Şirket Haberleri

Kar Beklentileri ve Sonuçları

- İş Bankası 3Ç26 Sonuçları
- Vakıfbank 3Ç26 Sonuçları
- Ford Otosan 3Ç26 Sonuçları
- Tofaş 3Ç26 Sonuçları
- Migros 3Ç26 Sonuçları
- Şişecam 3Ç26 Sonuçları
- Şok 3Ç26 Sonuçları
- Doğan Holding 3Ç26 Sonuçları
- Albaraka Türk 3Ç26 Sonuçları

Sektör ve Şirket Haberleri

- Garanti BBVA finansal kiralama iştirakine TL17mlr sermaye aktaracak
- Sabancı Holding 3Ç26 Konferans Görüşmesi
- Petkim 3Ç26 Telekonferans Notları
- Anadolu Efes 3Ç26 Konferans Görüşmesi Notları
- Anadolu Sigorta'nın brüt yazılan primleri Ekim ayında yıllık %34 arttı
- Garanti Bankası 2.69 milyon lot hisse geri alımı yaptı

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

Piyasa görünümü

BIST Endeksleri	Kapanış	Değişim	Hacim.($m)
BIST 30	14,101	-1.60%	2,556
BIST 100	11,333	-1.26%	2,920
BIST 30 Vadeli	**Uzlaş. Fiyatı**	**Değişim**	**Hacim.($m)**
Ara-26	14,734	-1.93%	500,990
Feb-27	15,405	-1.82%	5,861
BIST 30 en yüksek performans gösterenler		**Günlük (TL)**	**Hacim.($m)**
TAVHL		4.4%	45.72
PGSUS		3.9%	40.86
GARAN		3.3%	88.72
BIST 30 en düşük performans gösterenler		**Günlük (TL)**	**Hacim.($m)**
KRDMD		-10.0%	83.73
ASTOR		-9.9%	108.87
ASELS		-7.0%	351.14

Küresel hisse senedi piyasa performansları

Gelişmekte olan piyasalar	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	-1.3%	-17.3%	0.6%
MSCI EM	-0.9%	-8.2%	9.9%
Hang Seng	-1.2%	-3.7%	-4.4%
Brasil-Bovespa	-0.8%	-0.8%	3.2%
India-Sensex 30	0.6%	2.3%	-6.4%
China-Shangai	-1.3%	-7.7%	-8.2%
S. Africa-JSE	3.7%	-1.5%	-2.2%
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	50.05	0.0%	16.6%
EUR/USD	1.13	-0.1%	-4.2%
Döviz sepeti	53.19	0.0%	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

İş Bankası 3Ç26 Sonuçları: İş Bankası <ISCTR TI, Al>, 3Ç26'da solo bazda 10,4 milyar TL net kâr açıkladı (+%8 ç/ç, -%27 y/y). Net kâr, 9,9 milyar TL olan tahminimizi %5 ve 9,4 milyar TL olan konsensüsü %11 aştı. Çeyreklik yıllıklandırılmış özkaynak kârlılığı, 2Ç26'daki %8,8'den %9,2'ye yükseldi. Kârdaki pozitif sapma ağırlıklı olarak tahminimizden düşük karşılık giderlerinden kaynaklanırken net ücret ve komisyon gelirleri, diğer faaliyet gelirleri ve iştirak gelirleri tahminlerimizin altında gerçekleşti.

- Marj toparlanması 3Ç26'da başlarken ekim ayında daha da ivme kazandı. Swap düzeltilmiş net faiz marjı ç/ç 29 baz puan artarak %2,1'e yükseldi ve tahminimizin 8 baz puan üzerinde gerçekleşti. Net faiz geliri ç/ç %9 ve y/y %42 artarak 36,3 milyar TL'ye ulaşırken swap düzeltilmiş net faiz geliri, swap maliyetlerinin ç/ç %9 azalarak 11,9 milyar TL'ye gerilemesinin de desteğiyle %20 arttı. Yönetim, aylık swap düzeltilmiş net faiz marjının 3Ç26 çıkış seviyesi olan eylül ayındaki yaklaşık %3,2'den ekim ayında %4'e yaklaştığını ve 4Ç26 sonunda yaklaşık %4,5'e ulaşmasını beklediğini belirtti. Bir fikir vermesi açısından yaptığımız yaklaşık hesaplama, diğer tüm kalemlerin sabit kalması durumunda, 3Ç26'daki ortalama swap düzeltilmiş net faiz marjı %4,25 olsaydı yıllıklandırılmış özkaynak kârlılığının yaklaşık %24'e ulaşacağını ve açıklanan 3Ç26 seviyesinin yaklaşık 15 yüzde puan üzerinde gerçekleşeceğini gösteriyor. Swap maliyetleri hariç ticari sonuç, 2Ç26'daki 4,5 milyar TL zarardan 3Ç26'da 58 milyon TL kâra iyileşti.
- Net ücret ve komisyon gelirleri ç/ç gerilerken faaliyet giderleri tahminimizle genel olarak uyumlu gerçekleşti. Net ücret ve komisyon gelirleri ç/ç %2 azalırken y/y %23 artarak 44,2 milyar TL'ye ulaştı ve tahminimizin %3 altında kaldı. Faaliyet giderleri ç/ç %1 azalırken y/y %45 artarak 55,5 milyar TL oldu. Emekli sandığı için ayrılan 1,5 milyar TL'lik karşılık, 3Ç26 faaliyet giderlerine katkıda bulundu. Düzeltilmiş faaliyet giderleri ç/ç %1 azalırken 9A26 düzeltilmiş faaliyet gideri büyümesi y/y %57 oldu. Diğer faaliyet gelirleri ç/ç %22 azalarak 3,8 milyar TL'ye geriledi ve tahminimizin 1,2 milyar TL altında kaldı. İştirak gelirleri de mevsimsel zayıflığın etkisiyle ç/ç %28 azalarak 11,3 milyar TL'ye geriledi ve tahminimizin 1,2 milyar TL altında gerçekleşti.
- Aktif kalitesi üzerindeki baskının sürmesine rağmen karşılık giderleri tahminimizden daha iyi gerçekleşti. Karşılık giderleri ç/ç yatay kalarak 19,8 milyar TL oldu ve tahminimizin %10 altında gerçekleşti. 3. Aşama karşılık giderleri ç/ç %24 artarak 17,0 milyar TL'ye yükselirken 1. ve 2. Aşama karşılık giderleri %54 azalarak 2,8 milyar TL'ye geriledi. Net risk maliyeti ç/ç 9 baz puan artarak %2,46'ya yükseldi ve tahminimizle uyumlu gerçekleşti. 2. Aşama kredilerin payı %13,3'e yükselirken (2Ç26: %12,7) karşılık oranı %10,3'e geriledi (2Ç26: %10,6). 3. Aşama kredilerin payı %4,2'ye yükselirken (2Ç26: %3,8) karşılık oranı %61,7'ye çıktı (2Ç26: %60,4). Yönetim, yeni takipteki kredi girişlerinin ağırlıklı olarak bireysel kredilerden, ikinci olarak ise KOBİ kredilerinden kaynaklandığını ve takipteki kredi döngüsünde henüz zirvenin görülmediğini belirtti.
- İçsel derecelendirmeye dayalı yaklaşıma geçiş, sermaye oranlarına önemli katkı sağladı. İş Bankası, içsel derecelendirmeye dayalı yaklaşıma geçişini tamamlayarak 3Ç26'dan itibaren sermaye oranlarını IRB yaklaşımına göre raporlamaya başladı. Geçiş, solo çekirdek sermaye yeterliliği oranına 202 baz puan, ana sermaye yeterliliği oranına 214 baz puan ve sermaye yeterliliği oranına 179 baz puan katkı sağladı. Böylece solo çekirdek sermaye yeterliliği, ana sermaye yeterliliği ve sermaye yeterliliği oranları sırasıyla %13,5, %14,2 ve %17,2'ye ulaştı.
- Yönetim, revize edilen net faiz marjı beklentisini ulaşılabilir görürken ücret ve komisyon gelirleri, faaliyet giderleri ve özkaynak kârlılığı beklentilerinde aşağı yönlü risklere işaret etti. 9A26 swap düzeltilmiş net faiz marjı %2,7 ile %3,2–3,4 aralığındaki yıl sonu beklentisinin altında kaldı. Net ücret ve komisyon gelirleri, yaklaşık %40 hedefe karşılık y/y %33 büyürken düzeltilmiş faaliyet giderlerindeki %57 artış, %40'lı seviyelerin ortasındaki yıl sonu beklentisinin üzerinde gerçekleşti. 9A26 net risk maliyeti 233 baz puan ile 250 baz puanın altındaki yıl sonu beklentisinin içinde kaldı. Yönetim, mevcut eğilimlerin yaklaşık %20 seviyesindeki özkaynak kârlılığı beklentisi üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğunu, ancak %15'in üzerinde bir özkaynak kârlılığının ulaşılabilir olduğunu belirtti.
- Yönetim, 2027'ye ilişkin yalnızca öncü göstergeler paylaştı. Yönetim, 2026 sonundaki %29–30 tahmininin ardından 2027 yıl sonu enflasyonunu yaklaşık %25 seviyesinde beklerken Türk lirasında pozitif reel getirinin korunacağı ilave politika faizi indirimleri öngörüyor. Swap düzeltilmiş net faiz marjının 2027'nin her çeyreğinde kademeli olarak genişlemesi, ücret ve komisyon gelirlerinin enflasyonun üzerinde ve faaliyet giderlerinin enflasyona paralel büyümesi bekleniyor. Yönetim, risk maliyetinin mevcut seviyelerine yakın kalmasını ve takipteki kredi oranının sınırlı ölçüde yükselmesini öngörüyor. Ayrıca kredi büyüme sınırlamalarının tamamen kaldırılmasından ziyade kısmen gevşetilmesini daha olası görüyor.

Görüşümüz: BDDK'nın aylık verileri daha belirgin bir pozitif sürpriz potansiyeline işaret etmiş olsa da açıklanan net kâr beklentilerin yalnızca sınırlı ölçüde üzerinde gerçekleşti. Bu nedenle sonuçlara hafif olumsuz piyasa tepkisi bekliyoruz.

Finansal Sonuçlar: İş Bankası

						Beklentiler		% Sapma					
TLmn	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net Faiz Gelirleri (Swap dahil)	25.602	33.370	36.302	42%	9%	35.800		1%		58.197	111.432	91%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	36.024	45.227	44.187	23%	-2%	45.751		-3%		95.769	127.488	33%
Net Faiz Marjı (Swap Dahil)	2,02%	1,80%	2,10%	8 bps	29 bps	2,01%		8 bps		2,02%	2,1%	8 bps
Kredi Riski Maliyeti (Net)	2,83%	2,37%	2,46%	-37 bps	9 bps	2,47%		-1 bps		2,83%	2,46%	-37 bps
Faaliyet Giderleri	38.277	56.055	55.466	45%	-1%	56.267		-0 bps				
Net Kar	14.213	9.656	10.421	-27%	8%	9.900	9.398	5%	11%	44.002	40.434	-8%
Özkaynak Karlılığı	15,3%	8,8%	9,2%	-618 bps	32 bps	8,7%		50 bps		16,9%	12,3%	-467 bps

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

Vakıfbank 3Ç26 Sonuçları: Vakıfbank <VAKBN TI, Al>, 3Ç26'da solo bazda 15,4 milyar TL net kâr açıkladı (+%2 ç/ç, +%30 y/y). Net kâr, 14,6 milyar TL olan tahminimizin %6, 14,4 milyar TL olan konsensüsün ise %7 üzerinde gerçekleşti. Çeyreklik yıllıklandırılmış özkaynak kârlılığı, 2Ç26'daki %17,6'dan %17,4'e sınırlı geriledi. Tahminimize göre olumlu sapma temel olarak güçlü diğer faaliyet gelirleri ve beklentimizin altında kalan faaliyet giderlerinden kaynaklanırken, yüksek karşılık giderleri bu etkiyi kısmen sınırladı. 9A26 net kârı yıllık %9 artışla 45,5 milyar TL'ye ulaşırken, kümülatif özkaynak kârlılığı %17,8 oldu.

