026'da beklediğimiz dip yerine 3Ç26'da sert bir bozulma yaşandı; yurtiçi pazarın daralmaya devam ettiği bu ortamda yakın vadede marjlarda toparlanma alanını sınırlı görüyoruz. Volkswagen Grubu ile VW binek otomobillerin Türkiye'de üretim seçeneklerinin değerlendirilmesine yönelik imzalanan niyet mektubu ise henüz erken aşamada. Kazanç görünürlüğünün düşük olması ve hisse arzı riski nedeniyle, daha olumlu bir görüşe geçmeden önce marjlarda istikrar işaretleri görmeyi tercih ediyoruz.

Finansal Sonuçlar: Doğuş Otomotiv

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	75,630	63,386	49,263	-35%	-22%	47,393	47,136	4%	5%	221,659	168,709	-24%
FAVÖK	5,608	3,433	527	-91%	-85%	2,441	2,507	-78%	-79%	15,364	7,532	-51%
FAVÖK marjı	7.4%	5.4%	1.1%	-6.3pp	-4.3pp	5.2%	5.3%			6.9%	4.5%	-2.5pp
Net kar	2,750	1,839	-434	-116%	-124%	927	842	-147%	-152%	6,554	2,053	-69%
Net marj	3.6%	2.9%	-0.9%	-4.5pp	-3.8pp	2.0%	1.8%			3.0%	1.2%	-1.7pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Logo 3Ç26 Sonuçları: Logo <LOGO TI, AL>, 3Ç26'da 1,77 milyar TL gelir (yıllık -%1; Ünlü: 1,81 milyar TL; Konsensüs: 1,78 milyar TL), 753 milyon TL FAVÖK (yıllık +%7; Ünlü: 731 milyon TL; Konsensüs: 732 milyon TL) ve 307 milyon TL net kâr (yıllık -%1; Ünlü: 299 milyon TL; Konsensüs: 307 milyon TL) açıkladı. Gelirler ve net kâr beklentilere büyük ölçüde paralel gerçekleşirken, FAVÖK hem tahminimizin hem de konsensüsün %3 üzerinde geldi. Gelirlerdeki hafif düşüşe rağmen FAVÖK marjı yıllık 2,9 puan iyileşerek %42,5'e yükseldi. Sonuçlara nötr piyasa tepkisi bekliyoruz.

- Gelirler 3Ç26'da yıllık %1 gerileyerek 1,77 milyar TL oldu. Zayıf talep koşulları nedeniyle gelir büyümesi sınırlı kalırken, SaaS ve abonelik bazlı ürünlere devam eden geçiş tekrarlayan gelirleri destekledi. 9A26'da SaaS gelirleri reel bazda yıllık %7 artarak 2,8 milyar TL'ye ulaşırken, toplam faturalanan gelirler içindeki payı 9A25'teki %54 seviyesinden %61'e yükseldi. Tekrarlayan gelirlerin toplam faturalanan gelirler içindeki payı ise geçen yılki %85 seviyesinden %87'ye çıktı.
- FAVÖK 3Ç26'da yıllık %7 artarak 753 milyon TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 3Ç25'teki %39,6 seviyesinden yıllık 2,9 puan iyileşerek %42,5'e ulaştı. Satış ve pazarlama giderlerindeki düşüş kârlılığı desteklerken, artan Ar-Ge giderleri bu etkiyi kısmen sınırladı.
- Net kâr 3Ç26'da yıllık bazda büyük ölçüde yatay kalarak 307 milyon TL seviyesinde gerçekleşti ve konsensüse paralel geldi. Operasyonel kârlılıktaki iyileşme ve net parasal kayıplardaki azalış olumlu katkı sağlarken, net yatırım giderlerindeki artış bu etkileri kısmen dengeledi.
- Şirket 2026 beklentilerini korudu: Yönetim, Logo Türkiye için TMS 29 kapsamında faturalanan gelirlerde %12,2 büyüme, UFRS gelirlerinde %11,6 büyüme ve yaklaşık %31 FAVÖK marjı öngörmeye devam ediyor. Şirketin 2026 yıl sonu TÜFE varsayımı %23 seviyesinde bulunuyor.

Görüş ve Değerleme: 3Ç26 sonuçlarını nötr değerlendiriyoruz. Zayıf talep koşulları nedeniyle şirketin 9A26 gelir performansı yıl sonu beklentilerinin altında seyrederken, satış performansına bağlı prim ödemelerinin azalması FAVÖK marjını destekliyor ve marj beklentilerin üzerinde seyrediyor. Bu çerçevede modelimizi güncelleyerek hedef fiyatımızı hisse başına 234 TL'den 210 TL'ye revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımız %70 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. **AL** tavsiyemizi koruyoruz.

