Şirket Haberleri

Kar Beklentileri ve Sonuçları

- Sabancı Holding 3Ç26 Sonuçları
- Türk Telekom 3Ç26 Sonuçları
- Kardemir 3Ç26 Sonuçları
- Anadolu Efes 3Ç26 Sonuçları
- MLP Sağlık 3Ç26 Sonuçları
- Türkiye Sigorta 3Ç26 Sonuçları
- Rönesans Gayrimenkul 3Ç26 Sonuçları
- Petkim 3Ç26 Sonuçları
- Kardemir 3Ç26 Sonuçları
- OYAK Çimento 3Ç26 Sonuçları

Sektör ve Şirket Haberleri

- Coca-Cola İçecek 3Ç26 Konferans Görüşmesi Notları
- Türk Hava Yolları 3Ç26 Konferans Görüşmesi Notları
- Turkcell 12.88 milyon lot hisse geri alımı yaptı

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

Piyasa görünümü

BIST Endeksleri	Kapanış	Değişim	Hacim.($m)
BIST 30	14,331	4.19%	3,310
BIST 100	11,478	4.12%	3,690
BIST 30 Vadeli	**Uzlaş. Fiyatı**	**Değişim**	**Hacim.($m)**
Ara-26	14,978	-0.31%	52,247
Feb-27	15,664	-0.17%	834
BIST 30 en yüksek performans gösterenler		**Günlük (TL)**	**Hacim.($m)**
SASA		10.0%	145.57
THYAO		9.9%	453.64
TRALT		7.5%	57.00
BIST 30 en düşük performans gösterenler		**Günlük (TL)**	**Hacim.($m)**
TCELL		0.2%	160.21
AEFES		0.5%	29.55
ENKAI		1.3%	35.45

Küresel hisse senedi piyasa performansları

Gelişmekte olan piyasalar	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	4.1%	-16.1%	1.9%
MSCI EM	0.6%	-7.4%	10.9%
Hang Seng	3.6%	-2.6%	-3.3%
Brasil-Bovespa	1.2%	0.0%	4.0%
India-Sensex 30	2.1%	1.2%	-7.4%
China-Shangai	0.0%	-6.6%	-7.1%
S. Africa-JSE	-0.2%	-5.0%	-5.7%
Gelişmiş piyasalar			
Dow Jones	3.0%	-0.8%	11.0%
S&P 500	1.6%	-0.8%	12.3%
FTSE 100	1.8%	0.0%	9.0%
Euro Stoxx 50 Pr	2.0%	-4.1%	8.2%
DAX	2.2%	0.4%	8.0%
CAC 40	2.0%	-5.7%	0.3%
IBEX	3.0%	-4.1%	11.9%
Nikkei	-1.8%	-9.5%	21.3%

Emtialar

* vadeli	Fiyat	Günlük	Ybb
Brent ($/bbl)*	94.6	-8.7%	55.5%
Altın ($/oz)	4073.0	3.4%	-6.2%
Gümüş ($/t oz)	52.3	5.1%	-28.2%
Bakır ($/lb)	680.3	-2.2%	13.8%
Döviz kurları	**Kur**	**Günlük**	**Ybb**
USD/TL	50.03	0.1%	16.5%
EUR/USD	1.13	0.5%	-4.2%
Döviz sepeti	53.18	0.3%	6.2%
Faiz oranları	**Oran**	**Değişim**	**Hacim.($m)**
Politika faizi	37.00%		
Gösterge tahvil (01-Eki-25)	39.62%	-0.2%	639.00
Eurobondlar	**Fiyat**	**Getiri**	**Makas**
TR (15-Oca-30)	115.575	6.5%	1.6%
US (10-yıllık)		4.8%	0.0%

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

Kar Beklentileri ve Sonuçları

Sabancı Holding 3Ç26 Sonuçları: Sabancı Holding <SAHOL TI, Al>, 3Ç26'da piyasanın 4,35 milyar TL'lik beklentisinin %2 altında, 4,26 milyar TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Şirket, geçen yılın aynı döneminde 881 milyon TL net kâr elde etmişti. CarrefourSA satışının tamamlanmasından kaynaklanan 243 milyon TL'lik net zarar hariç tutulduğunda, net kâr 4,51 milyar TL'ye ulaşıyor. FAVÖK yıllık %27 gerileyerek 18,4 milyar TL oldu. Şirketin kombine finansallarına göre banka dışı FAVÖK %7 büyüdü. Sonuçların hisse üzerindeki etkisinin nötr olmasını bekliyoruz. Banka dışı operasyonlarda iyileşen kârlılık ve Holding'in 31,9 milyar TL seviyesindeki güçlü solo net nakit pozisyonu olumlu olmakla birlikte, bankacılık tarafındaki zayıflık ve solo net nakdin 2Ç26 sonundaki 35,3 milyar TL'den gerilemesi pozitif etkiyi sınırlıyor. Öne çıkan noktalar:

- Finansal sonuçlar — Beklentilere paralel net kâr, zayıf FAVÖK performansı: Net satışlar yıllık %35 ve çeyreklik %30 düşüşle 49,7 milyar TL olurken, FAVÖK yıllık %27 ve çeyreklik %39 gerileyerek 18,4 milyar TL'ye indi. FAVÖK marjı yıllık 3,9 puan artarken, çeyreklik 5,1 puan düşüşle %37,0 olarak gerçekleşti. Net kâr yıllık %384 artışla 4,26 milyar TL'ye ulaşarak 4,35 milyar TL'lik piyasa beklentisine paralel gerçekleşti (%2 altında). Net kârın 2Ç26'daki 14,95 milyar TL seviyesinden gerilemesi büyük ölçüde önceki çeyrekte kaydedilen Akçansa satış kârının tekrarlanmamasından kaynaklandı. 9A26'da net satışlar yıllık %36 düşüşle 146,4 milyar TL olurken, FAVÖK %2 artışla 82,4 milyar TL'ye yükseldi. Ancak CarrefourSA'nın 2026'da durdurulan faaliyetler altında sınıflandırılması ve 2025 karşılaştırmalı finansallarının aynı şekilde yeniden düzenlenmemesi, satış ve marj karşılaştırmalarını bozuyor.
- CarrefourSA satışı — 243 milyon TL net satış zararı: Sabancı Holding'in CarrefourSA'daki %57,12 payının satışı 31 Temmuz'da tamamlandı. TFRS finansallarında yatırım faaliyetleri altında 1,28 milyar TL brüt satış zararı kaydedilirken, vergi sonrası net etki 243 milyon TL oldu. Bu etki hariç tutulduğunda ana ortaklık net kârı 4,51 milyar TL'ye ulaşıyor. Ayrıca CarrefourSA'nın durdurulan faaliyetlerinden 3Ç26'da 622 milyon TL konsolide zarar kaydedildi; bunun 356 milyon TL'si Sabancı Holding hissedarlarına ait. İşlem kapsamında kapanış düzeltmeleri sonrasında alıcıya toplam 91,95 milyon USD ödeme yapıldı. Bunun 85,48 milyon USD'lik kısmı çeyrek sonundan önce, kalan 6,47 milyon USD ise ekim ayında ödendi.
- Grup operasyonları — Banka dışı iyileşme, bankacılıktaki zayıflıkla dengelendi: Şirketin kombine finansallarına göre gelirler yıllık %14 düşüşle 440,5 milyar TL, FAVÖK ise %9 düşüşle 46,9 milyar TL oldu. Banka dışı FAVÖK, gelirlerdeki %14'lük daralmaya rağmen %7 artışla 33,3 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 318 baz puan iyileşerek %16,0'ya ulaştı. Enerji, %19 artışla 21,7 milyar TL FAVÖK üreterek büyümenin ana kaynağı olmaya devam etti. Finansal Hizmetler FAVÖK'ü %17 artışla 3,95 milyar TL'ye yükseldi. Malzeme Teknolojileri FAVÖK'ü %12 düşüşle 6,4 milyar TL olurken, Dijital segmenti 51 milyon TL FAVÖK zararı açıkladı. Bankacılık FAVÖK'ü ise %34 düşüşle 13,6 milyar TL'ye geriledi ve kombine FAVÖK içindeki payı geçen yılki %40 seviyesinden %29'a indi.
- Bankacılık — Fonlama maliyetleri kârlılığı baskıladı: Bankacılık FAVÖK'ü yıllık %34 düşerken, segmentin ana ortaklığa atfedilen net zararı 3Ç25'teki 744 milyon TL'den 3Ç26'da 1,06 milyar TL'ye yükseldi. Yönetim, zayıf performansı fonlama maliyetlerindeki oynaklığa ve parasal gevşemenin beklenenden yavaş ilerlemesine bağlı olarak net faiz marjlarında oluşan baskıya bağladı. Ücret ve komisyon gelirleri ile aktif kalitesi destekleyici olmaya devam etse de bankacılık kombine FAVÖK üzerindeki en belirgin olumsuz unsur oldu. Bankacılık kârlılığındaki toparlanmanın hızı, 4Ç26'ya girerken Grup'un kâr görünümü açısından temel belirsizlik olmaya devam ediyor.
- Enerji — Güçlü üretim performansı kârlılığı destekledi: Enerjisa Üretim'in 3Ç26 gelirleri yıllık %7 düşüşle 30,5 milyar TL olurken, FAVÖK %23 artışla 6,2 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı 504 baz puan artışla %20'ye ulaştı. Yenilenebilir enerji üretimindeki artış, elverişli hidrolojik koşullar ve dengeleme piyasası gelirleri, doğal gaz üretimindeki zayıflığı fazlasıyla telafi etti. Net kâr, daha düşük finansman ve vergi giderlerinin de katkısıyla %15 artarak 4,5 milyar TL'ye yükseldi. YEKA-2 kapsamında 1 GW'lık rüzgâr portföyünün türbin kurulumları tamamlanırken, projeler için yaklaşık 1,4 milyar USD finansman sağlandı. Dağıtım tarafında Enerjisa Enerji <ENJSA TI, Hold>, daha önce yukarı revize ettiği 2026 beklentilerini korudu: 80-85 milyar TL operasyonel kâr, 13-15 milyar TL düzeltilmiş net kâr, 30-35 milyar TL yatırım harcaması ve 110-120 milyar TL düzenlenmiş varlık tabanı. Bu görünüm, regüle enerji operasyonlarının kârlılığını desteklemeye devam ediyor.
- Malzeme Teknolojileri — FAVÖK gerilemesine rağmen marjlar iyileşti: Kombine Malzeme Teknolojileri gelirleri yıllık %18 düşüşle 39,3 milyar TL, FAVÖK ise %12 düşüşle 6,4 milyar TL oldu. Buna karşın FAVÖK marjı yaklaşık 1,1 puan artışla %16,2'ye yükseldi. Fiyatlama disiplini, lastik segmentindeki olumlu ürün karması, ticari araç yenileme lastiklerindeki güçlü satışlar ve uluslararası çimento operasyonları kârlılığı destekledi. Kompozit talebindeki güçlü seyir de yurt içi yapı malzemeleri talebindeki zayıflığı ve lastik güçlendirme iş kolundaki baskıları kısmen dengeledi. Akçansa satışının ardından Grup'un çimento yatırımları giderek Çimsa üzerinde yoğunlaşırken, şirket Mersin'deki yeni kalsiyum alüminat çimentosu tesisini devreye alarak yıllık klinker kapasitesini %50 artışla 197 bin tona çıkardı.
- Finansal Hizmetler — Gelirlerdeki düşüşe rağmen kârlılık arttı: Kombine Finansal Hizmetler gelirleri yıllık %3 düşüşle 20,6 milyar TL olurken, FAVÖK %17 artışla 3,95 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı yaklaşık 3,3 puan artışla %19,2'ye ulaştı. Hayat sigortası ve bireysel emeklilik faaliyetleri güçlü kârlılığını korurken, hayat dışı sigortacılıkta seçici ve kârlılık odaklı portföy yönetimi sürdürüldü. Segmentin ana ortaklığa atfedilen net kârı yıllık %79 artarak 843 milyon TL oldu.