- Marjlar güçlü toparlanırken, TÜFE'ye endeksli tahvillerden gelecek fark 4Ç26'nın çok daha güçlü olacağına işaret ediyor: Net faiz geliri çeyreklik %33 ve yıllık %78 artarak 66,2 milyar TL'ye ulaştı. Hesapladığımız swap düzeltilmiş net faiz marjı, TL çekirdek makastaki 100 baz puanlık çeyreklik iyileşmenin desteğiyle 73 baz puan genişleyerek %3,8'e yükseldi. Vakıfbank, Ekim–Ekim TÜFE varsayımını %20,9'dan %26,6'ya yükseltmekle birlikte gerçekleşen %29,8'in altında tuttu. Yönetim, gerçekleşen enflasyonun kullanılması durumunda 9A26 net kârının 5,3 milyar TL daha yüksek olacağını hesaplıyor ve 4Ç26'da TÜFE'ye endeksli tahvillerden yaklaşık 10,5 milyar TL ilave gelir öngörüyor. Bu rakam, vergi sonrasında yaklaşık 7,5–8,0 milyar TL'lik net kâr katkısına işaret ediyor. Bu katkı ve TL çekirdek makastaki toparlanmanın devam etmesiyle, Vakıfbank'ın 4Ç26'da bankalar arasındaki en güçlü çeyreklik net faiz marjı genişlemesini kaydetmesini bekliyoruz.
- Ücret ve komisyon gelirleri güçlü seyrederken, faaliyet giderlerindeki düşüş net kârın beklentimizi aşmasını destekledi: Net ücret ve komisyon gelirleri çeyreklik %17 ve yıllık %27 artarak 26,3 milyar TL ile tahminimizin %1 üzerinde gerçekleşti. Faaliyet giderleri, promosyon giderlerindeki %34'lük çeyreklik düşüşün etkisiyle çeyreklik %9 azalırken, yıllık %30 artarak 39,9 milyar TL oldu ve tahminimizin %2 altında kaldı. Böylece ücret gelirlerinin faaliyet giderlerine oranı %51,0'den %65,9'a yükselirken, gider/gelir oranı %53,8'den %44,4'e geriledi. Diğer faaliyet gelirleri 7,4 milyar TL ile tahminimizi 1,3 milyar TL aşarken, ticari zarar çeyreklik sınırlı artışla 10,1 milyar TL'ye ulaştı.
- Bireysel krediler ve kredi kartlarından kaynaklanan takipteki kredi girişlerinin hızlanmasıyla net risk maliyeti yaklaşık iki katına çıktı: Takipteki kredi oranı, 45,1 milyar TL brüt ve 37,5 milyar TL net takipteki kredi oluşumunun ardından %4,1'e yükseldi (2Ç26: %3,4). Yeni girişlerin %57'si bireysel krediler ve kredi kartlarından, kalan %43'ü ise ticari ve KOBİ kredilerinden kaynaklandı. Net risk maliyeti 253 baz puana yükseldi (2Ç26: 136 baz puan). İkinci aşama kredilerin payı %10,0'a gerilerken (2Ç26: %10,7), karşılık oranı sınırlı artışla %11,1'e yükseldi (2Ç26: %10,9). Üçüncü aşama kredilerin payı %4,1'e çıkarken (2Ç26: %3,4), karşılık oranı %61,4'e geriledi (2Ç26: %63,7). Toplam karşılık oranı %3,9'a yükselerek (2Ç26: %3,6) %3,7 olan sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşti. İkinci aşama krediler içinde 30 günü aşan gecikmeli kredilerin payı %13'ten %18'e yükselirken, yapılandırılmış kredilerin payı, kısmen üçüncü aşamaya geçişlerin etkisiyle, %59'dan %53'e geriledi. Yönetim, bireysel segmentten takipteki kredi girişlerinin 3Ç26'da zirve yaptığını değerlendirirken, 4Ç26'da KOBİ ve mikro KOBİ segmentlerinden ilave bozulma bekliyor. Yönetim, 2026 net risk maliyetinin 200 baz puanın sınırlı üzerinde tamamlanmasını öngörüyor.
- Mevduat büyümesi kredi büyümesini aştı: Toplam krediler çeyreklik %8 büyürken, TL krediler %7, Dolar bazında YP krediler %5 arttı. Toplam mevduat çeyreklik %13 büyürken, TL mevduat %13, Dolar bazında YP mevduat %6 arttı.
- Bilanço büyümesinin devam etmesiyle sermaye yeterlilik oranları geriledi: Solo sermaye yeterlilik oranı %13,6'ya gerilerken (2Ç26: %14,1), Tier 1 ve çekirdek sermaye yeterlilik oranları sırasıyla %11,5 (2Ç26: %12,0) ve %9,1'e (2Ç26: %9,5) indi. Konsolide oranlar solo oranların 40–50 baz puan üzerinde kalırken, konsolide sermaye yeterlilik oranı %14,0, Tier 1 oranı %11,9 ve çekirdek sermaye yeterlilik oranı %9,6 seviyesinde gerçekleşti.

Görüşümüz: Ücret ve komisyon gelirleri/faaliyet giderleri eğilimindeki olumlu seyri memnuniyetle karşılıyoruz. TÜFE'ye endeksli tahvillerden vergi sonrası yaklaşık 7,5–8,0 milyar TL'lik ek katkının, 4Ç26 net kârını önemli ölçüde artırmasını ve bankalar arasındaki en güçlü çeyreklik net faiz marjı genişlemesini desteklemesini bekliyoruz. Bununla birlikte, yüksek takipteki kredi oluşumu, KOBİ segmentinden beklenen ilave girişler ve gerileyen sermaye yeterlilik oranları temel sınırlayıcı unsurlar olmaya devam ediyor ve 4Ç26'da beklediğimiz güçlü net faiz marjı genişlemesinin net kâra katkısını azaltabilir. Vakıfbank, 0,63x 12 aylık ileriye dönük F/DD ile Halkbank hariç beş büyük banka ortalamasına göre yaklaşık %10–12 iskontolu işlem görüyor. İskonto eylül ayında görülen pariteye yakın seviyelere kıyasla yeniden açılmış olmakla birlikte, tarihsel aralığının belirgin şekilde altında kalarak değerleme desteğini sınırlıyor. Sonuçların kısa vadede olumlu bir piyasa tepkisini destekleyebileceğini düşünmekle birlikte, daralan iskonto ilave yeniden fiyatlama alanını sınırlıyor.

Finansal Sonuçlar: Vakıfbank

						Beklentiler		% Sapma				
TLmn	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net Faiz Gelirleri (Swap dahil)	37.080	49.852	66.152	78%	33%	67.281		-2%		86.059	169.853	97%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	20.605	22.360	26.265	27%	17%	25.962		1%		53.321	67.965	27%
Net Faiz Marjı (Swap Dahil)	2,70%	3,09%	3,82%	112 bps	73 bps	3,86%		-4 bps		2,70%	3,8%	112 bps
Kredi Riski Maliyeti (Net)	1,61%	1,36%	2,53%	91 bps	116 bps	2,62%		-9 bps		1,61%	2,53%	91 bps
Faaliyet Giderleri	30.694	43.829	39.893	30%	-9%	40.516		-0 bps				
Net Kar	11.893	15.077	15.432	30%	2%	14.619	14.435	6%	7%	41.956	45.540	9%
Özkaynak Karlılığı	18,7%	17,6%	17,4%	-127 bps	-23 bps	16,2%		119 bps		23,3%	17,8%	-545 bps

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

Ford Otosan 3Ç26 Sonuçları: Ford Otosan <FROTO TI, AL> 3Ç26'da TL228,9mr ciro (-%7 y/y; Ünlü: TL223,7mr; Kons: TL228,4mr), TL12.176mn FAVÖK (-%20 y/y; Ünlü: TL11.241mn; Kons: TL11.127mn) ve TL8.351mn net kâr (-%23 y/y; Ünlü: TL6.836mn; Kons: TL7.107mn) açıkladı. Ciro konsensüs beklentisine paralel gerçekleşirken, FAVÖK ve net kâr konsensüs beklentilerini sırasıyla %9 ve %18 aştı. Faaliyet giderlerindeki düşüş FAVÖK marjını çeyreklik bazda iyileştirirken, net finansman giderlerindeki çeyreklik düşüş ve daha düşük efektif vergi oranı net kârı destekledi. 3Ç26 finansalları, 1 Temmuz itibarıyla konsolidasyona dahil edilen Koçfinans'ı da içermektedir. Yönetim, yurtiçi perakende satış hacmi beklentisini hafif aşağı yönlü revize ederken, ihracat hacmi, ciro büyümesi ve FAVÖK marjı öngörülerini korudu. Satış hacmi beklentisindeki %1,5'lik aşağı yönlü revizyona karşın kârlılığın beklentileri aşması nedeniyle sonuçlara hafif olumlu bir piyasa tepkisi bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan gelişmeleri:

- Toplam toptan satış hacmi 3Ç26'da yıllık bazda yatay kalarak 168,8 bin adet oldu. İhracat hacmindeki yıllık %11 artışla 154,4 bin adede ulaşılması, yurtiçi satış hacmindeki %51 düşüşü (14,4 bin adet) telafi etti. İhracattaki büyümeye 1 tonluk ticari araç segmenti (%16 yıllık artış) öncülük etti. Yurtiçi satış hacmi, Türkiye otomotiv pazarındaki yıllık %23'lük daralmanın oldukça üzerinde, %51 geriledi. Bu düşüşte, artan fiyat rekabeti karşısında şirketin pazar payı yerine kârlılığa odaklanması ve Focus modelinin üretiminin sonlandırılması etkili oldu. İhracat gelirleri yıllık %3 artarken, yurtiçi gelirler %45 geriledi. Böylece ihracatın ana faaliyet gelirleri içindeki payı 3Ç25'teki %79 seviyesinden %87'ye yükseldi.
- FAVÖK marjı 3Ç26'da çeyreklik bazda 0,8 puan artarak %5,3'e yükselirken, yıllık bazda 0,9 puan geriledi (2Ç26: %4,5; 3Ç25: %6,2). Şirketin tanımına göre düzeltilmiş FAVÖK marjı, Koçfinans'ın 777 milyon TL'lik (0,3 puan) katkısı dahil %6,5 olarak gerçekleşti (2Ç26: %5,9; 3Ç25: %7,4). Brüt kâr marjı, yurtiçi ve kamyon segmentlerindeki fiyat rekabeti, satış karmasında ihracat ve elektrikli araçların artan payı, yükselen hammadde ve dışarıdan sağlanan hizmet maliyetleri ile EUR/TL'deki artışın enflasyonun gerisinde kalması nedeniyle yıllık 1,4 puan daralarak %6,8'e geriledi (çeyreklik bazda yatay). Faaliyet giderleri, pazarlama giderlerindeki %35'lik düşüşün öncülüğünde yıllık %16 azalırken, faaliyet giderlerinin ciroya oranı yıllık 0,4 puan, çeyreklik bazda ise 0,7 puan gerileyerek %3,8 oldu. Araç başına düzeltilmiş FAVÖK, 2Ç26'daki EUR1.409 seviyesinden EUR1.536'ya yükselmekle birlikte, 3Ç25'teki EUR1.705 seviyesinin altında kaldı.
- Net kâr yıllık %23 gerileyerek 8,4 milyar TL olurken, çeyreklik bazda %78 arttı. Net kârı, net finansman giderlerinin çeyreklik bazda 9,8 milyar TL'den 5,5 milyar TL'ye gerilemesi (yıllık %23 artış), parasal kazancın yıllık %13 artışla 4,4 milyar TL'ye ulaşması, yatırım faaliyetlerinden elde edilen 2,8 milyar TL net gelir ve üretim faaliyetlerine uygulanan %12,5'lik kurumlar vergisi oranı destekledi. Bu gelişmeler sonucunda efektif vergi oranı 3Ç25'teki %16,3 seviyesinden %14,6'ya geriledi. Koçfinans net kâra 407 milyon TL (%5) katkı sağladı.
- Konsolide net borç, 2Ç26'daki 112,0 milyar TL seviyesinden 157,1 milyar TL'ye (EUR2,8 milyar) yükseldi. Bu artışta, Koçfinans'ın konsolidasyona dahil edilmesi ve 49,4 milyar TL tutarındaki finans sektörü alacaklarının bilançoya yansıması etkili oldu. Koçfinans hariç net borç 117 milyar TL olurken, net borç/düzeltilmiş FAVÖK oranı 2Ç26'daki 1,76x ve 2025 yıl sonundaki 1,49x seviyelerinden 1,85x'e yükseldi.

2026 satış hacmi beklentisinde hafif aşağı yönlü revizyon: Yönetim, zayıf yurtiçi talep ve sıkı likidite koşullarını gerekçe göstererek Türkiye otomotiv pazarı beklentisini 1.200-1.300 bin adetten 1.100-1.200 bin adede (yıllık %-22 ila %-15) düşürdü. Yurtiçi perakende satış hacmi beklentisi 75-85 bin adetten 65-75 bin adede (yıllık %-44 ila %-36) indirilirken, ihracat hacmi beklentisi 580-630 bin adet seviyesinde korundu. Böylece toplam toptan satış hacmi beklentisi 655-715 bin adetten 645-705 bin adede geriledi. Yeni öngörüler, 2026 satış hacmi beklentisinde yalnızca yaklaşık %1,5'lik bir aşağı yönlü revizyona işaret ediyor. Ciro büyümesi (orta-yüksek tek haneli daralma), düzeltilmiş FAVÖK marjı (%6-%7; 2025: %8,0), toplam üretim hacmi (690-740 bin adet) ve yatırım harcamaları (EUR300-400 milyon) öngörüleri ise değiştirilmedi.

Görüş ve Değerleme: Ford Otosan için AL tavsiyemizi ve 121 TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz. Şirketin USD2 milyarlık yatırım döngüsünü tamamlamasının ardından, Proje Bazlı Devlet Teşvik Sistemi kapsamında Gölcük Fabrikası'nın yıllık kapasitesinin 207 bin adetten 245 bin adede yükseltilmesiyle toplam yıllık üretim kapasitesi 973 bin adede ulaştı. Elektrifikasyon alanındaki güçlü konumu ve hafif ticari araçlara odaklanması, Çinli üreticilerin rekabetine karşı dayanıklılık sağlıyor. Bununla birlikte, güçlü TL ve Türkiye'nin 2028 sonrasında uzun vadeli yapısal bir risk oluşturabilecek "Made in Europe" düzenlemesinin dışında kalma ihtimali, hisse performansı üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 8,5x F/K ve 5,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla cazip seviyelerde işlem görüyor.

Finansal Sonuçlar: Ford Otosan

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	245,950	233,445	228,927	-7%	-2%	223,722	228,420	2%	0%	755,508	679,784	-10%
FAVÖK	15,218	10,451	12,176	-20%	17%	11,241	11,127	8%	9%	47,663	33,466	-30%
FAVÖK marjı	6.2%	4.5%	5.3%	-0.9pp	0.8pp	5.0%	4.9%			6.3%	4.9%	-1.4pp
Net kar	10,899	4,700	8,351	-23%	78%	6,836	7,107	22%	18%	29,013	19,264	-34%
Net marj	4.4%	2.0%	3.6%	-0.8pp	1.6pp	3.1%	3.1%			3.8%	2.8%	-1.0pp

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

Tofaş 3Ç26 Sonuçları: Tofaş <TOASO TI, AL>, 3Ç26 finansallarında TL80,5mr ciro (-%29 y/y; Ünlü: TL80,2mr; Kons: TL82,2mr), TL2.432mn FAVÖK (+%5 y/y; Ünlü: TL1.788mn; Kons: TL1.885mn) ve TL4.332mn net kâr (+%176 y/y; Ünlü: TL2.583mn; Kons: TL2.480mn) açıkladı. Ciro beklentilere paralel gerçekleşirken, satış hacmindeki yıllık %26'lık düşüşe rağmen artan K0 üretimi, hafif ticari araç ağırlıklı ürün karması, düşük marjlı Egea satışlarının sona ermesi ve fiyatlama disiplini sayesinde yükselen marjlarla FAVÖK ve net kâr hem tahminlerimizin hem de piyasa beklentilerinin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti. Yönetim 2026 hacim beklentilerini aşağı yönlü revize ederken, 2026 VÖK marjı hedefini yukarı çekti. Sonuçlara piyasa tepkisinin pozitif olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları:

- Toplam satış hacmi 3Ç26'da yıllık %26 düşüşle 71.692 adede geriledi; yurt içi satışlar yıllık %38 azalışla 54.091 adede inerken, ihracat K0 hacimlerinin desteğiyle yıllık %80 artışla 17.601 adede yükseldi. Yurt içi satışlar, haziran ayında sona eren Egea üretiminin binek araç ürün gamında boşluk bırakması (3Ç25 Egea satışları: yaklaşık 18 bin adet) ve Fas'tan ithal edilen araçların sevkiyatlarındaki gecikmeler nedeniyle Türkiye pazarındaki %23'lük daralmadan daha sert geriledi. Tofaş ayrıca filo satışlarını azalttı ve fiyat rekabetine girmedi. İhracat ise yönetimin artık çözüldüğünü belirttiği geçici motor tedarik sorununun K0 üretimini kısıtlaması nedeniyle çeyreklik bazda %23 geriledi. Ciro yıllık %29 düşüşle hacimden bir miktar daha fazla geriledi; bu da TL'nin euro karşısındaki değer kaybının enflasyonun gerisinde kalmasıyla araç başına cironun reel TL bazında %4 azaldığına işaret ediyor. Hafif ticari araçların toplam satış hacmi içindeki payı 3Ç26'da %59 (3Ç25: %44), 9A26'da ise %54 (9A25: %43) oldu.
- FAVÖK marjı, brüt kâr marjının %9,6'ya yükselmesiyle (2Ç26: %6,7; 3Ç25: %4,9) 3Ç26'da %3,0'a çıkarak 2Ç26'daki %2,1 ve 3Ç25'teki %2,0 seviyelerinden genişledi. Brüt kâr marjındaki iyileşme üretim artış süreci, olumlu ürün karması ve fiyatlama disiplininden kaynaklandı. Düşük marjlı Egea satışlarının sona ermesi, ürün karmasında hafif ticari araç payının artması ve K0'da süren üretim artışı (9A26 üretimi: 72.056 adet; 9A25: 34.625 adet) kârlılığı desteklerken, yurt içi fiyatlama haziran ayındaki GSR kaynaklı indirim kampanyalarının ardından normalleşti ve beklediğimiz üzere bu etki tek seferlik kaldı. Bu etkenler, düşen hacimlerle %7,7'ye yükselen OPEX marjını (2Ç26: %6,1; 3Ç25: %5,0) fazlasıyla telafi etti. VÖK marjı 3Ç26'da %6,0'a ulaşarak (2Ç26: %3,4; 3Ç25: %2,0) 9A26 VÖK marjını %4,1'e taşıdı.
- Net kâr yıllık %176 artışla TL4.332mn'ye yükselerek beklentilerin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti; Tofaş'ın çeyrek içinde kaydettiği TL1.255mn parasal kazanç, TL1.003mn net finansal gelir ve TL943mn net diğer faaliyet geliri FAVÖK tarafındaki pozitif sapmaya ek katkı sağladı. Vergi gideri TL489mn olarak gerçekleşirken efektif vergi oranı %10 oldu.
- Net borç, stoklar ve ticari alacaklardaki düşüşle serbest kalan işletme sermayesi sayesinde 2Ç26'daki EUR1,1mr seviyesinden 3Ç26'da EUR929mn'ye geriledi ve net borç/FAVÖK rasyosu 3,9x'a indi (2Ç26: 4,5x). İşletme sermayesi ihtiyacı/Ciro oranı ise 2Ç26'daki %9,4'ten 3Ç26'da %7,8'e iyileşti.

2026 Beklenti Revizyonu: Yönetim Türkiye otomotiv pazarına ilişkin beklentisini 1,1-1,15mn adede (-%20 ile -%16 y/y; önceki: 1,1-1,2mn), yurt içi satış hacmi beklentisini 270-290 bin adede (-%10 ile -%3 y/y; önceki: 300-320 bin) ve ihracat hacmi beklentisini 70-80 bin adede (+%48 ile +%69 y/y; önceki: 75-85 bin) indirerek toplam hacim beklentisinin orta noktasını %9,0 azalışla 355 bin adede çekti (önceki: 390 bin). Öte yandan 2026 VÖK marjı hedefi, 9A26'da gerçekleşen %4,1 ile uyumlu olarak %4'e yükseltildi (önceki: %3-4) ve bu hedef 4Ç26 için yaklaşık %3,7 VÖK marjına işaret ediyor; 2028 için %5-7 VÖK marjı hedefi ile EUR250mn yatırım harcaması beklentisi ise değişmedi.

Görüş & Değerleme: Türkiye kapsamımızdaki favori hisselerimiz arasında yer almaya devam eden Tofaş için AL önerimizi yineliyoruz <HF: TL403/hisse>. 3Ç26 sonuçları sert düşen hacimlere rağmen kârlılıkta güçlü bir toparlanma ortaya koyarken, ekim ayında başlayan K9 seri üretiminin önümüzdeki dönemde marjları desteklemesini bekliyoruz. K9'daki üretim artışının, Egea'nın bıraktığı boşluğu dolduracak Fas'tan ithalatla birlikte 4Ç26'dan itibaren hacimdeki açığın daralmasına katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Buna ek olarak, tahminlerimize henüz dahil etmediğimiz olası yeni model duyurusu hem kâr beklentileri hem de yatırımcı algısı açısından ilave yukarı yönlü potansiyel taşıyor. 2026T ve 2027T F/K çarpanlarının sırasıyla 7,8x ve 4,9x seviyesinde bulunması, bu kâr görünümü karşısında değerlemeyi cazip kılıyor.