Finansal Sonuçlar: Logo Yazılım

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	1,783	1,840	1,774	-1%	-4%	1,805	1,777	-2%	0%	5,140	5,330	4%
FAVÖK	706	770	753	7%	-2%	731	732	3%	3%	2,068	2,128	3%
FAVÖK marjı	39.6%	41.8%	42.5%	2.9pp	0.6pp	40.5%	41.2%			40.2%	39.9%	-0.3pp
Net kar	311	391	307	-1%	-21%	299	307	3%	0%	1,776	846	-52%
Net marj	17.4%	21.2%	17.3%	-0.1pp	-3.9pp	16.6%	17.3%			34.6%	15.9%	-18.7pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Sektör ve Şirket Haberleri

Koç Holding 3Ç26 Telekonferansından Öne Çıkanlar: Koç Holding <KCHOL TI, Al> yönetimi 3Ç26 finansal sonuçlarına ilişkin telekonferans düzenledi. Toplantıda öne çıkan başlıklar Arçelik'in borçluluğu ve finansman ihtiyacı, AB'nin gündemindeki "Made in EU" düzenlemesinin Türk otomotiv ihracatçılarına olası etkileri ve Tüpraş'ın küçük modüler nükleer reaktörlere (SMR) yönelik ilgisi oldu. Yönetim, Arçelik'in faaliyet koşullarında 2027'de kademeli iyileşme beklerken, mevcut AB düzenleme taslağı kapsamında Tofaş'ın Ford Otosan'a kıyasla daha avantajlı konumda olduğunu değerlendirdi. Nükleer enerjinin ise Koç için yeni bir stratejik yatırım alanı olarak görülmediği belirtildi. Öne çıkan mesajlar aşağıda özetlenmiştir:

- Arçelik'in borçluluğunda kademeli iyileşme bekleniyor; 2027'de talep koşulları bir miktar toparlanabilir: Yönetim, para politikasındaki gevşemenin 2027 boyunca Türkiye'de tüketici talebini desteklemesini, Avrupa'da ise talep koşullarının istikrar kazanmasını bekliyor. Bununla birlikte, Avrupa'daki yoğun fiyat rekabetinin devam edeceği öngörülüyor. Arçelik, marjlarını korumaya, operasyonel verimliliğe, işletme sermayesi disiplinine, yatırım harcamalarının azaltılmasına ve portföy optimizasyonuna odaklanmayı sürdürecek. Yönetim, borçluluğun kademeli olarak gerilemesini beklemekle birlikte belirli bir hedef veya takvim paylaşmadı. İyileşmenin hızı faaliyet performansına ve piyasa koşullarına bağlı olacak.
- Arçelik'in artan finansman giderleri yüksek borçlanma faizlerinden değil, finansman hacmindeki artıştan kaynaklanıyor: Yönetim, yüksek borçluluğuna rağmen Arçelik'in Türk bankalarından diğer Koç Grubu şirketleriyle genel olarak benzer koşullarda finansman sağlayabildiğini açıkladı. Artan faiz giderleri esas olarak tüketici kredilerine erişimin sınırlı kalması nedeniyle yurt içindeki müşterilere ve bayilere sağlanan finansmanın yükselmesinden kaynaklanıyor. Bu finansman desteği yurt içi satışları ve kapasite kullanımını desteklerken, işletme sermayesi ihtiyacını artırıyor ve borçluluğun azaltılmasını zorlaştırıyor.
- "Made in EU" düzenlemesine ilişkin belirsizlik sürüyor; Tofaş, Ford Otosan'a göre daha avantajlı görünüyor: Mevcut düzenleme taslağında görüşülen, grup üretiminin %15'ine kadar olan kısmının AB dışında gerçekleştirilmesine imkân tanıyabilecek hüküm, Stellantis'in toplam üretimi içindeki payı nedeniyle Tofaş'a avantaj sağlayabilir. Ford Otosan ise düzenlemeden daha fazla etkilenebilir; ancak Romanya'daki üretim tesisleri olası kısıtlamalara karşı esneklik sağlıyor. Ford Otosan ve Ford Motor alternatif üretim senaryolarını değerlendiriyor, ancak henüz somut bir adım atılmadı. Yönetim, mevzuatın hâlâ müzakere aşamasında olduğunu ve nihai etkilerin şu aşamada hesaplanamayacağını vurguladı. Koç, Türk hükümetiyle birlikte ilgili taraflarla aktif temaslarını sürdürüyor.
- Tüpraş'ın SMR girişimi, Koç için yeni bir stratejik yönelimden ziyade operasyonel bir seçenek: Yönetim, Tüpraş'ın küçük modüler nükleer reaktörlerin rafineri operasyonlarında elektrik ve proses buharı üretimi amacıyla gelecekte kullanılmasını değerlendirdiğini açıkladı. Uygulama, teknolojinin ticari olarak erişilebilir hâle gelmesine ve gerekli yasal düzenlemelerin tamamlanmasına bağlı olacak. Koç, Türkiye'nin yerli nükleer reaktör girişimini de takip ediyor; ancak henüz bir yatırım taahhüdünde bulunmadı ve nükleer enerjiyi yeni bir stratejik yatırım alanı olarak tanımlamadı.
- Enerji, yakın vadede kârlılığa en güçlü katkıyı sağlamaya devam ediyor: Tüpraş'ın dokuz aylık net rafineri marjı, güçlü orta distilat marjları, yüksek kapasite kullanımı ve ham petrol optimizasyonunun desteğiyle USD23/varil seviyesine ulaştı. Şirket, 2026 net rafineri marjı beklentisini USD13–15/varilden USD20–22/varile yükseltti. Bu, beklenti aralığının orta noktasında %50 artışa karşılık geliyor. Yeni beklenti, oldukça güçlü geçen üçüncü çeyreğin ardından 4Ç26'da marjlarda bir miktar normalleşmeye işaret ediyor.
- Otomotiv görünümü karmaşık seyrini korurken, yeni projelerin katkısına ilişkin görünürlük artıyor: Tofaş'ın Kuzey Amerika'ya yönelik K0 ihracat projesi planlandığı şekilde ilerliyor ve ilk teslimatların yıl sonuna doğru başlaması bekleniyor. K9 üretimi başlarken dağıtım faaliyetleri ekim ayında başladı. Otokar'ın sipariş görünürlüğü, yaklaşık USD1,5mlr tutarındaki zırhlı araç ihracat sözleşmesinin ardından güçlendi. Teslimatların üç yıla yayılması planlanırken, Romanya'da üretim devam ediyor. Artan askeri araç teslimatları sayesinde Otokar 3Ç26'da yeniden pozitif çeyreklik FAVÖK elde etti. Ford Otosan'ın kârlılığı da güçlü ihracat hacimleri ve azalan finansman giderlerinin desteğiyle çeyreklik bazda iyileşti.
- Yapı Kredi'de marj toparlanması sürerken aktif kalitesi üzerindeki baskı devam ediyor: Net faiz marjı, kredi fiyatlaması ve iyileşen fonlama kompozisyonunun desteğiyle 3Ç26'da çeyreklik bazda 23 baz puan artarak %2,82'ye yükseldi. Buna karşılık, takipteki kredi oranı %4,6'ya, dokuz aylık kredi risk maliyeti ise 214 baz puana ulaştı. Çekirdek sermaye yeterlilik oranı (CET1) %9,0 seviyesinde gerçekleşti. Yönetim, 4Ç26'da sermaye üretiminin yeniden başlamasını beklerken, Yapı Kredi Portföy işleminin tamamlanmasının ilave katkı sağlayabileceğini belirtti. Holding seviyesinde net nakit pozisyonu USD963mn ile büyük ölçüde yatay kalırken, sermaye tahsisine ilişkin yeni bir taahhüt açıklanmadı.

Türk Hava Yolları'nın yolcu trafiği Ekim'de yıllık %0,6 gerilerken, doluluk oranı 1,6 puan yükseldi: Türk Hava Yolları <THYAO TI, TUT>'nın Ekim 2026 trafik verilerine göre şirket, Ekim ayında iç hatlarda 2,7 milyon (-%4,4 y/y), dış hatlarda ise 5,8 milyon (+%1,3 y/y) yolcu taşıdı. Böylece toplam yolcu sayısı yıllık %0,6 düşüşle 8,5 milyon oldu. Toplam arz edilen koltuk kilometre (ASK) yıllık %0,4 artarken, yolcu doluluk oranı 1,6 puan yükselerek %86,3'e ulaştı. Kargo ve posta hacmi ise yıllık %2,8 artışla 202,3 bin tona çıktı.