- Faaliyet kârı altındaki kalemler — Daha düşük parasal kayıp ve finansman giderleri net kârı destekledi: Konsolide faaliyet kârı yıllık %5 gerileyerek 21,9 milyar TL oldu. Bu durum, net kârdaki iyileşmede faaliyet kârı altındaki kalemlerin önemli rol oynadığını gösteriyor. Konsolide net parasal pozisyon kaybı 3Ç25'teki 14,3 milyar TL'den 10,9 milyar TL'ye, net finansman giderleri ise 3,8 milyar TL'den 1,4 milyar TL'ye geriledi. Vergi gideri de CarrefourSA işlemiyle ilişkili olumlu vergi etkisinin katkısıyla 6,2 milyar TL'den 3,8 milyar TL'ye düştü. Bu gelişmeler, bankacılıktaki zayıflığa ve brüt satış zararına rağmen net kârı destekledi.
- Nakit akışı ve bilanço — Güçlü likidite korunurken net nakit çeyreklik bazda geriledi: Banka dışı operasyonel nakit akışı 9A26'da 63 milyar TL'ye ulaştı. Yıllık bazdaki düşüşte, özellikle Enerji ve Malzeme Teknolojileri segmentlerinde daha sınırlı işletme sermayesi katkısı ve ödemelerin zamanlaması etkili oldu. Holding'in solo net nakdi, portföy işlemleri ve net temettü akışlarının ardından haziran sonundaki 35,3 milyar TL'den eylül sonunda 31,9 milyar TL'ye geriledi. CarrefourSA için ekim ayında yapılan 6,47 milyon USD'lik ilave ödeme, eylül sonu nakit pozisyonuna yansımıyor. Banka dışı net borç/FAVÖK oranı 2Ç26'daki 1,7x seviyesinden 1,6x'e gerileyerek Grup'un 2,0x üst sınırının altında kaldı. Banka dışı yatırım harcamalarının satışlara oranı ise 9A26'da %14,4 ile orta vadeli %15-20 hedef aralığına yakın gerçekleşti.
- Sermaye tahsisi — Yeni geri alım programı NAD iskontosu açısından destekleyici: Sabancı Holding, 16 Ekim'de azami 7 milyar TL kaynak ve 42 milyon adet pay ile sınırlı, üç yıl süreli yeni bir hisse geri alım programı açıkladı. Programın kapsamı, şirket sermayesinin yaklaşık %2'sine karşılık geliyor. 27 Ekim itibarıyla 876 bin adet pay geri alınırken, bu miktar sermayenin %0,04'ünü oluşturuyor. Akçansa ve CarrefourSA satışlarının ardından Grup, yeni yatırımlar ve hissedarlara nakit getiri sağlamak için güçlü finansal esnekliğini koruyor. ABD'de Pepper ve Lucky 7 güneş enerjisi projelerinin inşaatına başlanırken, 3Ç27'de devreye alınmalarıyla Sabancı'nın ABD yenilenebilir enerji portföyünün yaklaşık 790 MW'a ulaşması bekleniyor.

Görüş ve Değerleme: Beklentilere paralel gelen sonuçların ardından Sabancı Holding için AL tavsiyemizi koruyoruz. Özellikle enerji segmentinde banka dışı kârlılığın iyileşmesi ve Holding'in 31,9 milyar TL seviyesindeki güçlü solo net nakit pozisyonu yatırım görüşümüzü desteklemeye devam ediyor. Bununla birlikte bankacılık kârlılığındaki zayıflık, net nakitteki çeyreklik gerileme ve net kâra faaliyet dışı kalemlerden gelen katkı, sonuçların hisse üzerinde belirgin pozitif etki yaratma potansiyelini sınırlıyor. 7 milyar TL'lik yeni hisse geri alım programı, Holding iskontosunun azaltılması açısından ek bir araç sunarken, Akçansa ve CarrefourSA satışları portföyü sadeleştirerek sermaye tahsisinde esnekliği artırdı. Bankacılık kârlılığındaki toparlanmayı ve Holding'in fazla nakdini hangi yatırımlara, ne ölçüde getiri sağlayacak şekilde yönlendireceğini, NAD iskontosunun daralması açısından temel belirleyiciler olarak görüyoruz.

Finansal Sonuçlar: Sabancı Holding

TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Beklentiler Piyasa	% Sapma Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	76,011	71,048	49,718	-35%	-30%			227,625	146,353	-36%
FAVÖK	25,140	29,923	18,394	-27%	-39%			80,549	82,435	2%
FAVÖK marjı	33.1%	42.1%	37.0%	3.9pp	-5.1pp			35.4%	56.3%	20.9pp
Net kar	881	14,949	4,264	n.m.	n.m.	4,349	-2%	-1,023	19,572	-20.1
Net marj	1.2%	21.0%	8.6%	7.4pp	-12.5pp			-0.4%	13.4%	13.8pp

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

Türk Telekom 3Ç26 Sonuçları: Türk Telekom <TTKOM TI, AL> 3Ç26'da 86,4 milyar TL gelir (+%12 y/y; Ünlü: 86,6 milyar TL; Konsensüs: 84,0 milyar TL), 37,0 milyar TL FAVÖK (+%7 y/y; Ünlü: 36,4 milyar TL; Konsensüs: 35,7 milyar TL) ve 7,7 milyar TL net kâr (-%42 y/y; Ünlü: 7,3 milyar TL; Konsensüs: 6,7 milyar TL) açıkladı. Gelirler tahminimize paralel, konsensüsün %3 üzerinde gerçekleşirken, FAVÖK tahminimizin %2, konsensüsün %4 üzerinde geldi. Net kâr ise tahminimizi %5, konsensüsü %15 aştı. FAVÖK marjı, görece düşük marjlı proje gelirlerinin artan katkısının etkisiyle yıllık bazda 2,0 puan gerileyerek %42,9'a düşerken, 2Ç26'ya göre belirgin iyileşme gösterdi. Sonuçlara piyasa tepkisinin hafif olumlu olmasını bekliyoruz.

- Gelirler yıllık bazda %11,9 artarak 86,4 milyar TL'ye yükselirken, UFRYK 12 hariç gelir büyümesi %10,9 oldu. Büyümeye en yüksek katkı ICT proje gelirlerinden geldi; diğer gelirler yıllık bazda %78,9 artarken, ICT projeleri konsolide gelirlerdeki yıllık artışa 4,6 milyar TL katkı sağladı. Şirket güçlü performansı büyük ölçekli kamu ve özel sektör teknoloji projelerine bağlarken, bu katkının bir kısmının 4Ç26'da da devam etmesini bekliyor. Sabit genişbant gelirleri ARPU'daki %7,3 artışın desteğiyle %6,7 büyüdü. Mobil gelirler %2,2 büyüyerek yeniden reel büyümeye dönerken, mobil abone sayısı çeyreklik bazda 670 bin artışla 33,4 milyona ulaştı. M2M hariç harmanlanmış mobil ARPU ise yıllık bazda yalnızca %0,8 geriledi. Kurumsal data gelirleri %15,6, uluslararası gelirler ise %13,5 arttı.
- Konsolide FAVÖK yıllık bazda %6,9 artarak 37,0 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 3Ç25'teki %44,9 seviyesinden %42,9'a geriledi. Marjdaki daralma temel olarak görece düşük marjlı ICT proje gelirlerinin artan katkısından kaynaklandı. UFRYK 12 etkisi hariç tutulduğunda FAVÖK marjı %45,7 ile güçlü seyrini korudu. Doğrudan giderler, ICT proje gelirlerine paralel artan ekipman ve teknoloji satış maliyetlerinin etkisiyle yıllık bazda %32,5 yükselirken, ticari giderler %15,9, şebeke giderleri %13,5 arttı. Personel giderleri ise %2,1 geriledi.

- Net kâr yıllık bazda %42,2 gerileyerek 7,7 milyar TL'ye düşmesine rağmen, tahminimizin %5 ve konsensüsün %15 üzerinde gerçekleşti. Gerilemede, kur ve türev zararlarındaki artışın etkisiyle net finansman giderlerinin 7,7 milyar TL'den 21,4 milyar TL'ye yükselmesi belirleyici oldu. Bu etki, parasal kazancın 5,1 milyar TL'den 14,0 milyar TL'ye yükselmesi ve daha düşük vergi gideriyle kısmen dengelendi. Amortisman ve itfa giderleri de imtiyaz süresi uzatımı ve 5G lisans varlıklarının etkisiyle yıllık bazda %27,4 artarak 18,1 milyar TL'ye yükseldi.
- Net borç/FAVÖK oranı 2Ç26'daki 1,00x seviyesinden 3Ç26'da 0,95x'e gerilerken, net borç 125,4 milyar TL, UFRS 16 hariç net borç ise 119,6 milyar TL olarak gerçekleşti.
- Şirket 2026 yılı için UFRYK 12 hariç reel gelir büyümesi beklentisini yaklaşık %8, FAVÖK marjı beklentisini %41–42 ve yatırım harcamaları/satış gelirleri beklentisini yaklaşık %34 seviyesinde korudu. 9A26 itibarıyla UFRYK 12 hariç gelir büyümesi %7,6, FAVÖK marjı %41,9 ve yatırım harcamaları/satış gelirleri oranı %30,3 seviyesinde gerçekleşti.

Görüş ve değerleme: Görece zayıf seyreden mobil ARPU'ya rağmen mobil gelirlerin yeniden reel büyümeye dönmesini olumlu değerlendiriyoruz. ICT proje gelirleri de büyümeyi desteklerken, bu gelirlerin görece düşük marjlı yapısına rağmen %42,9 seviyesindeki FAVÖK marjını güçlü buluyoruz. Son dönemde yapılan tarife artışlarının ARPU'ya daha fazla yansımasıyla 4Ç26'nın özellikle mobil tarafta daha güçlü geçmesini bekliyoruz. Diğer taraftan, yüksek amortisman giderleri ve kur kaynaklı finansman giderleri net kâr üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Genel olarak sonuçlara piyasa tepkisinin hafif olumlu olmasını bekliyoruz. AL önerimizi ve 97,9 TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz.