Finansal Sonuçlar: Tofaş Otomobil Fab.

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	113,158	105,587	80,504	-29%	-24%	80,212	82,185	0%	-2%	245,789	293,541	19%
FAVÖK	2,315	2,223	2,432	5%	9%	1,788	1,885	36%	29%	6,723	7,534	12%
FAVÖK marjı	2.0%	2.1%	3.0%	1.0pp	0.9pp	2.2%	2.3%			2.7%	2.6%	-0.2pp
Net kar	1,568	3,265	4,332	176%	33%	2,583	2,480	68%	75%	3,802	10,973	189%
Net marj	1.4%	3.1%	5.4%	4.0pp	2.3pp	3.2%	3.0%			1.5%	3.7%	2.2pp

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

Migros 3Ç26 Sonuçları: Migros <MGROS TI, AL>, 3Ç26'da 143,3 milyar TL ciro (yıllık +%3; Ünlü ve Kons.: 143,9 milyar TL), 11,9 milyar TL FAVÖK (yıllık -%2; Ünlü: 11,7 milyar TL; Kons.: 11,5 milyar TL) ve 3,5 milyar TL net kâr (yıllık -%31; Ünlü: 3,0 milyar TL; Kons.: 2,9 milyar TL) açıkladı. FAVÖK, marjın zayıf geçen 2Ç26'nın ardından güçlü toparlanmasıyla konsensüs beklentisinin %4 üzerinde gerçekleşti. Net kâr, ağırlıklı olarak 3Ç25'teki 2,0 milyar TL vergi giderine karşılık bu çeyrekte kaydedilen 382 milyon TL vergi gelirinin desteğiyle konsensüsü %21 aştı. Yönetim, 2026 yılı ciro büyümesi öngörüsünü %5-7'den %4-5'e indirirken diğer hedeflerini korudu. Ayrıca, yönetim hisse başına brüt 6,49 TL temettü avansı dağıtımını onayladı. Sonuçlara piyasa tepkisinin hafif pozitif olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan gelişmeleri şöyle:

- Ciro, 3Ç26'da reel olarak yıllık %3,3 arttı (2Ç26: %2,7; 3Ç25: %7,7). Enflasyondan arındırılmış benzer mağaza (LFL) ciro büyümesi %0,7 ile pozitife döndü (2Ç26: -%0,1; 3Ç25: %4,3). Sepet büyümesi %0,9 olurken müşteri trafiği %0,2 daraldı ve 2Ç26'daki %0,8'lik düşüşe kıyasla iyileşme gösterdi. Satış alanı yıllık %2,0 büyüyerek 2.105 bin m^2'ye ulaştı (2Ç26: %2,3; 3Ç25: %2,9). Online kanalların toplam satışlar içindeki payı (tütün ve alkollü içecekler hariç) 9A26'da %22,6'ya yükseldi.
- FAVÖK marjı, 3Ç26'da %8,3 olarak gerçekleşti (2Ç26: %4,3; 3Ç25: %8,8). Çeyreklik FAVÖK 11.907 milyon TL oldu. Brüt kâr marjı, 3Ç25'teki %25,1 seviyesinden %24,4'e geriledi. Uygulanan faiz etkisi ve stok enflasyon düzeltmelerinin etkileri hariç tutulduğunda, online gıda platformundaki indirimler ve dağıtım merkezi çalışanlarının Migros bordrosuna alınması nedeniyle brüt kâr marjı yıllık 40 baz puan daraldı. Faaliyet giderlerinin ciroya oranı %20,1'den %20,8'e yükselirken bu artışın tamamı amortisman giderlerinden kaynaklandı (ciroya oranla yıllık +90 baz puan). Amortisman hariç tutulduğunda faaliyet giderlerinin ciroya oranı yaklaşık 20 baz puan iyileşti.
- Net kâr, yıllık %31 düşüşle 3.526 milyon TL olarak gerçekleşti (net kâr marjı: %2,5; 3Ç25: %3,7). Vergi öncesi kâr üç temel nedenle yıllık %55 düşüşle 3,3 milyar TL'ye geriledi: artan amortisman giderleri (FVÖK yıllık -%26), azalan parasal kazançlar (3Ç25'teki 7,2 milyar TL'ye karşılık 5,2 milyar TL) ve yükselen net finansman gideri (0,9 milyar TL'den 1,6 milyar TL'ye). Bu düşüş, 3Ç25'teki 2.048 milyon TL vergi giderine karşılık bu çeyrekte kaydedilen 382 milyon TL vergi geliriyle kısmen dengelendi.
- Net nakit pozisyonu (TFRS 16 hariç), güçlü mevsimsel operasyonel nakit yaratımının desteğiyle çeyrek sonunda 35,2 milyar TL'ye yükseldi (2Ç26: 33,5 milyar TL). İşletme sermayesi ihtiyacının ciroya oranı ise -%7,6 ile büyük ölçüde yatay seyretti (2Ç26: -%7,7).

2026 ciro büyümesi öngörüsünde sınırlı aşağı yönlü revizyon: Yönetim, 2026 yılı konsolide ciro büyümesi öngörüsünü %5-7'den %4-5'e düşürdü (9A26: +%4,1). Diğer hedefler ise korundu: yaklaşık %6-7 FAVÖK marjı (9A26: %5,9), 180-200 yeni mağaza açılışı (9A26'da 154 mağaza açıldı) ve %2,5-3,0 yatırım harcamaları/ciro oranı (9A26: %2,2).

Görüşümüz: Migros <MGROS TI, AL, HF 816 TL/hisse>, çeşitlendirilmiş ve büyüyen çok kanallı satış ekosisteminden faydalanmaya devam ediyor. Online kanalların toplam satışlar içindeki payı artarken mağaza yenileme, bilgi teknolojileri, dağıtım merkezleri ve dijital yetkinliklere yönelik yatırımlar operasyonel verimliliği desteklemeyi sürdürüyor. Çeyrek sonuçları, zayıf geçen 2Ç26'nın ardından operasyonel kârlılıkta belirgin bir toparlanmaya işaret etti. Bununla birlikte, net kârın beklentileri aşmasında vergi geliri önemli rol oynarken, ciro büyümesi öngörüsündeki aşağı yönlü revizyonun da gösterdiği üzere satış büyümesi zayıf seyretmeye devam ediyor. 2027T 7,0x F/K çarpanından işlem gören hisse için mevcut risk-getiri profilini cazip buluyoruz.

Migros hisse başına 6,49 TL temettü avansı dağıtacak: Migros Yönetim Kurulu, 9A26 kârından toplam 1,18 milyar TL tutarında, hisse başına brüt 6,49 TL nakit temettü avansı dağıtımını onayladı. Temettü verimi %1,4 seviyesinde bulunuyor. Önerilen hak kullanım tarihi 11 Kasım 2026 olarak belirlendi.

Finansal Sonuçlar: Migros

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	138,661	131,328	143,276	3%	9%	143,865	143,827	0%	0%	382,512	398,014	4%
FAVÖK	12,211	5,602	11,907	-2%	113%	11,679	11,476	2%	4%	24,629	23,486	-5%
FAVÖK marjı	8.8%	4.3%	8.3%	-0.5pp	4.0pp	8.1%	8.0%			6.4%	5.9%	-0.5pp
Net kar	5,123	-738	3,526	-31%	-578%	3,036	2,905	16%	21%	6,966	4,593	-34%
Net marj	3.7%	-0.6%	2.5%	-1.2pp	3.0pp	2.1%	2.0%			1.8%	1.2%	-0.7pp

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

Şişecam 3Ç26 Sonuçları: Şişecam, 3Ç26'da 295mn TL net zarar (ÜNLÜ: 2.367mn TL net kâr; Kons.: 2.076mn TL net kâr), 3.466mn TL FAVÖK (ÜNLÜ: 3.326mn TL; Kons.: 3.884mn TL) ve 66.266mn TL ciro (ÜNLÜ: 65.213mn TL; Kons.: 66.128mn TL) açıkladı. Ciro tahminimizin %2 üzerinde ve konsensüsle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşirken, FAVÖK tahminimizin %4 üzerinde ancak konsensüsün %11 altında kaldı.

- Gelirler 3Ç26'da yıllık %5 düşüşle 66,3mlr TL'ye gerilerken, enflasyona göre düzeltilmiş bazda çeyreklik %3 arttı. Mimari Cam gelirleri, satış hacimlerindeki %13 artışın desteğiyle yıllık %5 yükselerek 18,1mlr TL'ye ulaştı; fiyatlama, ürün karması ve kur etkisi ise toplamda %8 negatif katkı sağladı. Üretim %8 artışla 784 bin tona yükselirken, kapasite kullanım oranı yeni Tarsus hattının devreye alınma süreci ve devam eden soğuk tamirlerin de etkisiyle %95'ten %83'e geriledi. Endüstriyel Cam gelirleri %3 hacim artışının desteğiyle yıllık %5 yükselerek 8,2mlr TL'ye ulaştı. Buna karşılık Cam Ev Eşyası gelirleri, hacimlerin %13 gerilemesiyle %21 düşerek 6,1mlr TL'ye; Cam Ambalaj gelirleri, hacimlerin %6 gerilemesiyle %12 düşerek 15,6mlr TL'ye; Kimyasallar gelirleri ise %14 düşüşle 11,9mlr TL'ye geriledi. Soda külü hacimleri %5 azalırken, konsolide soda külü net satış fiyatları ABD doları bazında yıllık %9 geriledi.
- Temel operasyonel kârlılık 3Ç26'da daha da bozuldu. FAVÖK yıllık %61 ve çeyreklik %31 düşüşle 3,47mlr TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı 3Ç25'teki %12,8 ve 2Ç26'daki %7,8 seviyesinden %5,2'ye düştü. Brüt kâr yıllık %25 gerileyerek 16,0mlr TL'ye inerken, brüt kâr marjı yıllık 629 baz puan ve çeyreklik 241 baz puan daralarak %24,1'e geriledi. Bozulmanın ana nedenleri, Mimari Cam'da fiyatlama baskısı ile daha yüksek girdi ve enerji maliyetleri; Cam Ambalaj ve Cam Ev Eşyası'nda düşük hacimler ve maliyet artışlarının fiyatlara sınırlı yansıtılabilmesi; Endüstriyel Cam'da ise verimlilik çalışmalarına ilişkin tek seferlik giderler ve bir müşteriye bağlı üretim duruşu oldu. Faaliyet giderleri/ciro oranı da ağırlıklı olarak artan lojistik giderlerinin etkisiyle yıllık 140 baz puan artarak %27'ye yükseldi. Şirket tanımlı segment FAVÖK'ü bazında Mimari Cam marjı 2Ç26'daki %13'ten %17'ye toparlanırken, 3Ç25'te %30 seviyesindeydi. Kimyasallar marjı da 2Ç26'daki %1'den %10'a güçlü şekilde yükseldi, ancak geçen yılki %12 seviyesinin altında kaldı. Buna karşılık Endüstriyel Cam marjı çeyreklik bazda %8'den %5'e gerilerken, yıllık bazda %14 seviyesindeydi. Cam Ambalaj marjı %11 ile yatay kalırken geçen yıl %20 seviyesindeydi. Cam Ev Eşyası çeyreklik bazda iyileşmesine rağmen %-4 marj ile zarar yazmaya devam etti.
- Şirket, 3Ç25'teki 1,90mlr TL net kâra karşılık 3Ç26'da 295mn TL net zarar kaydederken, vergi öncesi kâr 2,44mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Net kâr üzerindeki temel baskı, 2,75mlr TL ertelenmiş vergi giderini de içeren toplam 3,06mlr TL vergi giderinden kaynaklandı. Yönetim, yüksek ertelenmiş vergi yükünü ağırlıklı olarak sanayi şirketleri için kurumlar vergisi oranının %25'ten %12,5'e düşürülmesine bağlarken, bu durum birikmiş mali zararlar üzerinden kaydedilen ertelenmiş vergi gelirini azalttı. Daha düşük yatırım harcamaları da yatırım teşviklerinden kaynaklanan ertelenmiş vergi avantajını sınırladı. Öte yandan, 6,47mlr TL parasal kazanç vergi öncesi kârı önemli ölçüde destekledi.
- Net borç 3Ç26 sonunda yaklaşık 150mlr TL seviyesinde gerçekleşirken, 2Ç26 sonunda yaklaşık 143mlr TL seviyesindeydi. Brüt borç ise 2025 yıl sonundaki 201mlr TL'den 186mlr TL'ye geriledi. Yeniden finansman işlemlerinin ardından borç vade yapısı belirgin şekilde iyileşirken, uzun vadeli yükümlülüklerin toplam brüt borç içindeki payı yıl sonundaki %61'den %87'ye yükseldi. Net borç/FAVÖK oranı 8,7x'e yükselirken, şirket tanımlı net borç/düzeltilmiş FAVÖK oranı 3,5x seviyesinde gerçekleşti. Yatırımlar tarafında Tarsus Solar Cam tesisi, Tarsus düz cam hattı ile Bulgaristan ve İtalya'daki kaplamalı cam yatırımları tam kapasite kullanım seviyesine ulaşırken, Mısır'daki ikinci düz cam hattı devreye alındı ve Hindistan'daki kaplamalı cam yatırımı tamamlanma aşamasına yaklaştı. Nakit yaratımı çeyreklik bazda iyileşse de dokuz aylık dönemde zayıf kalmaya devam etti. İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit 9A26'da 11,0mlr TL seviyesinde gerçekleşirken, 9A25'te 40,0mlr TL seviyesindeydi. Vergi ve diğer ödemeler sonrası net işletme nakit akışı ise 39,0mlr TL'den 7,9mlr TL'ye geriledi. Özellikle yeni kapasitelerin devreye alınmasının ardından artan stokların etkisiyle daha yüksek işletme sermayesi ihtiyacı nakit dönüşümünü baskılamaya devam etti. Yatırım harcamaları, yatırım döngüsünün tamamlanmaya yaklaşmasıyla 9A26'da yıllık %41 düşüşle 17,5mlr TL'ye, 3Ç26'da ise yıllık %49 düşüşle 4,8mlr TL'ye geriledi. Buna rağmen, Beykoz varlık satışından elde edilen 8mlr TL gelir hariç serbest nakit akışı -29mlr TL seviyesinde kaldı.