Yorum: Yolcu trafiği, dört aylık büyümenin ardından Ekim'de sınırlı geriledi (Ekim: -%0,6; Eylül: +%3,6; Ağustos: +%5,6; Temmuz: +%4,6; Haziran: -%1,6). Bu düşüşte iç hat yolcu sayısındaki %4,4'lük daralma etkili olurken, dış hat yolcu büyümesi de %1,3'e yavaşladı. Kapasite artışı %0,4 ile sınırlı kalmasına rağmen, hem iç hem de dış hatlarda doluluk oranlarının yükselmesiyle toplam doluluk oranı 1,6 puan iyileşti.

Kargo hacmindeki büyüme ise Eylül'deki %13,2'den %2,8'e geriledi. Yönetim, geçen hafta yaptığı açıklamada, yolcu kapasitesinin 4Ç26'da %1–3 büyümesini beklediğini belirtmişti. Ekim ayında ise kapasite artışı %0,4 ile sınırlı kaldı. (Nötr)

Ülker 3Ç26 Telekonferans Notları: Ülker <ULKER, AL> yönetimi, CEO Özgür Kölükfakı, CFO Fulya Banu Sürücü ve Yatırımcı İlişkileri Direktörü Verda Beste Taşar'ın katılımıyla bir konferans görüşmesi gerçekleştirdi. Yönetim, 4Ç26'da IAS 29 öncesi marjların iyileşmesini beklerken, stoklara ilişkin enflasyon düzeltmelerinin raporlanan kârlılık üzerindeki baskısının artacağını öngörüyor. Kakao stok döngüsünün normalleşmesinin 2027'de toparlanmayı desteklemesi bekleniyor, ancak rekabet baskıları devam ediyor. Hisse geri alımı değerlendirilirken, finansal esnekliğin korunması önemli bir öncelik olmayı sürdürüyor. Görüşmede öne çıkan noktalar şöyle:

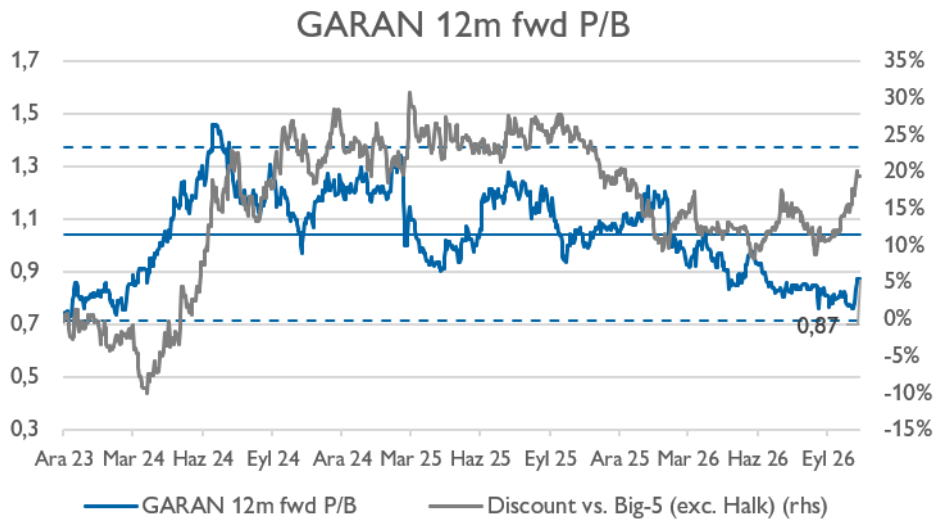
- 4Ç26'da daha güçlü operasyonel kârlılığa karşın enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisi artacak: Yönetim, 4Ç26'nın 1Ç26'dan sonra yılın en güçlü satış çeyreği olmasını bekliyor. Daha yüksek satışlar, stokların daha büyük bir bölümünün, elde tutuldukları sürede biriken enflasyon düzeltmeleriyle birlikte satışların maliyetine aktarılmasına neden olacak. Yönetim, IAS 29 öncesi marjların iyileşmesini beklerken, enflasyon muhasebesinin raporlanan marjlar üzerindeki olumsuz etkisinin artacağını öngörüyor.
- Kakao stok döngüsünün normalleşmesi 2027'yi desteklemeli, ancak toparlanmanın zamanlaması belirsizliğini koruyor: Yönetim, kakao stok döngüsünün yıl sonuna doğru normalleşmesini ve olumlu etkilerinin 2027'de görülmeye başlamasını bekliyor. Ancak yüksek maliyetli stokların hangi çeyrekte tamamen tüketileceği, alım fiyatları ve kaç aylık alım yapıldığı açıklanmadı. Yönetim, daha düşük kakao maliyetlerinin tek başına marj toparlanmasını garanti etmeyeceğini; fiyatlama, promosyon yoğunluğu, talep ve enflasyonun da belirleyici olacağını vurguladı.
- Promosyon baskısı yönetimin önceki beklentisinden daha uzun sürdü: Önceki beklentiler, promosyon yoğunluğunun ve bölgesel gerilimlerin normalleşeceği varsayımına dayanıyordu; ancak ikisi de gerçekleşmedi. Yönetim, rekabet koşullarının büyük ölçüde değişmediğini belirtirken, promosyon yaklaşımlarının kârlılık ile pazar payını dengelemeyi amaçladığını ifade etti.
- MENA'daki çatışmalar konsolide FAVÖK marjını yaklaşık 2 puan düşürdü: Yönetim bu etkiyi daha zayıf talebe ve artan lojistik, ambalaj, sigorta ve diğer tedarik zinciri maliyetlerine bağladı. Aksamalar, ürün bulunurluğunu korumak için stokların daha uzun süre tutulmasını da gerektirdi. Yönetim, Suudi Arabistan'daki talep zayıflığının 2025 sonunda başladığını ve pazarın yapısal olarak daha fazla promosyon odaklı hale geldiğini belirtti. Bu durum, bölgedeki kârlılık baskılarının çatışmaların doğrudan etkilerinin ötesine geçtiğine işaret ediyor.
- Kur hareketleri Orta Asya'da Rus ürünlerinin rekabet gücünü artırıyor: Yönetim, rubledeki değer kaybı ile tengedeki değerlenmenin, Kazakistan'a giren Rus ürünlerinin fiyat rekabetçiliğini artırdığını belirtti. Gümrük sınırının bulunmaması bu ürün akışını kolaylaştırarak Ülker'in fiyatlama esnekliğini sınırlıyor ve kârlılık üzerinde baskı yaratıyor. Yönetim, bu kur hareketlerini performansın önceki varsayımların altında kalmasının ek bir nedeni olarak gösterdi.
- Hisse geri alımı değerlendiriliyor, ancak finansal esnekliğin korunması öncelikli: Yönetim, sermaye tahsisi alternatiflerini değerlendirirken hisse geri alımının da gündemde olduğunu teyit etti. Bununla birlikte, girdi maliyetlerindeki oynaklık, faiz koşulları ve makro belirsizlikler nedeniyle finansal esnekliğin korunması öncelik taşıyor.
- 2026 ciro ve FAVÖK marjı beklentileri aşağı revize edildi: Ülker, net satışlarda önceki düşük tek haneli daralma beklentisine karşılık artık tek haneli daralma; FAVÖK marjında ise önceki %13,5 ±1,5 puan yerine %9–11 aralığını öngörüyor. Revizyon; yükselen yıl sonu enflasyon beklentilerini, devam eden rekabet ve promosyon baskısını, sınırlı fiyatlama esnekliğini, stoklara ilişkin enflasyon düzeltmelerini ve bölgesel baskıları yansıtıyor. 9A26 FAVÖK marjının %11,6 olduğu dikkate alındığında, aralığın üst sınırı bile 4Ç26'da raporlanan marjın dokuz aylık ortalamanın altında kalacağına işaret ediyor.

Fitch, Anadolu Efes'in kredi notunu "BB" seviyesinde teyit ederken "Negatif" görünümünü korudu: Fitch Ratings, Anadolu Efes <AEFES TI, AL>'in uzun vadeli yabancı ve yerel para cinsi kredi notları ile kıdemli teminatsız borçlanma notunu "BB" seviyesinde teyit ederken, "Negatif" görünümünü korudu. Fitch, Coca-Cola İçecek ve Rusya operasyonları hariç hesapladığı brüt borç/FAVÖK oranının 2026 sonunda 4,7x seviyesine ulaşmasını, 2027'de ise 3,4x'e gerileyerek not indirimi için izlediği 3,0x eşiğinin üzerinde kalmasını bekliyor. Kuruluş, maliyet tasarrufları, Türkiye satış hacimlerinde toparlanma ve nakit koruma önlemlerinin sürdürülmesiyle 2027'de kârlılığın iyileşmesini ve serbest nakit akışının pozitife dönmesini öngörüyor. Ancak Fitch, önümüzdeki altı ila dokuz ayda operasyonel performansın beklentilerin altında kalmasının veya şirketin borçluluğu azaltma taahhüdünden sapmasının not indirimine yol açabileceği uyarısında bulundu. (Hafif Olumsuz)

Türkiye Sigorta'nın brüt yazılan primleri Ekim ayında yıllık %22 arttı: Türkiye Sigorta, Ekim ayında 12,8 milyar TL prim üretimi açıkladı (yıllık %22 büyüme). Kümülatif olarak ise, 2026'nın ilk on ayında brüt yazılan primler yıllık bazda %27 artarak 147,3 milyar TL'ye ulaştı. Nötr.