Finansal Sonuçlar: Türk Telekom

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	77,219	76,861	86,379	12%	12%	86,622	84,030	0%	3%	214,959	236,510	10%
FAVÖK	34,642	31,071	37,017	7%	19%	36,425	35,709	2%	4%	90,777	99,086	9%
FAVÖK marjı	44.9%	40.4%	42.9%	-2.0pp	2.4pp	42.1%	42.5%			42.2%	41.9%	-0.3pp
Net kar	13,288	6,294	7,678	-42%	22%	7,320	6,699	5%	15%	27,675	25,785	-7%
Net marj	17.2%	8.2%	8.9%	-8.3pp	0.7pp	8.5%	8.0%			12.9%	10.9%	-2.0pp

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

Kardemir 3Ç26 Sonuçları: Net kâr beklentilerin altında, ancak güçlü nakit akışı devam ediyor: Kardemir <KRDMD TI, Tut>, 3Ç26'da 21,1 milyar TL satış geliri (+%1 y/y, -%4 q/q), 2,30 milyar TL FAVÖK (-%5 y/y, -%14 q/q) ve 269 milyon TL net kâr açıkladı. Şirket, 3Ç25'te 885 milyon TL net zarar kaydetmişti. Satış gelirleri bizim ve konsensüs beklentilerimizin sırasıyla %6 ve %4, FAVÖK ise her iki beklentinin %7 altında gerçekleşti. FAVÖK marjı yıllık bazda 0,7 puan, çeyreklik bazda 1,3 puan gerileyerek %10,9 oldu. Net kâr ise beklentimizin %62, konsensüsün %67 altında kalarak daha belirgin bir sapma gösterdi. Bu sapmada, beklentilerin üzerinde gerçekleşen net diğer faaliyet giderleri ve net finansman giderleri etkili oldu. Operasyonel taraftaki sınırlı sapmalar ve beklenti altı net kâra karşılık, serbest nakit akışının devam etmesi ve şirketin net nakit pozisyonunun yaklaşık 1,7 milyar TL'ye yükselmesi olumlu. Sonuçların öne çıkan detayları şöyle:

- Satış hacimleri artarken kârlılık marjları geriledi: Satış gelirleri yıllık %1 artışla 21,1 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK %5 düşüşle 2,30 milyar TL oldu. FAVÖK marjı, 3Ç25'teki %11,6 ve 2Ç26'daki %12,2 seviyelerinden %10,9'a geriledi. Brüt kâr yıllık %14 azalarak 1,64 milyar TL olurken, brüt kâr marjı %9,1'den %7,8'e düştü. Satış hacimlerindeki artışa rağmen fiyat baskısı ve yükselen üretim giderleri marjları olumsuz etkiledi. 9A26 döneminde ise FAVÖK yıllık %30 artışla 7,20 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı %8,9'dan %11,9'a çıktı.
- Satış hacimleri artarken ürün karması zayıf kalmaya devam etti: Ana ürün satış hacmi yıllık %10, çeyreklik %2 artışla 710 bin tona ulaştı. Ham çelik satışları yıllık %24 artışla 351 bin tona yükselirken, haddelenmiş çelik satışları 359 bin ton ile büyük ölçüde yatay kaldı. Böylece ham çeliğin ana ürün satışları içindeki payı, 3Ç25'teki %44 ve 2Ç26'daki %47 seviyelerinden %49'a yükseldi. Ton başına hesaplanan ortalama satış geliri yıllık yaklaşık %8 geriledi. Zayıf fiyatlama ve daha düşük katma değerli ürünlerin satışlar içindeki payının artması, hacim büyümesinin gelirler üzerindeki olumlu etkisini büyük ölçüde sınırladı.
- Üretim artarken katma değerli ürünlerde kapasite kullanımı düşük kaldı: Ham çelik üretimi yıllık %8 artışla 679 bin tona, sıvı çelik üretimi %8 artışla 703 bin tona ve net mamul üretimi %11 artışla 681 bin tona ulaştı. 9A26 döneminde sıvı çelik kapasite kullanım oranı %73,6'dan %78,4'e, sıvı ham demir kapasite kullanım oranı ise %84,0'ten %91,2'ye yükseldi. Buna karşılık demiryolu tekerleği kapasite kullanım oranı, 9A25'teki %11,5 seviyesine kıyasla %12,1 ile düşük kalmaya devam etti. 3Ç26'da hammadde giderleri yıllık %6 gerilerken, doğrudan işçilik giderlerinin %21 ve genel üretim giderlerinin %68 artması, üretim hacmindeki büyümenin kârlılığa katkısını sınırladı.
- Beklentilerin üzerindeki diğer faaliyet ve finansman giderleri net kârı baskıladı: 269 milyon TL net kâr, 712 milyon TL olan beklentimizin ve 826 milyon TL seviyesindeki konsensüsün altında kaldı. Böylece net kârdaki sapma, FAVÖK seviyesindeki sapmadan daha belirgin oldu. Net diğer faaliyet giderleri, özellikle ticari alacak ve borçlardan kaynaklanan net kur farkı zararlarının etkisiyle, 3Ç25'teki 729 milyon TL'den 947 milyon TL'ye yükseldi. Net finansman giderleri yıllık bazda 1,50 milyar TL'den 148 milyon TL'ye gerilemesine rağmen beklentimizin üzerinde gerçekleşti. Bu iki kalemdeki beklenti üzeri giderler, net kâr sapmasında etkili oldu. Vergi öncesi kâr 304 milyon TL olurken, 2Ç26'da kaydedilen yüksek tutarlı nakit dışı ertelenmiş vergi gelirinin aksine, 3Ç26'da yalnızca 69 milyon TL ertelenmiş vergi geliri kaydedildi.

- Serbest nakit akışı devam ederken bilanço daha da güçlendi: 9A26 döneminde işletme faaliyetlerinden nakit akışı, 7,72 milyar TL işletme sermayesi girişi desteğiyle 12,62 milyar TL'ye ulaştı. Nakit yatırım harcamaları 3,64 milyar TL olurken, serbest nakit akışı yaklaşık 9,0 milyar TL olarak gerçekleşti. İşletme sermayesi girişinde, ticari borçlardaki 6,13 milyar TL artış ve stoklardaki 2,44 milyar TL azalış belirleyici oldu. Eylül sonu itibarıyla brüt finansal borç 4,98 milyar TL'ye gerilerken, nakit ve nakit benzerleri 6,69 milyar TL'ye ulaştı. Böylece şirket, 2Ç26 sonundaki yaklaşık 0,3 milyar TL net borç pozisyonundan 1,7 milyar TL net nakit pozisyonuna geçti. Nakit yaratımının devam etmesini ve borçluluğun azalmasını olumlu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, işletme sermayesi girişinin önemli bir kısmının ticari borçlardaki artıştan kaynaklandığını belirtmek gerekir.

Görüş ve Değerleme: Kardemir için Tut tavsiyemizi koruyoruz. Satış gelirleri ve FAVÖK beklentilerin sınırlı ölçüde altında kalırken, beklenenden yüksek net diğer faaliyet ve finansman giderleri nedeniyle net kârdaki sapma daha belirgin oldu. Buna karşılık serbest nakit akışının devam etmesi ve net nakit pozisyonunun güçlenmesi olumlu. Sonuçları genel olarak dengeli değerlendiriyor, mevcut yatırım görüşümüzde değişikliğe gitmiyoruz.

Finansal Sonuçlar: Kardemir

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	20,832	21,951	21,136	1%	-4%	22,468	22,037	-6%	-4%	62,530	60,570	-3%
FAVÖK	2,412	2,680	2,298	-5%	-14%	2,466	2,468	-7%	-7%	5,559	7,203	30%
FAVÖK marjı	11.6%	12.2%	10.9%	-0.7pp	-1.3pp	11.0%	11.2%			8.9%	11.9%	3.0pp
Net kar	-885	6,281	269	n.m.	n.m.	712	826	-62%	-67%	-1,239	6,578	-6.3
Net marj	-4.2%	28.6%	1.3%	5.5pp	-27.3pp	3.2%	3.7%			-2.0%	10.9%	12.8pp

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

Anadolu Efes 3Ç26 Sonuçları: Anadolu Efes <AEFES TI, AL> 3Ç26'da 88,8 milyar TL ciro (yıllık -%1; Ünlü: 87,0 milyar TL; Kons: 89,9 milyar TL), 15,8 milyar TL FAVÖK (yıllık -%20; Ünlü: 16,3 milyar TL; Kons: 16,8 milyar TL) ve 4,4 milyar TL net kâr (yıllık -%36; Ünlü: 3,7 milyar TL; Kons: 4,4 milyar TL) açıkladı. FAVÖK, her iki iş kolunda da marjların daralmasıyla konsensüsün %6 altında kalırken, net kâr beklentilerle uyumlu gerçekleşti. Yönetim üst üste ikinci çeyrekte Bira Grubu hacim ve marj beklentilerini aşağı yönlü revize etti ve konsolide ünite hektolitre başına net satış geliri için artık düşük tek haneli daralma öngörüyor. Sonuçlara piyasanın hafif olumsuz tepki vermesini bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları şu şekilde:

- Anadolu Efes'in bira hacimleri 3Ç26'da yıllık %5,6 düşüşle 3,7 milyon hl'ye geriledi, 9A26'daki daralma %7,4 oldu. Türkiye bira hacimleri yıllık %14,3 azalarak 1,6 milyon hl'ye indi; zayıf alım gücü ve satın alınabilirlik baskısı talebi sınırlarken, yaz sezonunun zirvesinde beklenenden zayıf seyreden turizm aktivitesi özellikle HoReCa kanalında ek baskı yarattı. Hacimler Temmuz'da sınırlı bir artış kaydetse de Ağustos on yılı aşkın sürenin en zayıf ayı oldu, Eylül ise pandemi dönemi hariç son yılların en zayıfları arasında yer aldı. Uluslararası bira hacimleri yıllık %2,1 artışla 2,1 milyon hl'ye ulaştı; Gürcistan ihracat yeniden yapılandırması hariç artış %6,0 oldu. Kazakistan orta tek haneli büyümeyle üst üste altıncı çeyrek genişleme kaydetti. Gürcistan düşük-yirmili seviyede hacim daralması yaşadı, ihracat yeniden yapılandırması hariç daralma düşük tek haneli kaldı; Moldova ise düşük-orta tek haneli büyümeye döndü.
- Bira gelirleri 3Ç26'da yıllık %5,1 düşüşle 19.290 milyon TL'ye geriledi. Uluslararası bira operasyonları 8.516 milyon TL gelir (+%10,4 yıllık) elde etti; bu performans ağırlıklı olarak Kazakistan kaynaklı oldu ve hektolitre başına gelir fiyatlama aksiyonları, premiumlaşma ve tengenin değer kazanmasıyla TL bazında %20 arttı. Türkiye bira operasyonları ise 10.683 milyon TL gelir (-%14,5 yıllık) kaydetti; Temmuz'daki fiyat artışı ve daha olumlu ürün karması hektolitre başına geliri desteklese de belirgin şekilde düşük hacimlerin ve talebi korumaya yönelik artan iskontoların etkisini telafi edemedi.
- Bira FAVÖK marjı 3Ç26'da yıllık 370 baz puan daralarak %18,3'e gerilerken, Bira Grubu FAVÖK'ü yıllık %21,1 düşüşle 3.525 milyon TL'ye indi. Brüt kâr marjı yıllık 298 baz puan daralarak %46,7 oldu; Türkiye'deki düşük hacimler sabit maliyetlerin birim maliyet üzerindeki yükünü artırırken girdi maliyeti enflasyonu sürdü, uluslararası operasyonlarda ise brüt marj enerji fiyat artışları nedeniyle seyreldi. Hem Türkiye hem uluslararası operasyonlarda mutlak faaliyet giderleri yıllık gerilemesine rağmen, faaliyet giderlerinin satışlara oranı %36,0'dan %37,5'e yükseldi ve bozulma Türkiye'de yoğunlaştı.
- Konsolide net kâr yıllık %36 düşüşle 4,4 milyar TL'ye geriledi; zayıflayan operasyonel kârlılık ve daha düşük parasal kazanç (3Ç26'da 4,2 milyar TL, 3Ç25'te 5,3 milyar TL) vergi öncesi kârı yıllık %23 aşağı çekti, net finansman giderlerindeki düşüş (5,1 milyar TL, 3Ç25: 6,2 milyar TL) bunu kısmen telafi etti. Efektif vergi oranı %21'den %25'e yükseldi.
- Bira Grubu net borç/FAVÖK oranı 3Ç26 itibarıyla 5,1x'e yükseldi (2Ç26: 4,7x); konsolide oran ise meşrubat tarafındaki güçlü serbest nakit akımı yaratımı sayesinde 1,2x'ten 0,9x'e geriledi.
- Konsolide gelirler 3Ç26'da yıllık %1, FAVÖK ise yıllık %20 geriledi; FAVÖK marjı yıllık 4,3 puan daralarak %17,8 oldu. Önceki iki çeyreğin aksine meşrubat bira tarafındaki zayıflığı dengelemedi; hacimler yıllık %8,3 artsa da kârlılık geriledi ve her iki iş kolu da Türkiye operasyonlarından baskı gördü.