Görüş & Değerleme: 3Ç26 sonuçları henüz operasyonel bir toparlanmaya işaret etmiyor. Ciro çeyreklik bazda sınırlı artış gösterirken ve Mimari Cam ile Kimyasallar segmentlerinde şirket tanımlı marjlar çeyreklik bazda iyileşirken, temel konsolide kârlılık daha da zayıfladı. Büyük yatırım döngüsünün tamamlanması, gerileyen yatırım harcamaları ve iyileşen borç vade yapısının önümüzdeki dönemde nakit yaratımını desteklemesini bekliyoruz. Ancak net borç yüksek seviyesini korurken, serbest nakit akışı da belirgin şekilde negatif kalmaya devam ediyor.

Finansal Sonuçlar: Şişe Cam

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	69,977	64,203	66,266	-5%	3%	65,213	66,128	2%	0%	210,526	195,405	-7%
FAVÖK	8,928	5,013	3,466	-61%	-31%	3,326	3,884	4%	-11%	21,135	13,032	-38%
FAVÖK marjı	12.8%	7.8%	5.2%	-7.5pp	-2.6pp	5.1%	5.9%			10.0%	6.7%	-3.4pp
Net kar	1,898	3,536	-295	-116%	-108%	2,367	2,076	n.m.	n.m.	7,450	5,369	-28%
Net marj	2.7%	5.5%	-0.4%	-3.2pp	-6.0pp	3.6%	3.1%			3.5%	2.7%	-0.8pp

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

Şok 3Ç26 Sonuçları: Şok Marketler <SOKM TI, AL> 3Ç26'da TL93,0mr ciro (+%1 y/y; Ünlü: TL93,3mr; Kons: TL94,0mr), TL4.827mn FAVÖK (+%20 y/y; Ünlü: TL4.665mn; Kons: TL4.651mn) ve TL989mn net kâr (3Ç25: TL343mn; Ünlü: TL935mn; Kons: TL953mn) açıkladı. Sonuçlar genel olarak beklentilerle uyumlu gerçekleşti; FAVÖK ve net kâr konsensüsün %4 üzerinde geldi. Brüt kâr marjındaki genişleme kârlılığı desteklerken zayıflayan trafik ciro büyümesini baskıladı. Sonuçlara piyasanın nötr tepki vermesini bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları şu şekilde:

- Reel ciro büyümesi 2Ç26'daki %6,6'dan 3Ç26'da %1,2'ye yavaşladı. Reel benzer mağaza satış büyümesi -%0,4 ile negatife döndü (sepet: +%4,8; trafik: -%5,0); 2Ç26'da bu oran +%5,1 seviyesindeydi (sepet: +%5,4; trafik: -%0,3). Sepet büyümesi görece istikrarlı kalırken trafikteki daralma sert şekilde derinleşti. Net mağaza ilaveleri 2Ç26'daki 56'dan 24'e geriledi (3Ç25: 20) ve toplam mağaza sayısı 11.199'a ulaştı.
- Brüt kâr marjı %22,2'ye yükseldi (2Ç26: %18,9; 3Ç25: %21,3); faaliyet giderleri yıllık bazda büyük ölçüde yatay kalırken faaliyet giderleri/satışlar oranı %21,3'e iyileşti (2Ç26: %22,1; 3Ç25: %21,6). Buna bağlı olarak FVÖK marjı %0,9'a yükseldi (3Ç25: -%0,3) ve 4Ç25'ten bu yana ilk kez pozitif gerçekleşti. FAVÖK marjı ise %5,2'ye genişledi (2Ç26: %1,1; 3Ç25: %4,4).
- Net kâr 3Ç25'teki TL343mn'dan TL989mn'a yükseldi; yıllık artışın büyük bölümü vergi giderinin TL894mn'dan TL345mn'a gerilemesinden kaynaklandı. İyileşen operasyonel kârlılık ve TL1.590mn'a yükselen net yatırım geliri (3Ç25: TL967mn), düşen parasal kazancı (TL3.559mn; 3Ç25: TL4.269mn) ve artan net diğer faaliyet giderini (TL1.864mn; 3Ç25: TL998mn) dengeledi.
- UFRS 16 hariç net nakit 2Ç26'daki TL18,2mr'dan TL19,1mr'a yükselirken işletme sermayesi ihtiyacı/satışlar oranı -%5,4 oldu (2Ç26: -%5,6). Stoklar 2Ç26'daki TL37,0mr'dan TL36,1mr'a geriledi.

2026 beklentilerinde değişiklik yok: Yönetim 2026 yılı için %5,0 (+/-1 puan) reel ciro büyümesi (9A26: +%5), UFRS 16 dahil %3,0 (+/-0,5 puan) FAVÖK marjı (9A26: %2,3) ve cironun yaklaşık %2,0'ı seviyesinde yatırım harcaması (9A26: %1,9) beklentisini korudu.

Görünüm & Değerleme: Hisse için AL tavsiyemizi ve TL84 hedef fiyatımızı koruyoruz. Şok 3Ç26'da büyüme yerine kârlılığı öne çıkardı; trafik bozulur ve mağaza büyümesi yavaşlarken marjlar yükseldi. Marjdaki iyileşme kâr toparlanmasını desteklese de zayıf trafik temel operasyonel kaygı olmayı sürdürüyor. Mevcut ağda verimliliğin artırılması kritik önemde; Şok 2.0 mağaza sayısı 900'ü aşarak ağın yaklaşık %8'ine ulaştı ve TL19,1mr'lık net nakit bu dönüşümü destekliyor. Hisse 2026T 2.9x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Sonuçlar: Şok Marketler

						Beklentiler		% Sapma				
TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net satış	91,945	90,906	93,007	*1%*	*2%*	93,340	93,960	*0%*	*-1%*	257,426	270,130	5%
FAVÖK	4,015	969	4,827	*20%*	*398%*	4,665	4,651	*3%*	*4%*	4,989	6,312	27%
FAVÖK marjı	4.4%	1.1%	5.2%	*0.8pp*	*4.1pp*	5.0%	4.9%			1.9%	2.3%	0.4pp
Net kar	343	-595	989	*188%*	*-266%*	935	953	*6%*	*4%*	-665	-437	-34%
Net marj	0.4%	-0.7%	1.1%	*0.7pp*	*1.7pp*	1.0%	1.0%			-0.3%	-0.2%	0.1pp

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

Doğan Holding 3Ç26 Sonuçları: Doğan Holding <DOHOL TI, Kapsam Dışı>, 3Ç26'da finans sektörü hariç 16,5 milyar TL gelir (+%1 y/y; +%9 q/q), 6,0 milyar TL FAVÖK (+%64 y/y; +%62 q/q) ve 1,95 milyar TL net kâr (3Ç25: 165 milyon TL; -%44 q/q) açıkladı. FAVÖK, 5,10 milyar TL konsensüs beklentisinin %18 üzerinde gerçekleşirken, net kâr 1,97 milyar TL konsensüs beklentisine paralel geldi. Şirketin finans sektörü operasyonlarını da içeren konsolide rakamlarına göre gelir yıllık %6 artışla 30,0 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 3Ç25'teki %12,9'dan %20,0'ye çıktı. Madencilikte artan kârlılık FAVÖK büyümesini desteklerken, azalan parasal zararlar ve yükselen yatırım gelirleri net kârdaki yıllık iyileşmeye katkı sağladı. Çeyreğin öne çıkan gelişmeleri şöyle:

- Operasyonel performans iyileşirken, portföy genelinde farklılaşma devam etti: İş kollarının katkısındaki değişim, Gümüştaş'taki faaliyet kaldıracı ve maliyet kontrolünün desteğiyle FAVÖK büyümesi gelir büyümesinin üzerinde gerçekleşti. Konsolide faaliyet giderleri 3Ç25'teki 3,6 milyar TL'den 3,3 milyar TL'ye gerilerken, brüt kâr yıllık %45 arttı. Karel'in FAVÖK marjı %10'dan %20'ye yükselse de finansman giderlerinin kârlılık üzerindeki baskısı devam etti ve şirket 481 milyon TL net zarar açıkladı. Galata Wind ve Sesa'da gerileyen kârlılık ile Doğan Trend'de devam eden FAVÖK zararı, operasyonel iyileşmenin portföy geneline yayılmasını sınırladı.
- Madencilik, operasyonel iyileşmenin ana kaynağı oldu: Gümüştaş'ın geliri 3Ç26'da yıllık %82, FAVÖK'ü ise %166 artarken, FAVÖK marjı 3Ç25'teki %39'dan %57'ye yükseldi. Artan üretim ve yüksek kaliteli pirit konsantresi satışlarının desteğiyle cevher üretimi yıllık %35 artarak 198 bin tona ulaştı. Şirket, yıllık cevher işleme kapasitesinin 600 bin tondan 840 bin tona çıkarılmasını da kapsayan yatırımlar için 9A26'da 53 milyon ABD doları harcama gerçekleştirdi. Tesis ekim ayından bu yana hedeflenen kapasitede faaliyet gösteriyor. 9A26'da gerçekleşen %63 gelir büyümesi ve %54 FAVÖK marjı, korunan 2026 yılı için %40'ın üzerinde gelir büyümesi ve %40–50 FAVÖK marjı beklentilerinin üzerinde kaldı.