Garanti pay geri alımlarına devam ediyor: Garanti <GARAN TI, Al>, 9 Kasım'da ağırlıklı ortalama TL147,88 fiyattan 2,64mn adet payı toplam TL389,7mn bedelle geri aldı. Önceki işlemlerle birlikte kümülatif geri alımlar 11,26mn adede ve TL1,60mlr tutara ulaşırken, kümülatif ortalama alış fiyatı TL142,06 oldu. Böylece 85mn adetlik azami geri alım limitinin %13,2'si ve TL11mlr'lık bütçenin %14,5'i kullanılmış oldu.

Tarih	Geri alınan pay	Tutar (TL mn)	Kümülatif pay	Kümülatif tutar (TL mn)
4 Kas 2026	2.474.579	340,0	2.474.579	340,0
5 Kas 2026	2.686.000	378,1	5.160.579	718,1
6 Kas 2026	3.464.211	491,8	8.624.790	1.209,9
9 Kas 2026	**2.635.128**	**389,7**	**11.259.918**	**1.599,6**



Mavi 290 bin lot hisse geri alımı yaptı: Mavi <MAVI, AL> dün 290 bin lot hissesini 35.89 TL/hisse ortalama fiyattan (toplam 10.41 milyon TL) geri aldı. Geri alım programının başladığı 16 Eylül 2026 tarihinden beri Mavi 7.36 milyon hissesini geri aldı. Mavi'nin hisse geri alım programının 39.7 milyon hisse ve 1 milyar TL fon limiti var.