Beklentiler aşağı yönlü revize edildi: Yönetim 2026 Bira Grubu hacim beklentisini orta tek haneli daralmaya (önceki: düşük tek haneli daralma), Bira Grubu FAVÖK marjı beklentisini ise TMS 29 kapsamında 250 baz puan (önceki: 150 baz puan), enflasyon muhasebesi hariç 200 baz puan (önceki: 100 baz puan) daralmaya çekti; Bira Grubu hektolitre başına net satış geliri beklentisi değiştirilmedi. Meşrubat beklentileri CCI'ın revizyonunu takip ediyor; hacim yüksek tek haneli büyümeye yükseltilirken ünite kasa başına net satış geliri düşük tek haneli daralmaya indirildi. Konsolide hektolitre başına net satış geliri için artık düşük tek haneli daralma öngörülüyor (önceki: düşük tek haneli büyüme); konsolide hacim büyümesi orta tek haneli seviyede korunurken konsolide FAVÖK marjının hafif daralması beklentisi de değişmedi.

Görünüm & Değerleme: Hisse için AL tavsiyemizi ve 30 TL hedef fiyatımızı koruyoruz. Yılın ilk yarısında meşrubat konsolide kârlılığı taşırken Türkiye birası grubu baskılıyordu; bu denge artık geçerli değil ve her iki iş kolu da marj baskısı altında. Beklentilerdeki aşağı yönlü revizyon yurt içi bira talebi üzerindeki baskının sürdüğünü teyit ediyor. Zayıf hacimler operasyonel kaldıraç kaybına yol açtığı için, bira kârlılığında hacimler istikrara kavuşmadan bir toparlanma beklemiyoruz. AB InBev Efes varlıklarının geçici dış yönetime devredilmesinin ardından Rusya ortak girişimi üzerindeki belirsizlik sürüyor. Hisse 2026T 7,8x F/K ve 4,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

Finansal Sonuçlar: Anadolu Efes

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	89,334	92,364	88,760	-1%	-4%	87,039	89,857	2%	-1%	244,704	251,648	3%
FAVÖK	19,746	18,419	15,804	-20%	-14%	16,330	16,846	-3%	-6%	41,635	43,334	4%
FAVÖK marjı	22.1%	19.9%	17.8%	-4.3pp	-2.1pp	18.8%	18.7%			17.0%	17.2%	0.2pp
Net kar	6,814	5,410	4,374	-36%	-19%	3,684	4,407	19%	-1%	15,034	12,054	-20%
Net marj	7.6%	5.9%	4.9%	-2.7pp	-0.9pp	4.2%	4.9%			6.1%	4.8%	-1.4pp

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

MLP Sağlık 3Ç26 Sonuçları: MLP Sağlık <MPARK TI, AL>, 3Ç26'da 18,2 milyar TL gelir (+%7 yıllık; ÜNLÜ: 17,9 milyar TL; Kons: 17,8 milyar TL), 5,7 milyar TL FAVÖK (+%10 yıllık; ÜNLÜ: 5,3 milyar TL; Kons: 5,3 milyar TL) ve 2,23 milyar TL net kâr (+%6 yıllık; ÜNLÜ: 1,56 milyar TL; Kons: 1,59 milyar TL) açıkladı. Gelirler beklentilerin yaklaşık %2 üzerinde gerçekleşirken, FAVÖK bizim ve konsensüs tahminlerini sırasıyla %8 ve %7 aştı. Net kâr ise beklentilerin %40-42 üzerinde geldi. FAVÖK marjı yıllık 0,8 puan ve çeyreklik 2,6 puan artarak %31,3'e yükseldi. Doktorların bordroya geçişi sonrası artan doktor maliyetlerine rağmen, devam eden verimlilik kazanımları ve hasta karmasındaki değişim marjı destekledi. Sonuçlara piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz.

- Gelirler yıllık %7,3 artışla 18,2 milyar TL'ye yükselirken, yurtiçi hastane gelirleri %8,3 büyüdü. Ayakta tedavi gelirleri, hasta ziyaretlerindeki %5,1 artış ve ziyaret başına ortalama gelirdeki %6,3 yükselişin katkısıyla %11,7 arttı. Yatan hasta gelirleri ise hasta hacmindeki %5,2 artışa karşın protokol başına ortalama gelirdeki %0,3 düşüş nedeniyle %4,9 büyüdü. Sağlık turizmi gelirleri, uluslararası hasta hacmindeki %1 artışa rağmen USD/TL'deki yükselişin yurtiçi sağlık hizmetleri fiyat artışının altında kalması nedeniyle %8,0 geriledi. Diğer gelirler ise ağırlıklı olarak yönetim danışmanlığı gelirlerindeki artışın katkısıyla %25,9 yükseldi.
- FAVÖK yıllık %10,2 artışla 5,7 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı 0,8 puan artarak %31,3'e yükseldi. Marjdaki iyileşmede verimlilik uygulamaları ve hasta karmasındaki değişim etkili oldu. Personel giderlerinin gelire oranı %20,0'den %18,0'e, malzeme giderlerinin oranı ise etkin stok yönetiminin katkısıyla %11,0'den %10,1'e geriledi. Bu iyileşmeler, doktorların şirket bordrosuna geçişiyle doktor maliyetlerinin gelire oranında görülen %26,1'den %28,4'e yükselişi fazlasıyla telafi etti.
- Net kâr yıllık %5,9 artışla 2,23 milyar TL'ye yükselerek beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşti. Daha yüksek parasal kazanç ve daha düşük vergi giderleri net kârı desteklerken, artan net faiz giderleri yükselişi sınırladı. Eylül ayında Samsun Medikal'de kalan %20 payın satın alınması da net kârı destekledi; Samsun Medikal'in 1Y26 kârında azınlık payına ayrılan tutar ana ortaklık kârına dahil edildi.
- Operasyonel nakit akışı 9A26'da güçlü FAVÖK büyümesi ve daha düşük işletme sermayesi ihtiyacının katkısıyla yıllık %41 artarak 9,0 milyar TL'ye yükseldi. Serbest nakit akışı, daha düşük yatırım harcamalarının da desteğiyle 9A25'teki negatif 3,3 milyar TL seviyesinden 776 milyon TL pozitife döndü. Toplam yatırım harcamaları 9,3 milyar TL'den 7,8 milyar TL'ye gerilerken, yatırım harcamalarının satışlara oranı %18,4'ten %14,4'e düştü.
- Net borç/FAVÖK oranı 3Ç26'da 2Ç26'ya paralel olarak 0,7x seviyesinde kalırken, TFRS 16 hariç oran 0,2x'ten 0,3x'e sınırlı yükseldi.

Görüş ve değerleme: Sonuçları olumlu değerlendiriyoruz; FAVÖK ve net kâr tahminlerimizin belirgin üzerinde gerçekleşti. Temmuz ayında TTB katsayılarına yapılan %20,1'lik artışı gelir görünümü açısından olumlu karşılamıştık. 2Y26 açısından temel soru işareti ise doktorların bordroya geçişinin marjlar üzerindeki etkisiydi. Doktor maliyetlerindeki artışa rağmen şirketin maliyet disiplini ve verimlilik adımları bu baskıyı telafi etti ve %31,3 ile beklentimizin üzerinde bir FAVÖK marjı oluştu. Güçlü operasyonel performans, iyileşen nakit yaratımı ve devam eden hastane yatırımları nedeniyle MLP Care'in yatırım hikâyesini beğenmeye devam ediyoruz. Medical Park Çanakkale'nin 4Ç26'da ve Liv Hospital Bursa'nın 1Ç27'de devreye girmesiyle yeni hastanelerin kademeli olarak hasta hacmini ve orta vadeli büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. AL önerimizi ve 705 TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz.

Finansal Sonuçlar: Mlp Sağlık Hizmetleri

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	16,948	17,668	18,189	7%	3%	17,910	17,773	2%	2%	50,882	54,217	7%
FAVÖK	5,171	5,074	5,700	10%	12%	5,284	5,330	8%	7%	13,563	16,209	20%
FAVÖK marjı	30.5%	28.7%	31.3%	0.8pp	2.6pp	29.5%	30.0%			26.7%	29.9%	3.2pp
Net kar	2,100	1,445	2,225	6%	54%	1,564	1,593	42%	40%	5,286	5,554	5%
Net marj	12.4%	8.2%	12.2%	-0.2pp	4.1pp	8.7%	9.0%			10.4%	10.2%	-0.1pp

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

Türkiye Sigorta 3Ç26 Sonuçları: Türkiye Sigorta, 3Ç26'da 5,5 milyar TL net zarar açıkladı (3Ç25: 5,0 milyar TL net kâr; 2Ç26: 7,0 milyar TL net kâr; ROE: -%37,5). Bu, Şirket'in 2020'deki kuruluşundan bu yana açıkladığı ilk çeyreklik net zarar oldu. Sonuçlar, hem bizim 6,8 milyar TL'lik net kâr tahminimizin hem de 6,6 milyar TL'lik piyasa beklentisinin belirgin şekilde altında gerçekleşti. Tahminimizden sapma, ağırlıklı olarak SEDDK denetimi sonrasında Şirket'in finansal yatırımlarına ilişkin ayrılan 15,6 milyar TL tutarındaki ek karşılıktan (vergi sonrası 10,9 milyar TL) kaynaklandı. Bununla birlikte, zayıflık yalnızca karşılıklarla sınırlı kalmadı. Eylül öncesinde temerrüde düşen menkul kıymetler için ayrılan 708 milyon TL dahil toplam karşılık giderini hariç tuttuğumuzda, düzeltilmiş net kârı yaklaşık 6,0 milyar TL (-%15 ç/ç, +%19 y/y) olarak hesaplıyoruz. Bu rakam da tahminimizin %12 altında kalıyor. Bunun temel nedeni, teknik kârlılıkta yaşanan sert bozulma oldu: yatırım gelirleri hariç net teknik kâr çeyreklik bazda %81 geriledi. Karşılık gideri 30 Ekim'de önceden açıklanmış olsa da, zayıf temel performansın hisse üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan noktaları şöyleydi:

- Daha önce açıklandığı üzere, brüt yazılan primler (GWP) 3Ç26'da yıllık bazda %24 artarken çeyreklik bazda yatay seyrederek 40,3 milyar TL oldu.
- Şirket'in yatırım gelirleri hariç net teknik kârı, önceki çeyrekteki 2.904 milyon TL'den 3Ç26'da 540 milyon TL'ye geriledi (-%81 ç/ç, -%10 y/y). Bu da teknik kârlılıkta sert bir bozulmaya işaret ediyor.
- Yatırım gelirleri çeyreklik bazda %82, yıllık bazda %80 düşerek 1,5 milyar TL'ye geriledi.
- Yönetilen varlık büyüklüğü çeyreklik bazda %12,3 azalarak 77,5 milyar TL'ye geriledi (2Ç26: 88,4 milyar TL). Yıllık bazdaki artış ise yalnızca %2,5 ile sınırlı kaldı.