- Galata Wind çeyreklik bazda toparlanırken, fiyatlar ve üretim baskı oluşturmaya devam etti: Elektrik üretimi yıllık %5 gerilerken, ABD doları bazında ortalama piyasa takas fiyatı (PTF) %18 düşüşle 58 ABD doları/MWh oldu. Gelir yıllık %29, FAVÖK ise %37 geriledi. Buna karşın elektrik fiyatlarındaki toparlanma ve faaliyet giderlerinin kontrol altında tutulması sayesinde FAVÖK marjı 2Ç26'daki %33'ten %62'ye yükseldi. Net kâr yıllık %17 düşüşle 313 milyon TL oldu. 2026 yılı üretim beklentisi 950–1.000 GWh'den 900–950 GWh'ye indirilirken, yaklaşık %60 FAVÖK marjı beklentisi korundu.
- Finansal hizmetler, kâr ve NAD açısından önemini korudu: Hepiyi Sigorta'nın yönetilen varlık büyüklüğü (AUM) yıllık %41 artarak 985 milyon ABD dolarına ulaşırken, 3Ç26'da brüt yazılan primler yıllık %45 artışla 10,4 milyar TL oldu. TMS 29 hariç net kâr yıllık %113 artarak 2,6 milyar TL'ye yükseldi. Zorunlu trafik ve kasko pazar payları sırasıyla %7,1 ve %4,6'ya ulaşırken, şirket prim üretiminde zorunlu trafikte üçüncü, kaskoda yedinci sıraya yerleşti. Faaliyet giderleri/gelir oranının %5,0 seviyesinde olması operasyonel verimliliği destekledi.
- Şirket tarafından hesaplanan NAD artarken, holding likiditesi korundu: Şirketin hesaplamasına göre net aktif değer (NAD), eylül sonu itibarıyla yılbaşından bu yana %13 artarak 3,19 milyar ABD dolarına ulaştı. Artışta finans ve madencilik değerlemelerindeki sırasıyla 241 milyon ABD doları ve 194 milyon ABD doları yükseliş belirleyici oldu. Stratejik odak alanlarının NAD içindeki payı bir yıl önceki %48'den %57'ye çıktı. Şirketin NAD tablosu, eylül sonu piyasa değerleri üzerinden %69 iskontoya işaret ediyor. Holding solo net nakdi yıllık %5 artışla 645 milyon ABD doları olurken, çeyrek boyunca hiçbir iştirake sermaye aktarımı gerekmedi.
- Net kâr iyileşirken, FAVÖK sonrası kalemlerin etkisi devam etti: Operasyonel kârlılıktaki iyileşme, artan net yatırım gelirleri ve azalan parasal zararların desteğiyle net kâr 3Ç25'teki 165 milyon TL'den 1,95 milyar TL'ye yükseldi. Net yatırım gelirleri 3,8 milyar TL'den 5,4 milyar TL'ye çıkarken, parasal zararlar 3,9 milyar TL'den 2,4 milyar TL'ye geriledi. Buna karşın net finansman giderleri 3,2 milyar TL'den 3,9 milyar TL'ye, toplam vergi gideri ise 264 milyon TL'den 1,6 milyar TL'ye yükseldi. Dolayısıyla açıklanan net kârın yanı sıra iştiraklerin operasyonel performansı ve NAD gelişimi de önemini koruyor.

Yorum: 3Ç26 sonuçları, madencilik öncülüğünde operasyonel kârlılıkta iyileşmeye işaret ediyor. FAVÖK konsensüsün üzerinde gerçekleşirken, net kâr beklentilere paralel geldi. Madencilikteki kapasite artışı ve Hepiyi'nin yükselen katkısı portföy görünümünü desteklerken, Galata Wind'in aşağı çekilen üretim beklentisi, otomotiv faaliyetlerindeki zararlar ve finansman giderleri başlıca risk unsurları olmaya devam ediyor. Kanal D Romanya'nın 109 milyon avro firma değeri üzerinden satışı için ekim ayında imzalanan anlaşma, portföyün sadeleştirilmesi yönünde ilave bir adım niteliğinde. Şirket, 2030 yılı için 4,5 milyar ABD doları NAD hedefini korudu.

Finansal Sonuçlar: Doğan Holding

TLm	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Piyasa Tahmini	Piyasa'dan Sapma	9A25	9A26	y/y
Satışlar	16,334	15,161	16,530	1%	9%	29,052	-43%	51,061	48,344	-5%
FAVÖK	3,663	3,702	5,997	64%	62%	5,098	18%	9,245	14,442	56%
Favök Marjı	22.4%	24.4%	36.3%	13.9pp	11.9pp	17.5%		18.1%	29.9%	11.8pp
Net Kar	165	3,475	1,951	1083%	-44%	1,965	-1%	-498	5,803	-1265%
Net Kar Marjı	1.0%	22.9%	11.8%	10.8pp	-11.1pp	6.8%		-1.0%	12.0%	13.0pp

Kaynak: Şirket, Rasyonet Anketi

Albaraka Türk 3Ç26 Sonuçları: Albaraka Türk <ALBRK TI >, 3Ç26'da 1,16 milyar TL net kâr açıkladı (-%47 ç/ç, +%66 y/y). Sonuç, 1,10 milyar TL'lik konsensüsün %6 üzerinde gerçekleşti. Çeyreklik yıllıklandırılmış özkaynak kârlılığı, 2Ç26'daki %32,7'den %16,4'e geriledi. Kârdaki çeyreklik düşüş ağırlıklı olarak, 2Ç26'da net kâr payı gelirleri altında kaydedilen Metropol AVM yeniden değerleme kazancının ve diğer faaliyet gelirleri altında kaydedilen 580 milyon TL'lik serbest karşılık iptalinin bu çeyrekte tekrarlanmamasından kaynaklandı. Buna bağlı olarak net kâr payı geliri çeyreklik %61 azalarak 2,16 milyar TL'ye gerilerken, 3Ç26'da TL çekirdek spreadleri üzerinde bir miktar baskı görüldü. Net ücret ve komisyon gelirleri çeyreklik %7 artarken, faaliyet giderleri sınırlı bir şekilde %1 yükseldi. Takipteki kredi oranı çeyreklik 30 baz puan artarak %2,5'e yükselirken, karşılık kapsama oranlarında bir miktar düşüş görüldü. Yönetim, sonuçları değerlendirmek üzere saat 11.00'de bir konferans görüşmesi gerçekleştirecek. Sonuçlara nötr tepki bekliyoruz.

Finansal Sonuçlar: Albaraka Türk

TLmn	3Ç25	2Ç26	3Ç26	y/y	ç/ç	Beklentiler Piyasa	% Sapma Piyasa	9A25	9A26	y/y
Net Kar Payı Geliri	1.415	5.569	2.156	52%	-61%			3.085	10.922	254%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	1.337	1.414	1.508	13%	7%			3.568	4.253	19%
Faaliyet Giderleri	3.053	4.270	4.327	42%	1%					
Net Kar	701	2.183	1.163	66%	-47%	1.100	6%	9.803	4.250	-57%
Özkaynak Karlılığı	13,7%	32,7%	16,4%	266 bps	-1.628 bps			67,1%	21,1%	-4.609 bps

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

Sektör ve Şirket Haberleri

Garanti BBVA finansal kiralama iştirakine TL17mlr sermaye aktaracak: Garanti <GARAN TI, Al>, %100 iştiraki Garanti BBVA Finansal Kiralama'nın sermaye artırımına TL17mlr tutarında katılma kararı aldı. Tutar, Garanti'nin 9A26 solo özkaynaklarının yaklaşık %3,3'üne karşılık geliyor. Garanti BBVA Finansal Kiralama'nın 9A26 sonu özkaynakları TL29,8mlr seviyesindeyken, şirket 9A26'da TL5,8mlr net kâr elde etti; dönem sonu özkaynak üzerinden yıllıklandırıldığında bu yaklaşık %26 özkaynak kârlılığına işaret ediyor. TL17mlr sermaye aktarımı, iştirakin mevcut özkaynaklarının yaklaşık %57'sine denk geliyor. Garanti BBVA Finansal Kiralama'nın %100 iştirak ve tam konsolide bir bağlı ortaklık olması nedeniyle, sermaye aktarımının kendisinin Garanti'nin konsolide net kârı veya özkaynakları üzerinde bir etki yaratmasını beklemiyoruz.

Sabancı Holding 3Ç26 Konferans Görüşmesi: Sabancı Holding <SAHOL TI, Al> yönetimi, 3Ç26 sonuçlarının ardından banka dışı operasyonlardaki iyileşmenin portföy satışlarının etkisiyle finansallara tam yansımadığını vurguladı. Akçansa ve CarrefourSA hariç tutulduğunda, banka dışı gelirler 3Ç26'da açıklanan %14 yerine yalnızca %4 daraldı. Bankacılık tarafında ise net faiz marjının 3Ç26'da dip seviyesini görmesinin ardından eylül sonundan itibaren toparlanma sinyalleri alındığı belirtildi. Holding'in ekim sonu net aktif değeri (NAD) 8,4 milyar USD, NAD iskontosu ise %59,5 seviyesinde. Görüşmeyi hafif olumlu değerlendiriyoruz; ancak kısa vadeli tahminlerde değişiklik gerektirecek yeni bir gelişme bulunmuyor. Öne çıkan noktalar:

- Banka dışı operasyonlar — Satışlardan arındırılmış performans daha güçlü: Akçansa ve CarrefourSA'nın her iki dönemden çıkarılmasıyla, banka dışı gelirlerdeki yıllık daralma 3Ç26'da %14'ten %4'e geriliyor. 9A26'da ise karşılaştırılabilir gelirler %4 azalırken, FAVÖK büyümesi açıklanan %6 yerine %9'a ulaşıyor. Yönetim, 3Ç26'da banka dışı FAVÖK marjının 318 baz puan artışla %16,0'ya yükselmesini operasyonel iyileşmenin göstergesi olarak değerlendirdi.
- Bankacılık — Net faiz marjında dip seviyesi geride kalmış olabilir: Akbank'ın net faiz marjı 3Ç26'da dip seviyesini görürken, TL fonlama maliyetlerindeki baskının hafiflemesiyle eylül sonundan itibaren toparlanma sinyalleri görülmeye başlandı. Bununla birlikte yönetim, parasal gevşemenin beklenenden yavaş ilerlediğini belirtti. Akbank'ın 9A26 net faiz marjı yıllık 30 baz puan iyileşirken, özkaynak kârlılığı %19,4 oldu. Rekabet Kurulu cezasına ilişkin 1,7 milyar TL karşılık hariç tutulduğunda özkaynak kârlılığı %20,1'e ulaşıyor. Marjlardaki toparlanmanın devamlılığı, önümüzdeki çeyreklerde kârlılık açısından belirleyici olacak.
- Enerji — Yenilenebilir kapasite artışı 2027 kârlılığını destekleyecek: Enerjisa Üretim'in toplam üretimi doğal gaz santrallerindeki düşüş nedeniyle %11 gerilese de rüzgâr ve hidroelektrik üretimindeki artış ile dengeleme piyasası gelirleri marjları destekledi. Kurulu güç 4,7 GW'a, yenilenebilir enerjinin payı %58'e ulaştı. YEKA-2 kapsamındaki 1 GW rüzgâr yatırımının türbin kurulumları tamamlanırken, kapasite kademeli olarak devreye alınıyor. Yönetim, yeni kapasitenin finansal katkısının özellikle 2027'nin ikinci yarısında daha belirgin olmasını bekliyor. ABD'de Pepper ve Lucky 7 projelerinin 3Ç27'de devreye alınması hedefleniyor. Enerjisa Enerji <ENJSA TI, Tut> ise 2026 beklentilerini korudu.
- Malzeme Teknolojileri — Yurt dışı operasyonlar ve ürün karması destekleyici: Çimsa'nın uluslararası satış hacimleri, deprem sonrası yeniden inşa faaliyetlerindeki yavaşlamaya bağlı zayıflayan yurt içi talebi dengeledi. Brisa, özellikle ticari araç yenileme lastiklerinde pazarın üzerinde performans gösterirken, kompozit tarafında sivil havacılık ve yapay zekâ bağlantılı enerji uygulamalarından gelen talep güçlü seyretti. Yönetim ayrıca Çimsa'nın hazır beton tesisi satışından yaklaşık 470 milyon TL tek seferlik gelir kaydettiğini belirtti.
- Nakit akışı — İşletme sermayesi ihtiyacındaki artış izlenmeli: Yönetim, 3Ç26'da nakit yaratımının belirgin şekilde iyileştiğini, ancak artan işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle 9 aylık performansın daha sağlıklı bir gösterge olduğunu vurguladı. Banka dışı operasyonel nakit akışı 9A26'da 63 milyar TL olurken, Holding solo net nakdi 31,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Banka dışı net borç/FAVÖK oranı 1,6x ile % değil, 2,0x olan politika üst sınırının altında kaldı.
- NAD ve sermaye tahsisi: Yönetimin açıkladığı ekim sonu NAD 8,4 milyar USD, NAD iskontosu ise %59,5 seviyesinde. 4 Kasım kapanışı itibarıyla iskonto yaklaşık %59 olarak belirtildi. Yönetim, mevcut iskontonun portföyün uzun vadeli değer yaratma potansiyelini yansıtmadığını düşünüyor. Azami 7 milyar TL tutarındaki yeni hisse geri alım programı, yatırımların yanı sıra hissedarlara değer yaratmak için kullanılabilecek ek bir araç olarak öne çıkıyor. Sermaye tahsisine ilişkin yeni bir yatırım veya finansal hedef açıklanmadı.

Petkim 3Ç26 Telekonferans Notları: Petkim <PETKM TI, Tut> yönetimi, petrokimya marjlarının daha önce öngörülenden hızlı normalleşerek yıl sonuna doğru kademeli olarak gerilemek yerine 3Ç26 başında çatışma öncesi seviyelerine döndüğünü belirtti. Müşterilerin artan hammadde maliyetlerini üstlenmek yerine üretimlerini ve stoklarını azaltması, zayıf talep ve artan ithalat rekabeti ürün fiyatlarını baskıladı. Şirket, 2026 yılı için yaklaşık USD100mn FAVÖK beklentisini korurken, revize edilen üretim hedefi 4Ç26'da belirgin bir üretim artışı gerektiriyor.

- Ürün makasları Ekim ayında toparlandı, ancak yönetim 4Ç26 için sınırlı bir iyileşme öngörüyor: Petkim'in ağırlıklı ürün-nafta makası 3Ç26'da çeyreklik %44 düşüşle USD547/tondan USD309/tona gerilerken, etilen-nafta makası USD485/tondan USD75/tona indi. Ağırlıklı makas, aromatik ve sıvı ürün fiyatlarının desteğiyle Eylül ayındaki USD284/ton seviyesinden Ekim ayında USD355/tona yükseldi. Bununla birlikte yönetimin 4Ç26 varsayımı USD320–340/ton seviyesinde bulunuyor. Yurt içi talep zayıf

seyrini sürdürürken, temkinli alımlar, imalat sanayindeki durgunluk ve Çin kaynaklı polimer ithalatındaki artış rekabet baskısını artırıyor.

- Kapasite kullanımındaki düşüşte ertelenen bakım, hammadde tedarikindeki kısıtlar ve üretim optimizasyonu etkili oldu: Önceki çeyrekte yüksek marjlardan yararlanmak amacıyla 2Ç26'dan 3Ç26'ya ertelenen YYPE (HDPE) bakımı üretimi etkiledi. Uygun nitelikte ithal VCM tedarikinin sınırlı kalması PVC üretimini kısıtlarken, aromatik tesislerindeki geçici duruşlar benzen, paraksilen (PX) ve ortoksilen (OX) üretimini düşürdü. Reformate ve toluen üretimindeki artış bu etkiyi kısmen telafi etse de söz konusu hacimler açıklanan kapasite kullanım oranı hesabına dahil edilmiyor. Etilen krakerinin çalışma oranı da piyasa koşullarına göre düşürüldü. Toplam kapasite kullanımı çeyreklik bazda %66'dan %54'e gerilerken, brüt üretim %15 azalarak 532 bin tona indi. Yönetim 4Ç26'da kapasite kullanımının %60–65 seviyesine yükselmesini bekliyor.
- Polimer satışları görece dirençli kalırken, aromatik ve propilen satışları hacim baskısıyla karşılaştı: Petkim, AYPE (LDPE) ve PP satışlarında sırasıyla 106 bin ton ve 47 bin tonla son on yılın en yüksek çeyreklik hacimlerine ulaştı. Buna karşılık toplam satış hacmi çeyreklik %12 düşüşle 516 bin tona geriledi. Aromatik ürün gelirleri üretim kısıtları nedeniyle USD76mn'a düşerken, C4 ve PA satış hacimlerindeki gerileme de gelirleri olumsuz etkiledi. Rafinerilerin yüksek kapasiteyle çalışması sonucu propilen arzının artması ve fiyatların baskılanmasıyla PS propilen gelirleri 2Ç26 seviyesinin yaklaşık dörtte birine indi. Aromatik ürün ihracatındaki düşüşün de etkisiyle yurt içi satışların toplam gelirlerdeki payı %50'den %61'e yükseldi.
- Doğal gaz koruması ve stok kazançları marj baskısını kısmen hafifletti: Yönetim, doğal gaz maliyetlerine ilişkin riskin yaklaşık %25'inin hedge edildiğini ve bunun 3Ç26'da yaklaşık USD2.2mn katkı sağladığını belirtti. Buna rağmen artan enerji ve yardımcı işletme maliyetleri FAVÖK değişim analizinde TL160mn olumsuz etki yarattı. IAS29 dahil stok etkisi, 2Ç26'daki USD17mn zarardan 3Ç26'da USD1.4mn kazanca dönerken, ticari alım-satım faaliyetlerinden elde edilen brüt kâr USD18.4mn'dan USD9.8mn'a geriledi. Bu kalemler, operasyonel verimlilik ve maliyet kontrolüyle birlikte, fiyatlama kaynaklı TL4.55bn'lik olumsuz etkiyi kısmen telafi etti.
- STAR kârlılığı desteklerken, işletme sermayesi yönetimi net borcun azalmasına katkı sağladı: Petkim'in STAR bağlantılı yatırımlarından özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirdiği kâr payı 2Ç26'daki USD36mn'dan 3Ç26'da USD56mn'a yükseldi. STAR, %99 kapasite kullanımıyla 3.4mn ton ürün satışı gerçekleştirdi. Motorin marjlarının daha avantajlı olduğu dönemlerde jet yakıtı üretiminin bir kısmının motorine kaydırılması rafineri kârlılığını destekledi. Entegrasyon, Petkim'in nafta tedarik güvenliğine ve aromatik ürün satışlarına katkı sağlamayı sürdürdü. Petkim, çeyrekte USD34mn işletme faaliyetlerinden nakit akışı yaratırken USD11mn yatırım harcaması gerçekleştirdi. İşletme sermayesindeki çözülmenin desteğiyle net borç yaklaşık USD1.03bn'dan USD1.00bn'a geriledi.
- 2026 beklentileri sınırlı 4Ç26 FAVÖK'üne işaret ederken, üretim hedefi iddialı görünüyor: Yönetim, IAS29 etkileri dahil yaklaşık USD100mn olan 2026 FAVÖK beklentisini korurken, brüt üretim hedefini 2.6mn tondan 2.5mn tona indirdi ve yıllık ağırlıklı ürün-nafta makası varsayımını USD380–400/ton olarak güncelledi. Satış hacmi hedefi 2.1mn ton, yatırım harcaması beklentisi ise yaklaşık USD100mn seviyesinde korundu. Şirketin sunum bazındaki ilk dokuz aylık yaklaşık USD95mn FAVÖK'ü dikkate alındığında, yıllık hedef 4Ç26 için yalnızca yaklaşık USD5mn FAVÖK'e işaret ediyor. Üretim hedefinin gerçekleşmesi için 4Ç26'da yaklaşık 742 bin ton üretim gerekiyor; bu, 3Ç26'nın %40 üzerinde. Satış hedefi ise 4Ç26 için yaklaşık 416 bin ton hacme, yani çeyreklik %19 düşüşe işaret ediyor. Üretim hedefini, yönetimin %60–65 kapasite kullanım beklentisiyle bağdaştırmak güç görünüyor. 3Ç26'daki üretim/kapasite kullanım ilişkisi esas alındığında, bu oran yaklaşık 590–640 bin tonluk çeyreklik üretime karşılık geliyor. Söz konusu farkın yönetim tarafından açıklığa kavuşturulması gerekiyor. Ayrıca yıllık yatırım harcaması hedefinin tamamen gerçekleşmesi, 4Ç26'da yaklaşık USD63mn yatırım harcaması yapılmasını gerektiriyor.