Tablo 1: Araştırma Kapsamındaki Hisseler

Şirket Adı	Hisse Kodu	Güncel Fiyat* (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Pot. (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (USDm)	Halka Açıklık (%)	Ortalama Hacim (USDm)	Temettü Verimi 26B (%)	F/K**		FD/FAVÖK***	
										26B	27B	26B	27B
Bankalar									**3.3**	**4.8**	**3.2**	**1.0**	**0.8**
Akbank	AKBNK	71.0	103.6	46%	Al	7,366	52%	222	4.2	4.8	3.2	1.0	0.8
Garanti Bank	GARAN	153.1	210.8	38%	Al	12,838	14%	82	4.3	4.6	3.4	1.1	0.9
Halkbank	HALKB	42.9	40.1	-6%	Tut	6,148	9%	34	0.0	6.9	4.3	1.2	0.9
Isbank	ISCTR	13.7	18.3	34%	Al	6,838	31%	154	4.3	4.7	2.7	0.7	0.6
TSKB	TSKB	10.5	16.8	61%	Al	584	39%	5	0.0	2.6	2.1	0.5	0.4
Vakifbank	VAKBN	33.6	41.2	23%	Tut	6,656	6%	35	0.0	4.2	2.8	0.8	0.6
Yapi Kredi	YKBNK	38.7	54.0	39%	Al	6,533	39%	153	5.9	4.2	3.1	1.0	0.7
TMT									**2.7**	**6.7**	**6.4**	**2.7**	**2.3**
Turk Telekom	TTKOM	49.3	97.9	99%	Al	3,442	13%	34	0.0	5.4	5.8	2.7	2.5
Turkcell	TCELL	92.1	167.7	82%	Al	4,045	39%	51	5.2	6.9	6.0	2.5	1.9
Logo	LOGO	123.8	234.0	89%	Al	235	64%	2	2.9	15.5	16.2	2.6	2.5
Hitit	HTTBT	30.4	49.0	61%	Tut	182	28%	0	0.0	18.0	13.1	8.9	6.6
İnşaat									**4.1**	**10.6**	**10.4**	**7.3**	**5.0**
Enka Insaat	ENKAI	80.6	95.7	19%	Tut	9,655	8%	23	4.7	10.6	10.4	5.2	2.9
Tekfen Holding	TKFEN	194.1	101.4	-48%	Tut	1,434	21%	27	0.0	a.d.	a.d.	21.0	18.7
Holdingler									**3.2**	**12.0**	**9.3**	**0.4**	**0.4**
Koc Holding	KCHOL	212.4	319.0	50%	Al	10,754	27%	118	3.5	13.5	10.8	0.5	0.4
Sabanci Holding	SAHOL	88.4	155.8	76%	Al	3,707	51%	65	2.1	7.5	4.5	0.3	0.3
Alarko Holding	ALARK	98.7	153.0	55%	Al	822	35%	9	4.3	13.7	12.0	0.5	0.4
Madencilik									**1.7**	**21.4**	**9.7**	**8.3**	**5.0**
Türk Altın	TRALT	40.2	71.4	78%	Al	2,573	29%	94	2.3	23.0	10.5	8.9	6.6
TR Metal	TRMET	115.9	282.2	144%	Al	898	44%	16	0.0	16.6	7.6	6.7	29.7%
TR Dogal Enerji	TRENJ	77.6	218.7	182%	Al	402	36%	3	0.0	15.9	6.9	6.1	36.9%
Çelik									**1.9**	**12.2**	**11.9**	**7.1**	**5.3**
Erdemir	EREGL	32.8	41.7	27%	Tut	4,578	46%	100	2.0	11.6	12.3	7.6	5.7
Kardemir	KRDMD	37.4	48.0	28%	Tut	889	89%	42	1.4	14.9	9.7	4.5	3.4
Petrol & Gaz									**8.7**	**7.4**	**13.9**	**3.7**	**6.4**
Aygaz	AYGAZ	260.0	368.0	42%	Al	1,141	24%	7	8.4	7.2	12.8	a.d.	a.d.
Petkim	PETKM	16.7	17.9	7%	Tut	847	48%	35	0.0	7.1	24.2	a.d.	a.d.
Tupras	TUPRS	332.3	371.6	12%	Al	12,781	49%	192	9.3	7.4	14.0	3.7	6.4
Elektrik Dağıtım									**7.9**	**11.4**	**8.6**	**3.6**	**3.3**
Enerjisa	ENJSA	120.6	140.0	16%	Tut	2,844	20%	9	7.9	11.4	8.6	3.6	3.3
Otomotiv & Beyaz Eşya									**6.9**	**9.8**	**7.2**	**8.7**	**5.7**
Arcelik	ARCLK	70.5	98.0	39%	Tut	951	18%	3	0.0	a.d.	a.d.	8.5	7.6
Dogus Otomotiv	DOAS	138.3	223.0	61%	Tut	607	39%	3	15.0	4.8	3.9	0.3	0.3
Ford Otosan	FROTO	74.5	121.0	63%	Al	5,216	18%	31	6.2	11.4	8.7	6.0	4.7
Tofas	TOASO	245.6	403.0	64%	Al	2,452	24%	19	8.4	8.5	5.3	16.8	8.3
Turk Traktor	TTRAK	374.5	556.0	48%	Tut	748	24%	1	9.1	18.9	15.8	8.2	6.3
Savunma									**0.2**	**31.6**	**28.2**	**20.8**	**16.3**
Aselsan	ASELS	337.8	491.9	46%	Al	30,749	26%	265	0.2	31.6	28.2	20.8	16.3
Perakende									**3.0**	**14.7**	**11.6**	**6.7**	**5.6**
Bim	BIMAS	381.5	613.0	61%	Al	9,140	68%	81	3.4	13.3	11.9	8.1	6.8
Sok Marketler	SOKM	47.5	84.0	77%	Al	563	51%	5	1.1	27.8	12.9	2.5	1.7
Migros	MGROS	480.5	816.0	70%	Al	1,737	51%	34	1.1	18.8	9.8	2.6	2.3
Mavi	MAVI	35.8	65.0	81%	Al	569	73%	4	2.4	12.8	10.4	2.3	2.0
Ebebek	EBEBK	79.7	124.0	56%	Al	254	25%	1	3.9	12.9	11.4	2.5	2.1
Cam ve Materyaller									**5.1**	**10.9**	**8.3**	**7.3**	**5.1**
Sisecam	SISE	35.5	56.9	60%	Tut	2,170	49%	47	2.3	8.7	5.8	7.6	4.6
Astor	ASTOR	155.1	325.0	110%	Al	3,090	43%	186	7.0	12.4	10.0	7.2	5.5
Havacılık									**1.2**	**6.2**	**5.2**	**4.9**	**3.6**
Pegasus Airlines	PGSUS	146.5	240.0	64%	Al	1,462	43%	26	0.0	a.d.	5.0	7.3	4.7
TAV Airports	TAVHL	303.8	459.0	51%	Al	2,203	48%	20	3.3	14.7	11.6	4.9	4.8
Turkish Airlines	THYAO	310.0	401.0	29%	Tut	8,541	50%	242	0.9	5.0	3.6	4.5	3.1
Gıda & İçecek									**3.9**	**8.2**	**7.5**	**5.1**	**4.6**
Anadolu Efes	AEFES	16.9	30.0	77%	Al	2,003	32%	16	3.7	7.9	7.3	4.6	4.3
Coca Cola Icecek	CCOLA	75.3	118.0	57%	Al	4,204	25%	10	3.5	8.8	8.1	5.5	5.0
Ulker Biskuvi	ULKER	78.4	156.0	99%	Al	578	44%	10	7.9	5.1	3.5	3.7	3.0
Sağlık									**0.0**	**11.4**	**9.8**	**5.1**	**4.8**
MLP Sağlık	MPARK	442.0	705.0	60%	Al	1,686	42%	5	0.0	11.4	9.8	5.1	4.8
Gayrimenkul									**5.0**	**3.5**	**3.9**	**6.3**	**5.5**
Rönesans Gayrimenkul	RGYAS	176.9	363.7	106%	Al	1,169	27%	8	5.0	3.5	3.9	6.3	5.5
Sigorta									**4.7**	**2.6**	**2.0**	**1.2**	**0.8**
AkSigorta	AKGRT	4.8	10.1	110%	Al	154	28%	1	0.0	2.7	1.7	1.0	0.7
Anadolu Sigorta	ANSGR	22.9	37.9	66%	Al	914	35%	2	6.0	2.5	2.0	1.1	0.7
Türkiye Sigorta	TURSG	3.5	10.0	189%	Al	1,382	24%	11	4.3	2.6	2.0	1.3	0.9
Araştırma Kapsamı				**45%**					**3.3**	**7.8**	**6.6**		
Bankalar Hariç Araştırma Kapsamı				**50%**					**3.3**	**11.1**	**9.5**	**9.4**	**7.7**