Görünüm ve Değerleme: Şirket, 2026 tahminlerimize göre 1,5x F/DD çarpanıyla işlem görüyor. Ancak karşılık giderinin büyüklüğü, teknik kârlılıktaki sert bozulma ve yönetilen varlık büyüklüğündeki daralma, kısa vadeli yatırım hikâyesini önemli ölçüde zayıflatıyor. Karşılık ayrılan risklerin geri kazanılabilirliği ve çekirdek kârlılığın sürdürülebilirliği konusunda daha fazla görünürlük oluşana kadar hissenin yeniden değerlenmekte zorlanacağını düşünüyoruz.

Finansal Sonuçlar

						Tahminler		Sapmalar	
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Brüt yazılan Primler	32,456	40,407	40,344	24%	0%				
Teknik kar (*)	602	2,904	540	-10%	-81%				
Yatırım Geliri	7,327	8,328	1,474	-80%	-82%				
Net Kar	5,010	7,021	-5,479	-209%	-178%	6,780	6,555	-181%	-184%
Özkaynak karlılığı	51.3%	47.7%	-37.5%	-88.8pp	-85.2pp				

Kaynak: Şirket, Ünlü&Co tahminleri, Research Turkey anketi (*) Yatırım gelirleri hariç

Rönesans Gayrimenkul 3Ç26 Sonuçları: Rönesans Gayrimenkul <RGYAS TI, AL> 3Ç26'da yıllık bazda %54 düşüşle 5.288mn TL net kâr açıkladı. Düşüşte 3Ç25'teki satın alma ve yatırım kazançlarının yarattığı yüksek baz etkili olurken, net kâr tahminimizin %12, konsensüsün ise %8 üzerinde gerçekleşti. Net satışlar yıllık bazda %19 artarak 4.789mn TL'ye yükseldi (Ünlü: 4.730mn TL, konsensüs: 4.737mn TL), FAVÖK ise %30 artışla 3.310mn TL'ye ulaştı ve tahminimizin %9, konsensüsün %8 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK marjı %69,1'e yükselerek yıllık bazda 5,8yp, çeyreklik bazda ise 5,2yp genişledi.

- Operasyonel göstergeler güçlü seyrini sürdürdü. 9A26'da kiracı ciroları yıllık bazda %32 artarak %29,5 seviyesindeki sektör büyümesinin ve %31,5 seviyesindeki ortalama TÜFE'nin üzerinde gerçekleşirken, doluluk oranı %98,9 ile yüksek seviyesini korudu. Son 12 aylık ziyaretçi sayısı yaklaşık 114mn seviyesinde gerçekleşirken, OCR 2025 yıl sonundaki %9,2 seviyesinden %9,4'e yükseldi. Şirket ayrıca 9A26'da 23,3bin m^2 yeniden kiralama/yenileme faaliyeti gerçekleştirirken 127 mağaza açılışı yaptı; 166 mağaza ve 40 kioskun kira bedellerinde enflasyonun üzerinde artış uygulandı.
- FAVÖK yıllık bazda %30 artarak 3,31mlr TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 3Ç25'teki %63,3 ve 2Ç26'daki %63,9 seviyelerinden %69,1'e çıktı. Marjdaki yükselişte, kira gelirlerindeki artışa karşın satışların maliyetinin yıllık bazda yaklaşık 1,22mlr TL ile büyük ölçüde yatay kalması etkili olurken, brüt kâr %27 artışla 3,57mlr TL'ye yükseldi. Marj çeyreklik bazda artış gösterse de 1Ç26'da kaydedilen %69,9 seviyesine genel olarak yakın gerçekleşti.

- Net kâr yıllık bazda, 3Ç25'teki yüksek satın alma kaynaklı kazançlar nedeniyle gerilerken, beklentilerin üzerinde gerçekleşti. 3Ç26'da operasyon dışı taraftaki temel kalem, Optimum İstanbul'un sahibi Feriköy Gayrimenkul'ün kalan %50 hissesinin 68,9mn EUR bedelle satın alınması oldu. Feriköy'ün banka borcu ve buna bağlı ortak finansman yapısı işlem öncesinde kapatılırken, şirket Rönesans Gayrimenkul finansallarına banka borcu olmadan konsolide edildi. Satın alma tarihinde, devralınan %50 paya karşılık gelen Feriköy net varlıklarının değeri 7,5mlr TL olurken, 3,9mlr TL nakit bedel ödenmesi sonucunda 3,6mlr TL tutarında tek seferlik satın alma kazancı kaydedildi.

Görüş & Değerleme: Beklentilerin üzerinde gerçekleşen 3Ç26 sonuçlarının ardından Rönesans Gayrimenkul için AL tavsiyemizi ve olumlu görüşümüzü koruyoruz. 9A26 gerçekleşmeleri ile güncellenen makro ve kur varsayımlarını yansıtarak 2026 yılı tahminlerimizi revize ediyoruz. Ayrıca değerleme yaklaşımımızı sadeleştirerek karma DCF/çarpan metodolojisinden yalnızca DCF bazlı bir çerçeveye geçiyoruz. Bu yaklaşımın, şirketin tekrar eden kira nakit akışını daha iyi yansıttığını ve benzer şirket değerlemelerinde kullanılan ekspertiz bazlı NAD referanslarıyla oluşabilecek örtüşmeyi azalttığını düşünüyoruz. Buna paralel olarak 12 aylık hedef fiyatımızı 274 TL'den 364 TL'ye yükseltiyoruz. Olumlu görüşümüz; güçlü operasyonel marjlar, enflasyonun üzerinde kira büyümesi, devam eden borçluluk azalışı ve Maltepe Park projesinden gelebilecek ek yukarı yönlü potansiyel ile desteklenmektedir.

Finansal Sonuçlar: Rönesans Gayrimenkul Yatırım

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	4,036	4,865	4,789	19%	-2%	4,730	4,737	1%	1%	10,996	14,156	29%
FAVÖK	2,554	3,110	3,310	30%	6%	3,041	3,071	9%	8%	7,025	9,664	38%
FAVÖK marjı	63.3%	63.9%	69.1%	5.8pp	5.2pp	64.3%	64.8%			63.9%	68.3%	4.4pp
Net kar	11,593	4,569	5,288	-54%	16%	4,725	4,884	12%	8%	16,144	13,019	-19%
Net marj	287.2%	93.9%	110.4%	-176.8pp	16.5pp	99.9%	103.1%			146.8%	92.0%	-54.9pp

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

Petkim 3Ç26 Sonuçları: Petkim <PETKM TI, Tut> 3Ç26'da 32,0mlr TL satış geliri (yıllık %11 artış, çeyreklik %17 düşüş), 299mn TL FAVÖK (3Ç25'te 82mn TL zarar, 2Ç26'da 3,57mlr TL FAVÖK) ve 817mn TL net zarar (3Ç25'te 1,58mlr TL zarar) açıkladı. Gelirler beklentilere paralel gerçekleşirken, FAVÖK hem 592mn TL olan kurum tahminimizin hem de konsensüsün %50 altında kaldı; FAVÖK marjı %0,9 ile %1,8'lik konsensüs beklentisinin altında gerçekleşti. Net sonuç da 818mn TL olan kâr tahminimizin ve 1,44mlr TL'lik konsensüs kâr beklentisinin altında kaldı. Şirketin sunum bazındaki FAVÖK'ü 633mn TL (yaklaşık 13mn USD) ile çeyreklik %82 geriledi. Sonuçları, ürün-hammadde spreadlerindeki daralma ve düşük kapasite kullanımı nedeniyle olumsuz değerlendiriyoruz.

- Satış hacmi ve kapasite kullanımı: Satış miktarı çeyreklik %12 düşüşle 516bin tona, brüt üretim %15 düşüşle 532bin tona geriledi. Kapasite kullanım oranı (KKO) 2Ç26'daki %66'dan %54'e indi. Termoplastiklerde KKO %75 (2Ç26: %89), etilende %71 (%90), aromatiklerde %62 (%83) olurken, elyaf tesisleri çalışmadı. Petrokimya satışları çeyreklik %16 düşüşle 654mn USD'ye geriledi; satışların %37'si termoplastiklerden, %12'si aromatiklerden, %23'ü diğer ürünlerden ve %28'i ticari alım-satım faaliyetlerinden oluştu. Yurtiçi satışların cirodaki payı %50'den %61'e yükselirken, yönetim LDPE ve PP'de rekor satış miktarlarına ulaşıldığını belirtti.
- Ürün spreadleri: Etilen-nafta spreadi 2Ç26'daki 485 USD/tondan 75 USD/tona gerilerken, Platts ürün endeksi %14 düştü. Ürün karmasını daha iyi yansıtan ağırlıklı Petkim spreadi, 2Ç26'daki 547 USD/tondan %44 düşüşle 309 USD/tona indi. 2Ç26'daki arz kaynaklı iyileşme, zayıf talep ve kapasite fazlası ortamında geri verildi. Benzin harmanlama talebinin desteğiyle aromatik ürünlerin marjları görece daha dirençli kaldı. Birim marj temmuzdaki 55 USD/tondan eylülde 118 USD/tona yükselirken, ağırlıklı Petkim spreadi eylüldeki 284 USD/tondan ekimde 355 USD/tona toparlandı.
- FAVÖK köprüsü ve brüt kâr: Şirketin çeyreklik FAVÖK köprüsünde net olumsuz fiyat etkisi 4,55mlr TL oldu (satış fiyatlarından -4,64mlr TL; hammadde maliyetlerinden +89mn TL). Bu etki, stoklardan +874mn TL, hacim/verimlilikten +774mn TL, faaliyet giderlerinden +533mn TL ve kur etkisinden +232mn TL ile kısmen dengelendi. Diğer kalemlerin toplam etkisi -846mn TL olurken, bunun içinde ticari ürünlerden -415mn TL ve yardımcı işletme/enerji maliyetlerinden -160mn TL yer aldı. Brüt kâr 3,30mlr TL'den 27mn TL'ye, faaliyet maliyetleri öncesi düzeltilmiş brüt kâr ise 223mn USD'den 155mn USD'ye geriledi. Çeyreklik FAVÖK düşüşünün ana nedeni faaliyet giderleri değil, fiyat makasındaki daralmaydı.
- Ticaret ve stok etkisi: Ticari alım-satım faaliyetlerinin brüt kârı 2Ç26'daki 18,4mn USD'den 9,8mn USD'ye geriledi; ticaret gelirlerinde ithal benzen ve C4 öne çıktı. Petkim, TMS 29 etkisi dahil 1,4mn USD stok kârı kaydetti (2Ç26: 17mn USD stok zararı). Stok etkisindeki iyileşme, ticaret kârlılığındaki düşüşü kısmen dengeledi. Stoklar çeyreklik %24 azalarak 9,8mlr TL'ye indi.
- STAR ve FAVÖK altı kalemler: Petkim, özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen iştiraklerinden 2,73mlr TL gelir kaydetti (şirketin sunum bazında 56mn USD; 2Ç26: 36mn USD). Rafineri Holding'in net kârı 22,8mlr TL oldu. STAR %99 KKO ile çalıştı ve 3,4mn ton ürün satışı gerçekleştirdi. Dizel marjlarının daha avantajlı olduğu dönemlerde jet yakıtı üretiminin bir kısmı dizele kaydırılırken, STAR'ın kendi net borcu çeyreklik %29 azalışla 74,6mlr TL'ye indi. Bu katkı ve 2,94mlr TL net parasal pozisyon kazancına rağmen Petkim, 3,60mlr TL net finansman gideri, 2,64mlr TL esas faaliyet zararı ve 412mn TL ertelenmiş vergi gideri nedeniyle net zarar açıkladı. STAR'ın iştirak geliri, Petkim'in petrokimya faaliyetlerinden yarattığı FAVÖK'ten ayrı değerlendirilmelidir.