*Kaynak: UNLU & Co, Bloomberg, *Son işlem günü kapanış fiyatları, **Çarpanlar finansal olmayan şirketler için USD piyasa değeri ve kârlar kullanılarak hesaplanmıştır, ***Finansal şirketler ve holdingler için F/DD, TR Anadolu Metal ve TR Doğal Enerji'nin net aktif değerine göre iskontosu kullanılmıştır.*

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Erol Danış, işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (I) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	71	29	0	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:
Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.
Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.
Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.
Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.
*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.
*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş ("BIST") endeksine ilişkindir.
ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.
ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Çıkar Çatışmaları

Şirketler	**Sınıflandırma**
Aksigorta	D
Anadolu Sigorta	D
Hitit Bilgisayar	D
Koç Holding	D
Logo Yazılım	D
Pegasus	D
Sok Marketler	D
Tüpraş	E
Turkcell	D
Türkiye Sigorta	D
Ülker	D
Ebebek	D

A: Analist, ekip üyesi, analistin hane halkından bir kişi veya ekip üyesinin hane halkından bir kişi, ilgili şirkette yönetici, yönetim kurulu üyesi veya danışma kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır
B: Şirket, bu rapor tarihi itibarıyla UNLU & Co'nun özkaynak paylarının %5 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir
C: UNLU & Co, şirketin özkaynak paylarının %1 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir
D: Şirket, UNLU & Co'nun müşterisidir

E:	UNLU & Co, son 12 ay içinde şirkete veya ilgili türev araçlara ilişkin bir halka arzda lider yönetici veya eş lider yönetici olarak görev almıştır
F:	UNLU & Co, son 12 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı hizmetleri kapsamında ücret almıştır
G:	UNLU & Co, önümüzdeki 3 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı hizmetleri kapsamında ücret almayı beklemekte veya bu yönde girişimde bulunmayı planlamaktadır
H:	UNLU & Co, bu araştırma raporunun ilgili bölümlerini yayımlanmadan önce, maddi doğruluğun teyidi amacıyla şirkete iletmiştir. Şirketten sağlanan bilgiler doğrultusunda gerekli düzeltmeler yapılmıştır
I:	Analist veya hane halkından bir kişi, bu şirketin adi hisse senetleri sınıfında uzun veya kısa pozisyona sahiptir
J:	UNLU & Co, ilgili ihraççının finansal araçlarında veya ilgili türevlerinde piyasa yapıcılığı veya likidite sağlayıcılığı yapmaktadır
K:	UNLU & Co, son 12 ay içinde şirkete yatırım bankacılığı dışındaki hizmetler, satış ve alım-satım hizmetleri dahil olmak üzere, sunmuştur
L:	UNLU & Co, son 12 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı dışındaki ürün ve hizmetler kapsamında ücret almıştır
M:	UNLU & Co, şirketin özkaynak paylarının %5 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.