- Nakit akışı ve borçluluk: İşletme faaliyetlerinden nakit akışı 3Ç26'da çeyreklik yatay seyrederek 34mn USD olurken, yatırım harcaması 11mn USD olarak gerçekleşti. Ticari alacaklar ve stoklar çeyreklik sırasıyla %20 ve %24 azaldı; bu etki ticari borçlardaki düşüşle kısmen dengelendi. Nakit %12 artışla 7,3mlr TL'ye çıktı. Net borç TL bazında %2 artışla 49,0mlr TL'ye yükselirken, USD bazında yaklaşık 1,03mlr USD'den 1,00mlr USD'ye geriledi. Zayıf FAVÖK'e rağmen nakit yaratımını ağırlıklı olarak işletme sermayesi çözülmesi destekledi.
- 2026 öngörüleri ve 4Ç ima edilen rakamlar: Yönetim, TMS 29 etkilerini içeren yaklaşık 100mn USD'lik 2026 FAVÖK öngörüsünü korudu. Ancak yıl geneli ağırlıklı Petkim spreadi varsayımını yaklaşık 402 USD/tondan 380–400 USD/tona indirirken, 4Ç için 320–340 USD/ton öngördü. Brüt üretim hedefi 2,6mn tondan 2,5mn tona çekildi; satış hedefi 2,1mn ton, KKO varsayımı %60–65 ve yatırım harcaması öngörüsü yaklaşık 100mn USD olarak korundu. Yıllık Brent varsayımı 95–100 USD/varil. Şirketin USD bazlı sunum rakamlarına göre 1Y26'da yaklaşık 82mn USD ve 3Ç26'da yaklaşık 13mn USD FAVÖK elde edilmiş olması, yıl sonu hedefinin 4Ç için yaklaşık 5mn USD FAVÖK ima ettiğini gösteriyor. Üretim hedefi 4Ç'de yaklaşık 742bin ton (+%40 çeyreklik), satış hedefi ise yaklaşık 416bin ton (-%19 çeyreklik) gerektiriyor. Brüt üretim tesis içi tüketimi de içerdiğinden iki hacim doğrudan karşılaştırılmamalı. 9A26'da yaklaşık 37mn USD yatırım harcaması yapıldığı dikkate alındığında, yıllık hedefin tamamen gerçekleşmesi için 4Ç'de yaklaşık 63mn USD harcama gerekiyor.

Görüş ve Değerleme: Sonuclar sonrasinda Tut tavsiyemizi koruyoruz. Zayıf petrokimya marjları ve %54 KKO, ticaret, stok etkisi ve STAR'dan gelen katkıları sınırladı. 2026 FAVÖK hedefi zaten 4Ç için düşük kârlılık ima ediyor; buna karşın revize üretim hedefi belirgin bir faaliyet toparlanması gerektiriyor. Ekim ayındaki spread iyileşmesi destekleyici olsa da kâr tahminlerimizi yukarı revize etmek için marjlarda daha kalıcı bir toparlanma görmemiz gerekiyor.

Finansal Sonuçlar: Petkim

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	28,839	38,444	32,001	*11%*	*-17%*	31,959	32,103	*0%*	*0%*	82,718	100,941	22%
FAVÖK	-82	3,565	299	*-466%*	-92%	592	592	*-50%*	*-50%*	-2,251	4,048	*-280%*
FAVÖK marjı	-0.3%	9.3%	0.9%	*1.2pp*	*-8.3pp*	1.9%	1.8%			-2.7%	4.0%	*6.7pp*
Net kar	-1,575	4,303	-817	*-48%*	*-119%*	818	1,440	*n.m.*	*n.m.*	-6,196	3,831	*-1.6*
Net marj	-5.5%	11.2%	-2.6%	*2.9pp*	*-13.7pp*	2.6%	4.5%			-7.5%	3.8%	*11.3pp*

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

Kardemir 3Ç26 Sonuçları: Net kâr beklentilerin altında, ancak güçlü nakit akışı devam ediyor: Kardemir <KRDMD TI, Tut>, 3Ç26'da 21,1 milyar TL satış geliri (+%1 y/y, -%4 q/q), 2,30 milyar TL FAVÖK (-%5 y/y, -%14 q/q) ve 269 milyon TL net kâr açıkladı. Şirket, 3Ç25'te 885 milyon TL net zarar kaydetmişti. Satış gelirleri bizim ve konsensüs beklentilerimizin sırasıyla %6 ve %4, FAVÖK ise her iki beklentinin %7 altında gerçekleşti. FAVÖK marjı yıllık bazda 0,7 puan, çeyreklik bazda 1,3 puan gerileyerek %10,9 oldu. Net kâr ise beklentimizin %62, konsensüsün %67 altında kalarak daha belirgin bir sapma gösterdi. Bu sapmada, beklentilerin üzerinde gerçekleşen net diğer faaliyet giderleri ve net finansman giderleri etkili oldu. Operasyonel taraftaki sınırlı sapmalar ve beklenti altı net kâra karşılık, serbest nakit akışının devam etmesi ve şirketin net nakit pozisyonunun yaklaşık 1,7 milyar TL'ye yükselmesi olumlu. Sonuçların öne çıkan detayları şöyle:

- Satış hacimleri artarken kârlılık marjları geriledi: Satış gelirleri yıllık %1 artışla 21,1 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK %5 düşüşle 2,30 milyar TL oldu. FAVÖK marjı, 3Ç25'teki %11,6 ve 2Ç26'daki %12,2 seviyelerinden %10,9'a geriledi. Brüt kâr yıllık %14 azalarak 1,64 milyar TL olurken, brüt kâr marjı %9,1'den %7,8'e düştü. Satış hacimlerindeki artışa rağmen fiyat baskısı ve yükselen üretim giderleri marjları olumsuz etkiledi. 9A26 döneminde ise FAVÖK yıllık %30 artışla 7,20 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı %8,9'dan %11,9'a çıktı.
- Satış hacimleri artarken ürün karması zayıf kalmaya devam etti: Ana ürün satış hacmi yıllık %10, çeyreklik %2 artışla 710 bin tona ulaştı. Ham çelik satışları yıllık %24 artışla 351 bin tona yükselirken, haddelenmiş çelik satışları 359 bin ton ile büyük ölçüde yatay kaldı. Böylece ham çeliğin ana ürün satışları içindeki payı, 3Ç25'teki %44 ve 2Ç26'daki %47 seviyelerinden %49'a yükseldi. Ton başına hesaplanan ortalama satış geliri yıllık yaklaşık %8 geriledi. Zayıf fiyatlama ve daha düşük katma değerli ürünlerin satışlar içindeki payının artması, hacim büyümesinin gelirler üzerindeki olumlu etkisini büyük ölçüde sınırladı.
- Üretim artarken katma değerli ürünlerde kapasite kullanımı düşük kaldı: Ham çelik üretimi yıllık %8 artışla 679 bin tona, sıvı çelik üretimi %8 artışla 703 bin tona ve net mamul üretimi %11 artışla 681 bin tona ulaştı. 9A26 döneminde sıvı çelik kapasite kullanım oranı %73,6'dan %78,4'e, sıvı ham demir kapasite kullanım oranı ise %84,0'ten %91,2'ye yükseldi. Buna karşılık demiryolu tekerleği kapasite kullanım oranı, 9A25'teki %11,5 seviyesine kıyasla %12,1 ile düşük kalmaya devam etti. 3Ç26'da hammadde giderleri yıllık %6 gerilerken, doğrudan işçilik giderlerinin %21 ve genel üretim giderlerinin %68 artması, üretim hacmindeki büyümenin kârlılığa katkısını sınırladı.

- Beklentilerin üzerindeki diğer faaliyet ve finansman giderleri net kârı baskıladı: 269 milyon TL net kâr, 712 milyon TL olan beklentimizin ve 826 milyon TL seviyesindeki konsensüsün altında kaldı. Böylece net kârdaki sapma, FAVÖK seviyesindeki sapmadan daha belirgin oldu. Net diğer faaliyet giderleri, özellikle ticari alacak ve borçlardan kaynaklanan net kur farkı zararlarının etkisiyle, 3Ç25'teki 729 milyon TL'den 947 milyon TL'ye yükseldi. Net finansman giderleri yıllık bazda 1,50 milyar TL'den 148 milyon TL'ye gerilemesine rağmen beklentimizin üzerinde gerçekleşti. Bu iki kalemdeki beklenti üzeri giderler, net kâr sapmasında etkili oldu. Vergi öncesi kâr 304 milyon TL olurken, 2Ç26'da kaydedilen yüksek tutarlı nakit dışı ertelenmiş vergi gelirinin aksine, 3Ç26'da yalnızca 69 milyon TL ertelenmiş vergi geliri kaydedildi.
- Serbest nakit akışı devam ederken bilanço daha da güçlendi: 9A26 döneminde işletme faaliyetlerinden nakit akışı, 7,72 milyar TL işletme sermayesi girişi desteğiyle 12,62 milyar TL'ye ulaştı. Nakit yatırım harcamaları 3,64 milyar TL olurken, serbest nakit akışı yaklaşık 9,0 milyar TL olarak gerçekleşti. İşletme sermayesi girişinde, ticari borçlardaki 6,13 milyar TL artış ve stoklardaki 2,44 milyar TL azalış belirleyici oldu. Eylül sonu itibarıyla brüt finansal borç 4,98 milyar TL'ye gerilerken, nakit ve nakit benzerleri 6,69 milyar TL'ye ulaştı. Böylece şirket, 2Ç26 sonundaki yaklaşık 0,3 milyar TL net borç pozisyonundan 1,7 milyar TL net nakit pozisyonuna geçti. Nakit yaratımının devam etmesini ve borçluluğun azalmasını olumlu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, işletme sermayesi girişinin önemli bir kısmının ticari borçlardaki artıştan kaynaklandığını belirtmek gerekir.

Görüş ve Değerleme: Kardemir için Tut tavsiyemizi koruyoruz. Satış gelirleri ve FAVÖK beklentilerin sınırlı ölçüde altında kalırken, beklenenden yüksek net diğer faaliyet ve finansman giderleri nedeniyle net kârdaki sapma daha belirgin oldu. Buna karşılık serbest nakit akışının devam etmesi ve net nakit pozisyonunun güçlenmesi olumlu. Sonuçları genel olarak dengeli değerlendiriyor, mevcut yatırım görüşümüzde değişikliğe gitmiyoruz.

Finansal Sonuçlar: Kardemir

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	20,832	21,951	21,136	1%	-4%	22,468	22,037	-6%	-4%	62,530	60,570	-3%
FAVÖK	2,412	2,680	2,298	-5%	-14%	2,466	2,468	-7%	-7%	5,559	7,203	30%
FAVÖK marjı	11.6%	12.2%	10.9%	-0.7pp	-1.3pp	11.0%	11.2%			8.9%	11.9%	3.0pp
Net kar	-885	6,281	269	n.m.	n.m.	712	826	-62%	-67%	-1,239	6,578	-6.3
Net marj	-4.2%	28.6%	1.3%	5.5pp	-27.3pp	3.2%	3.7%			-2.0%	10.9%	12.8pp

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

OYAK Çimento 3Ç26 Sonuçları: OYAK Çimento <OYAKC TI, Not Rated> 3Ç26'da 17,8 milyar TL gelir (-%11 y/y; Konsensüs: 17,7 milyar TL), 5,4 milyar TL FAVÖK (-%12 y/y; Konsensüs: 5,2 milyar TL) ve 3,0 milyar TL net kâr (-%32 y/y; Konsensüs: 2,3 milyar TL) açıkladı. Gelirler konsensüse paralel gerçekleşirken, FAVÖK ve net kâr konsensüsün sırasıyla %5 ve %29 üzerinde geldi. FAVÖK marjı çeyreklik bazda 5,7 puan artarak %30,4'e yükseldi ve 3Ç25'teki %30,6 seviyesine yaklaştı.

- Gelirler yıllık bazda %11 gerileyerek 17,8 milyar TL'ye düşerken, çeyreklik bazda %8 arttı. Bu toparlanmada Marmara ve Ege bölgelerindeki daha güçlü satışlar, daha kârlı ürün karması ve ılımlı fiyatlama ortamı etkili oldu. Çimento satış hacmi çeyreklik bazda %6 artarken, hazır beton hacmi deprem bölgesindeki normalleşme ve zayıf inşaat aktivitesinin etkisiyle %3 geriledi. İhracatın net satışlar içindeki payı ise artan navlun maliyetlerinin etkisiyle 2Ç26'daki yaklaşık %10 seviyesinden %8,5'e düştü.
- FAVÖK yıllık bazda %12 gerileyerek 5,4 milyar TL'ye düşmesine rağmen çeyreklik bazda %33 arttı ve konsensüsün %5 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK marjı 2Ç26'daki %24,7 seviyesinden %30,4'e toparlandı. Bu görünümde etkin maliyet yönetimi, operasyonel verimlilik ve 115 MW kapasiteli Beypazarı GES'in katkısı öne çıktı. Çimento segmenti FAVÖK marjı %42,4'e ulaşırken, hazır beton segmenti marjı %3,0 seviyesinde gerçekleşti. Alternatif yakıt kullanım oranı ise 9A26'da %28,2 ile yüksek seyrini korudu.
- Net kâr yıllık bazda %32 gerileyerek 3,0 milyar TL'ye düşmesine rağmen konsensüsün %29 üzerinde gerçekleşti. Düşüşte operasyonel kârlılıktaki zayıflama, yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin azalması ve daha yüksek parasal kayıp etkili oldu. Buna bağlı olarak vergi öncesi kâr yıllık bazda %28 gerileyerek 4,2 milyar TL'ye indi. Vergi gideri ise 3Ç25'teki 1,4 milyar TL'den 1,2 milyar TL'ye geriledi.
- Şirket güçlü bilanço yapısını korurken, net nakit pozisyonu 2Ç26 sonundaki 10,8 milyar TL'den 3Ç26 sonunda 14,0 milyar TL'ye yükseldi.

Finansal Sonuçlar: Oyak Çimento Fabrikaları

TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Beklentiler Piyasa	% Sapma Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	19,982	16,465	17,763	-11%	8%	17,697	0%	52,577	46,327	-12%
FAVÖK	6,119	4,072	5,406	-12%	33%	5,166	5%	14,091	12,383	-12%
FAVÖK marjı	30.6%	24.7%	30.4%	-0.2pp	5.7pp	29.2%		26.8%	26.7%	-0.1pp
Net kar	4,403	2,201	2,988	-32%	36%	2,314	29%	9,447	5,305	-44%
Net marj	22.0%	13.4%	16.8%	-5.2pp	3.5pp	13.1%		18.0%	11.5%	-6.5pp

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

Sektör ve Şirket Haberleri

Coca-Cola İçecek 3Ç26 Konferans Görüşmesi Notları: CCI <CCOLA TI, AL> yönetimi, CEO Ahmet Kürşad Ertin, CFO Çiçek Uşaklıgil Özgüneş ve Yatırımcı İlişkileri Başkanı Burak Berki'nin katılımıyla bir konferans görüşmesi gerçekleştirdi. Görüşmede öne çıkan başlıklar şöyle:

- Ekim ayındaki seyir, revize edilen hacim beklentilerini destekliyor: Yönetim, Ekim ayında 9A26'da görülen eğilimlerin devam ettiğini ve bu seyrin konsolide hacimde yüksek tek haneli büyüme, Türkiye'de yataya yakın hacim ve uluslararası operasyonlarda %10'lu seviyelerin alt bandında büyüme öngören revize beklentilerle uyumlu olduğunu belirtti.
- 2027 planlamasında tüketimde kademeli ve farklı hızlarda bir toparlanma varsayılıyor: Yönetim, özellikle Türkiye ve Pakistan'da satın alınabilirliğin öncelikli olmaya devam etmesini beklerken, tüketicilerin tüm maliyet artışlarını karşılayamayacağını vurguladı. Reçine ve alüminyum fiyatları yüksek seyrini korurken, şeker maliyetleri daha yönetilebilir seviyelerde bulunuyor. Yönetim, maliyet baskısının bir kısmını seçici fiyat artışları ve faaliyet giderlerinde tasarrufla dengelemeyi planlıyor.
- Yönetim, Kazakistan'da artan rekabete rağmen pazar payı kazanıldığını belirtiyor: Yönetim, bir rakibin pazara geri dönmesine rağmen CCI'ın son altı ayda pazar payı kazandığını belirtti. Uygun fiyatlı ambalaj seçenekleri, yerinde tüketim kanalındaki köklü ilişkiler ve yaygın soğutucu ağı şirketin rekabet gücünü destekliyor. Yönetim, marjlar üzerinde baskı oluşabileceğini kabul etmekle birlikte, gelecek yılın kârlılığı üzerindeki etkisini değerlendirmek için henüz erken olduğunu düşünüyor.
- Pakistan'ın daha hızlı büyümesi kısa vadede coğrafi dağılım kaynaklı baskı yaratıyor: Yönetim, daha düşük marjlı Pakistan'ın artan katkısının konsolide marjlar ve gelir karması üzerinde baskı yaratabileceğini kabul etti. Tüketici tabanını genişletme ve ölçek büyütme odağı korunurken, zaman içinde daha güçlü faaliyet kaldıracı ve daha yüksek getiriler bekleniyor.
- Yüksek yatırım harcamalarının 2027'de de sürmesi bekleniyor: 9A26'daki güçlü serbest nakit akışı, kısmen ertelenen yatırım harcamalarıyla desteklendi. Ödemelerin 4Ç26'da hızlanmasıyla bu zamanlama etkisinin normalleşmesi bekleniyor. Yönetim, kısmen bu yıldan devreden projelerin etkisiyle yatırım harcamalarının 2027'de de yüksek kalmasını bekliyor.
- Mevcut harcama planlarına göre yıl sonu kaldıraç oranının 0,7x'in altında kalması iyimser görünüyor: Yönetim, yatırım harcaması ödemelerinin Kasım ve Aralık aylarında daha da ertelenmesi halinde net borç/FAVÖK oranının yılı 0,7x'in altında tamamlayabileceğini belirtti. Ancak mevcut yatırım takvimine göre bu seviye beklenmiyor. Öncelik, yıl sonu kaldıraç oranını 1x'in belirgin şekilde altında tutmak.
- 2026'da ek temettü dağıtımı planlanmıyor: Güçlü nakit yaratımına ve düşük kaldıraca rağmen yönetim, kapasiteye, ticari uygulamalara ve verimliliğe yönelik yatırımlara öncelik vermeyi sürdürürken, olası satın almalar için esnekliğini koruyor. Yönetim kurulu, yıl geneli kâr ve nakit akışını inceledikten sonra temettü dağıtımını değerlendirecek.
- Tahvil refinansmanı fırsatları Ocak 2027'den itibaren değerlendirilebilir: Yeni bir ihraç için hazırlıklar başlamış durumda, ancak yönetim yıl sonundan önce bir işlem beklemiyor. Ana borç vadesinin 2029'da olması nedeniyle CCI, cazip finansman koşulları sağlayabilecek uygun bir piyasa dönemini beklemeyi planlıyor.

Türk Hava Yolları 3Ç26 Konferans Görüşmesi Notları: Türk Hava Yolları <THYAO, TUT> yönetimi, Yönetim Kurulu ve İcra Komitesi Başkanı Murat Şeker, CFO ve Yönetim Kurulu Üyesi Metin Gülşen ve Yatırımcı İlişkileri Başkanı Mehmet Fatih Korkmaz'ın katılımıyla bir konferans görüşmesi gerçekleştirdi. THY'nin 3Ç26'daki güçlü birim gelirleri, doluluk oranı ve kargo gelirleri, yakıt şokunun büyük bölümünü dengeleyerek %25,4 EBITDAR marjı sağladı. Ancak 4Ç26 beklentileri zayıf: Yönetim, jet yakıtının neredeyse USD1.600/ton civarında olduğu ortamda 4Ç26'da yalnızca %5–10 EBITDAR marjı bekliyor. Görüşmede öne çıkan başlıklar şöyle:

- 4Ç26 beklentileri, yüksek yakıt maliyetleri nedeniyle marjlarda belirgin bir daralmaya işaret ediyor: Yönetim, yolcu kapasitesinde %1–3, gelirlerde %10'lu seviyelerin orta bandında büyüme, yakıt CASK'ında yıllık %80'in üzerinde artış ve yakıt hariç birim maliyetlerde orta ile yüksek tek haneli oranlarda artış bekliyor. Buna bağlı olarak EBITDAR marjının 4Ç25'teki %23,2'ye karşılık %5–10 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülüyor. Jet yakıtı fiyatları, kısa vadeli kârlılığın seyrini belirleyen temel değişken olmaya devam ediyor.
- Kargonun, bir miktar normalleşmeye rağmen 4Ç26'da kârlılığa güçlü katkı vermeyi sürdürmesi bekleniyor: Yönetim, küresel kargo uçağı kapasitesindeki kısıtlar, e-ticaret akışları ve yapay zekâya yönelik yarı iletken ve veri merkezi sevkiyatlarının desteğiyle hava

kargodaki elverişli arz-talep koşullarının devam etmesini bekliyor. Yıl geneli kargo gelirlerinin %25–30'un üzerinde büyümesi, kargo birim gelirlerinin ise yaklaşık %20 artması öngörülüyor.

- Maliyet tasarrufu önlemlerinin 2027'den itibaren daha fazla katkı sağlaması bekleniyor: Yönetim, verimlilik girişimlerinden 2026'da yaklaşık USD300m tasarruf ve 2027'de devreye girecek projelerden yıllık ilave USD300–350m katkı bekliyor. Önlemler arasında işe alımların durdurulması, erken emeklilik, organizasyonun merkezileştirilmesi ve uçuş ekiplerinin ücretlendirmesinde değişiklikler bulunuyor.
- 2027'de jet yakıtı fiyatlarının gerilemesi kârlılıkta önemli bir yukarı yönlü potansiyel yaratabilir: Yönetimin 2027 baz senaryosu, jet yakıtının ortalama USD1.000/ton seviyesinde olmasını öngörüyor. Yönetim ayrıca USD1.200/ton civarında bir senaryo için de hazırlık yapıyor. Jet yakıtında tüm yıl boyunca korunacak USD100/ton düşüş, kârlılığı yaklaşık USD750–800m artırabilirken, fiyatın USD750/ton seviyesine dönmesi yaklaşık USD2bn yukarı yönlü potansiyel anlamına gelebilir.
- 2027'de kapasite büyümesi yaklaşık %5–6'ya yükselebilir: Yönetim, filoya yapılacak ilave uçak katılımlarının desteğiyle 2026'da ertelenen kapasite artışının bir kısmını devreye almayı bekliyor. Filonun 2026 sonundaki yaklaşık 560–565 uçaktan 2027'de yaklaşık 600 uçağa çıkması ve ASK'nin yıllık %5–6 artması öngörülüyor.
- Yatırım harcamaları önceki beklentilerin üzerinde; kaldıraç oranının uzun vadeli hedefi geçici olarak aşması bekleniyor: Brüt 2026 yatırım harcaması beklentisi USD4,5–5,0bn'den USD5,5–6,0bn'ye yükseltildi. Net yatırım harcamalarının ise USD4bn'nin hafif altında kalması bekleniyor. Yıl sonu net borç/FAVÖK oranının, şirketin uzun vadeli 2,0–2,5x hedefine karşılık yaklaşık 3,0–3,5x seviyesinde gerçekleşmesi öngörülüyor.
- Yüksek yatırım gelirleri geçici: Yönetim, yüksek yatırım gelirlerinin hem yüksek faiz oranlarını hem de çatışma döneminde bazı yatırımları erteleme kararını yansıttığını belirtti. Bu karar, kısa vadeli yatırımlara yönlendirilebilecek nakit miktarını artırdı. Yatırım faaliyetlerinin yeniden hızlanması ve küresel faiz oranlarının gerilemesiyle bu katkının normalleşmesi bekleniyor.
- 2027 için yakıt hedge oranı sınırlı ve yönetim hedge portföyünü genişletmeyi planlıyor: 2026 yakıt tüketiminin yaklaşık %50'si hedge edilmiş durumdayken, bu oran 2027 için yalnızca %15–20 seviyesinde bulunuyor. Yönetim, mevcut yüksek fiyat seviyelerinde ilave hedge işlemlerine ara verdi ve piyasa koşulları normalleştiğinde dizel ve crack spread enstrümanlarını da portföye eklemeyi planlıyor.

Turkcell 12.88 milyon lot hisse geri alımı yaptı: Turkcell <TCELL, AL> dün 12.88 milyon lot hissesini 93.71 TL/hisse ortalama fiyattan (toplam 1,207.34 milyon TL) geri aldı. Geri alım programının başladığı 15 Mayıs 2025 tarihinden beri Turkcell 22.83 milyon hissesini geri aldı. Turkcell'ın hisse geri alım programının 220 milyon hisse ve 8.5 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									**3.5**	**4.5**	**3.0**	**0.9**	**0.7**
Akbank	AKBNK	66.2	103.6	57%	Al	6,894	52%	224	4.5	4.5	3.0	0.9	0.7
Garanti Bank	GARAN	137.5	210.8	53%	Al	11,565	14%	81	4.8	4.1	3.1	1.0	0.8
Halkbank	HALKB	40.4	40.1	-1%	Tut	5,807	9%	35	0.0	6.5	4.0	1.1	0.9
Isbank	ISCTR	12.9	18.3	42%	Al	6,443	31%	156	4.6	4.4	2.5	0.7	0.5
TSKB	TSKB	9.9	16.8	70%	Al	555	39%	4	0.0	2.4	2.0	0.5	0.4
Vakifbank	VAKBN	31.5	41.2	31%	Tut	6,255	6%	35	0.0	4.0	2.6	0.8	0.6
Yapi Kredi	YKBNK	35.9	54.0	51%	Al	6,069	39%	152	6.2	3.9	2.8	0.9	0.7
TMT									**2.7**	**6.8**	**6.4**	**2.7**	**2.3**
Turk Telekom	TTKOM	48.9	97.9	100%	Al	3,427	13%	36	0.0	5.4	5.8	2.7	2.5
Turkcell	TCELL	94.0	167.7	78%	Al	4,139	39%	51	5.1	7.0	6.1	2.5	1.9
Logo	LOGO	121.8	234.0	92%	Al	232	64%	2	3.0	15.3	16.0	2.6	2.5
Hitit	HTTBT	30.2	60.3	100%	Tut	181	28%	0	0.0	17.9	13.0	8.9	6.6
İnşaat									**4.0**	**10.7**	**10.5**	**7.3**	**5.0**
Enka Insaat	ENKAI	81.3	95.7	18%	Tut	9,762	8%	23	4.6	10.7	10.5	5.3	3.0
Tekfen Holding	TKFEN	190.8	101.4	-47%	Tut	1,414	21%	29	0.0	a.d.	a.d.	21.0	18.6
Holdingler									**3.3**	**11.6**	**9.0**	**0.4**	**0.4**
Koc Holding	KCHOL	203.0	319.0	57%	Al	10,309	27%	120	3.7	12.9	10.4	0.4	0.4
Sabanci Holding	SAHOL	86.2	155.8	81%	Al	3,626	51%	65	2.1	7.3	4.4	0.3	0.3
Alarko Holding	ALARK	100.0	153.0	53%	Al	835	35%	9	4.2	14.0	12.2	0.5	0.4
Madencilik									**1.9**	**19.6**	**8.9**	**7.6**	**4.5**
Türk Altın	TRALT	36.7	71.4	94%	Al	2,356	29%	98	2.5	21.1	9.6	8.1	6.0
TR Metal	TRMET	107.3	282.2	163%	Al	834	44%	17	0.0	15.4	7.1	6.2	29.0%
TR Dogal Enerji	TRENJ	72.8	218.7	201%	Al	378	36%	3	0.0	15.0	6.4	5.7	35.2%
Çelik									**1.9**	**12.1**	**11.7**	**6.9**	**5.3**
Erdemir	EREGL	31.8	41.7	31%	Tut	4,463	46%	102	2.1	11.3	12.0	7.4	5.6
Kardemir	KRDMD	40.8	48.0	18%	Tut	939	89%	42	1.3	15.7	10.3	4.7	3.6
Petrol & Gaz									**8.4**	**7.7**	**14.4**	**3.9**	**6.6**
Aygaz	AYGAZ	268.0	368.0	37%	Al	1,180	24%	7	8.2	7.5	13.2	a.d.	a.d.
Petkim	PETKM	17.8	17.9	1%	Tut	902	48%	36	0.0	7.6	25.8	a.d.	a.d.
Tupras	TUPRS	343.3	371.6	8%	Al	13,244	49%	195	9.0	7.7	14.5	3.9	6.6
Elektrik Dağıtım									**8.0**	**11.2**	**8.5**	**3.6**	**3.2**
Enerjisa	ENJSA	118.6	140.0	18%	Tut	2,805	20%	9	8.0	11.2	8.5	3.6	3.2
Otomotiv & Beyaz Eşya									**7.4**	**9.1**	**6.8**	**8.3**	**5.5**
Arcelik	ARCLK	69.4	98.0	41%	Tut	939	18%	3	0.0	a.d.	a.d.	8.5	7.6
Dogus Otomotiv	DOAS	131.4	223.0	70%	Tut	579	39%	3	15.7	4.5	3.7	0.4	0.4
Ford Otosan	FROTO	68.7	121.0	76%	Al	4,824	18%	31	6.8	10.6	8.0	5.7	4.5
Tofas	TOASO	226.0	403.0	78%	Al	2,263	24%	19	9.1	7.8	4.9	15.9	7.9
Turk Traktor	TTRAK	370.0	592.0	60%	Tut	741	24%	1	9.2	18.7	15.6	8.2	6.2
Savunma									**0.2**	**33.2**	**29.6**	**21.8**	**17.1**
Aselsan	ASELS	353.8	491.9	39%	Al	32,303	26%	266	0.2	33.2	29.6	21.8	17.1
Perakende									**3.0**	**14.7**	**11.5**	**6.5**	**5.5**
Bim	BIMAS	372.5	613.0	65%	Al	8,951	68%	81	3.5	13.1	11.7	7.9	6.6
Sok Marketler	SOKM	54.3	84.0	55%	Al	645	51%	5	1.0	31.9	14.8	2.9	2.0
Migros	MGROS	454.0	816.0	80%	Al	1,646	51%	34	1.1	17.8	9.3	2.5	2.2
Mavi	MAVI	35.6	65.0	83%	Al	566	73%	4	2.4	12.8	10.4	2.2	2.0
Ebebek	EBEBK	78.8	124.0	57%	Al	252	25%	1	4.0	12.8	11.3	2.5	2.1
Cam ve Materyaller									**4.9**	**11.5**	**8.8**	**7.7**	**5.4**
Sisecam	SISE	35.6	56.9	60%	Tut	2,184	49%	47	2.3	8.7	5.9	7.6	4.6
Astor	ASTOR	165.7	431.0	160%	Al	3,312	43%	187	6.6	13.3	10.7	7.8	6.0
Havacılık									**1.4**	**5.3**	**5.1**	**4.0**	**3.4**
Pegasus Airlines	PGSUS	134.6	240.0	78%	Al	1,348	43%	26	0.0	a.d.	4.6	7.2	4.6
TAV Airports	TAVHL	278.8	459.0	65%	Al	2,028	48%	19	3.6	13.5	10.7	4.7	4.5
Turkish Airlines	THYAO	291.3	407.0	40%	Tut	8,049	50%	247	1.1	4.1	3.7	3.4	3.0
Gıda & İçecek									**4.0**	**7.9**	**7.2**	**5.0**	**4.5**
Anadolu Efes	AEFES	16.7	30.0	80%	Al	1,979	32%	17	3.7	7.8	7.2	4.6	4.2
Coca Cola Icecek	CCOLA	71.9	118.0	64%	Al	4,026	25%	10	3.6	8.4	7.8	5.3	4.9
Ulker Biskuvi	ULKER	80.5	156.0	94%	Al	595	44%	10	7.7	5.3	3.6	3.8	3.1
Sağlık									**0.0**	**10.4**	**9.0**	**4.8**	**4.5**
MLP Sağlık	MPARK	404.0	705.0	75%	Al	1,545	42%	6	0.0	10.4	9.0	4.8	4.5
Gayrimenkul									**5.0**	**3.5**	**3.8**	**6.3**	**5.5**
Rönesans Gayrimenkul	RGYAS	175.7	363.7	107%	Al	1,165	27%	8	5.0	3.5	3.8	6.3	5.5
Sigorta									**4.6**	**2.6**	**2.0**	**1.3**	**0.9**
AkSigorta	AKGRT	4.8	10.1	109%	Al	156	28%	1	0.0	2.7	1.7	1.0	0.7
Anadolu Sigorta	ANSGR	22.7	37.9	67%	Al	909	35%	2	6.1	2.5	1.9	1.1	0.7
Türkiye Sigorta	TURSG	3.6	10.0	182%	Al	1,422	24%	11	4.2	2.7	2.1	1.4	1.0
Araştırma Kapsamı				**50%**					**3.4**	**7.5**	**6.5**		
Bankalar Hariç Araştırma Kapsamı				**52%**					**3.4**	**10.8**	**9.6**	**9.8**	**8.1**

*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.