Anadolu Efes 3Ç26 Konferans Görüşmesi Notları: Anadolu Efes <AEFES TI, AL> yönetimi, CEO Onur Altürk, CFO Yasemen Güven Çayırezmez ve Yatırımcı İlişkileri ve Risk Yönetimi Direktörü Aslı Kılıç Demirel'in katılımıyla bir konferans görüşmesi gerçekleştirdi. Görüşmede öne çıkan başlıklar şöyle:

- Türkiye bira hacimleri ekimde bir miktar iyileşmeye rağmen daralmaya devam etti: Yönetim, oldukça zayıf geçen ağustos ve eylülün ardından ekimde hacimlerdeki daralmanın 3Ç26'ya kıyasla daha sınırlı kaldığını belirtti. Hacimlerin kasım ve aralıkta da 3Ç26'ya göre daha sınırlı olmakla birlikte daralması bekleniyor. Dolayısıyla son dönemdeki iyileşme, henüz hacimlerde yeniden büyümeye dönüldüğüne işaret etmiyor.
- Ekimde fiyat artışları seçici uygulanırken premium segmentte talep dayanıklılığını korudu: Yönetim, satın alınabilirlik endişeleri nedeniyle portföyün tamamına zam yapmak yerine ekimde belirli markalarda fiyat artışına gitti. Özellikle geleneksel satış kanalında üst ana akım ve premium segmentlerin büyüyen tek segmentler olduğunu belirten yönetim, Corona, Stella Artois ve Amsterdam'ın güçlü performansının sürdüğünü vurguladı.
- Tam yıl beklentilerinin işaret ettiği 4Ç26 marj iyileşmesi, Türkiye'deki performansın iyileşmesine ve uluslararası operasyonların katkısına bağlı: 9A26'da 361bp daralmanın ardından tam yıl bira FAVÖK marjında 250bp daralma beklentisinin nasıl karşılanacağı sorusuna yanıt olarak yönetim, iyileşen ekim performansına, yılın kalanında Türkiye hacimlerinde beklenen daha sınırlı daralmaya ve uluslararası operasyonların kârlılığına işaret etti. Türkiye bira operasyonlarında satışların maliyeti ve faaliyet giderlerinin yaklaşık %55'ini sabit maliyetler oluşturuyor. Bu da marj beklentilerinin karşılanmasında hacimlerin önemini ortaya koyuyor.
- Uluslararası bira operasyonlarında fiyatlama ve miks finansal performansı desteklemeye devam ediyor: Uluslararası pazarlarda 4Ç başındaki hacim performansının yatay ile tek haneli büyüme arasında seyrettiği belirtildi. Yönetim, daha sınırlı hacim büyümesine

rağmen gelir büyüme yönetimi uygulamaları ile olumlu ürün ve kanal miksinin finansal performansı desteklemeye devam ettiğini ifade etti.

- Başa baş hedefine rağmen bira grubunda serbest nakit akımı negatif kalabilir: Yönetim, bira grubunun 2026'yı başa başa yakın olmakla birlikte negatif serbest nakit akımıyla kapatabileceğini belirtti. Disiplinli işletme sermayesi yönetimi ve daha düşük yatırım harcaması/satış oranıyla desteklenen başa baş hedefi korunuyor.
- Eurobond refinansmanı 1Ç27 için planlanırken temettü kararlarında likidite önceliğini koruyor: Yönetim, mevcut Eurobond'un refinansmanı için hazırlıklara başladı ve 1Ç27'de piyasaya çıkmayı planlıyor. Bira grubunda net borç/FAVÖK 5,1x seviyesinde bulunurken temettü kararlarında dağıtılabilir kârın yanı sıra borçluluk, likidite ve serbest nakit akımı dikkate alınacak.

Anadolu Sigorta'nın brüt yazılan primleri Ekim ayında yıllık %34 arttı: Anadolu Sigorta, Ekim ayında 9,14 milyar TL prim üretimi açıkladı (yıllık %34 büyüme). Kümülatif olarak ise, 2026'nın ilk on ayında brüt yazılan primler yıllık bazda %18,5 artarak 88,6 milyar TL'ye ulaştı. Hafif pozitif.

Garanti Bankası 2.69 milyon lot hisse geri alımı yaptı: Garanti Bankası <Garan, AL> dün 2.69 milyon lot hissesini 140.78 TL/hisse ortalama fiyattan (toplam 378.14 milyon TL) geri aldı. Geri alım programının başladığı 29 Ağustos 2018 tarihinden beri Garanti Bankası 5.16 milyon hissesini geri aldı. Garanti Bankası'ın hisse geri alım programının 85 milyon hisse ve 11 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									**3.4**	**4.5**	**3.0**	**0.9**	**0.7**
Akbank	AKBNK	67.2	103.6	54%	Al	6,995	52%	222	4.4	4.6	3.1	1.0	0.7
Garanti Bank	GARAN	142.0	210.8	48%	Al	11,938	14%	81	4.7	4.3	3.2	1.1	0.8
Halkbank	HALKB	40.1	40.1	0%	Tut	5,767	9%	34	0.0	6.4	4.0	1.1	0.9
Isbank	ISCTR	13.1	18.3	40%	Al	6,530	31%	155	4.5	4.5	2.5	0.7	0.5
TSKB	TSKB	10.2	16.8	64%	Al	574	39%	5	0.0	2.5	2.1	0.5	0.4
Vakifbank	VAKBN	31.8	41.2	30%	Tut	6,312	6%	35	0.0	4.0	2.6	0.8	0.6
Yapi Kredi	YKBNK	36.5	54.0	48%	Al	6,175	39%	152	6.0	4.0	2.9	0.9	0.7
TMT									**2.8**	**6.7**	**6.3**	**2.7**	**2.3**
Turk Telekom	TTKOM	49.3	97.9	99%	Al	3,452	13%	35	0.0	5.4	5.8	2.7	2.5
Turkcell	TCELL	91.8	167.7	83%	Al	4,043	39%	51	5.2	6.9	5.9	2.4	1.9
Logo	LOGO	122.0	234.0	92%	Al	232	64%	2	3.0	15.4	16.0	2.6	2.5
Hitit	HTTBT	30.0	60.3	101%	Tut	180	28%	0	0.0	17.8	12.9	8.8	6.5
İnşaat									**4.0**	**10.7**	**10.5**	**7.5**	**5.1**
Enka Insaat	ENKAI	81.1	95.7	18%	Tut	9,740	8%	23	4.6	10.7	10.5	5.3	3.0
Tekfen Holding	TKFEN	197.0	101.4	-49%	Tut	1,459	21%	29	0.0	a.d.	a.d.	21.7	19.3
Holdingler									**3.4**	**11.6**	**9.0**	**0.4**	**0.4**
Koc Holding	KCHOL	202.3	319.0	58%	Al	10,269	27%	119	3.7	12.9	10.3	0.4	0.4
Sabanci Holding	SAHOL	85.1	155.8	83%	Al	3,578	51%	65	2.2	7.2	4.3	0.3	0.3
Alarko Holding	ALARK	101.3	153.0	51%	Al	846	35%	9	4.2	14.1	12.4	0.5	0.5
Madencilik									**1.8**	**20.2**	**9.2**	**7.8**	**4.7**
Türk Altın	TRALT	37.8	71.4	89%	Al	2,426	29%	97	2.5	21.7	9.9	8.3	6.2
TR Metal	TRMET	109.1	282.2	159%	Al	847	44%	17	0.0	15.7	7.2	6.3	29.8%
TR Dogal Enerji	TRENJ	74.2	218.7	195%	Al	386	36%	3	0.0	15.3	6.6	5.8	35.8%
Çelik									**2.0**	**11.5**	**11.3**	**6.7**	**5.1**
Erdemir	EREGL	30.8	41.7	35%	Tut	4,316	46%	101	2.1	11.0	11.6	7.2	5.5
Kardemir	KRDMD	36.7	48.0	31%	Tut	863	89%	42	1.5	14.4	9.5	4.4	3.3
Petrol & Gaz									**8.7**	**7.4**	**13.9**	**3.7**	**6.4**
Aygaz	AYGAZ	257.5	368.0	43%	Al	1,133	24%	7	8.5	7.2	12.7	a.d.	a.d.
Petkim	PETKM	16.9	17.9	6%	Tut	856	48%	36	0.0	7.2	24.5	a.d.	a.d.
Tupras	TUPRS	331.8	371.6	12%	Al	12,795	49%	195	9.4	7.4	14.1	3.7	6.4
Elektrik Dağıtım									**8.0**	**11.3**	**8.5**	**3.6**	**3.3**
Enerjisa	ENJSA	119.3	140.0	17%	Tut	2,820	20%	9	8.0	11.3	8.5	3.6	3.3
Otomotiv & Beyaz Eşya									**7.5**	**9.0**	**6.7**	**8.2**	**5.4**
Arcelik	ARCLK	70.4	98.0	39%	Tut	952	18%	3	0.0	a.d.	a.d.	8.5	7.6
Dogus Otomotiv	DOAS	131.0	223.0	70%	Tut	577	39%	3	15.8	4.5	3.7	0.4	0.4
Ford Otosan	FROTO	67.9	121.0	78%	Al	4,766	18%	31	6.8	10.4	7.9	5.6	4.4
Tofas	TOASO	222.7	403.0	81%	Al	2,229	24%	19	9.3	7.7	4.8	15.7	7.8
Turk Traktor	TTRAK	369.8	592.0	60%	Tut	741	24%	1	9.2	18.7	15.6	8.2	6.2
Savunma									**0.2**	**30.8**	**27.5**	**20.3**	**16.0**
Aselsan	ASELS	329.0	491.9	50%	Al	30,029	26%	268	0.2	30.8	27.5	20.3	16.0
Perakende									**3.0**	**14.6**	**11.4**	**6.5**	**5.4**
Bim	BIMAS	369.3	613.0	66%	Al	8,869	68%	81	3.6	12.9	11.6	7.9	6.6
Sok Marketler	SOKM	53.8	84.0	56%	Al	638	51%	5	1.0	31.5	14.7	2.9	2.0
Migros	MGROS	452.5	816.0	80%	Al	1,640	51%	34	1.2	17.7	9.3	2.5	2.2
Mavi	MAVI	35.9	65.0	81%	Al	570	73%	4	2.4	12.9	10.5	2.3	2.0
Ebebek	EBEBK	78.0	124.0	59%	Al	250	25%	1	4.0	12.7	11.2	2.4	2.0
Cam ve Materyaller									**5.2**	**10.6**	**8.1**	**7.2**	**5.0**
Sisecam	SISE	35.4	56.9	61%	Tut	2,172	49%	47	2.3	8.7	5.9	7.6	4.6
Astor	ASTOR	149.3	431.0	189%	Al	2,982	43%	187	7.3	12.0	9.7	6.9	5.3
Havacılık									**1.3**	**5.9**	**5.0**	**4.8**	**3.5**
Pegasus Airlines	PGSUS	139.9	240.0	72%	Al	1,400	43%	26	0.0	a.d.	4.8	7.2	4.7
TAV Airports	TAVHL	291.0	459.0	58%	Al	2,116	48%	20	3.4	14.1	11.2	4.8	4.6
Turkish Airlines	THYAO	297.0	401.0	35%	Tut	8,204	50%	245	1.0	4.8	3.5	4.4	3.1
Gıda & İçecek									**4.1**	**7.8**	**7.1**	**4.9**	**4.5**
Anadolu Efes	AEFES	16.8	30.0	79%	Al	1,988	32%	17	3.7	7.8	7.3	4.6	4.3
Coca Cola Icecek	CCOLA	70.3	118.0	68%	Al	3,935	25%	10	3.7	8.2	7.6	5.2	4.8
Ulker Biskuvi	ULKER	79.5	156.0	96%	Al	588	44%	10	7.8	5.2	3.6	3.8	3.1
Sağlık									**0.0**	**11.1**	**9.6**	**5.0**	**4.7**
MLP Sağlık	MPARK	429.3	705.0	64%	Al	1,641	42%	6	0.0	11.1	9.6	5.0	4.7
Gayrimenkul									**5.1**	**3.4**	**3.8**	**6.2**	**5.4**
Rönesans Gayrimenkul	RGYAS	172.6	363.7	111%	Al	1,144	27%	8	5.1	3.4	3.8	6.2	5.4
Sigorta									**4.6**	**2.6**	**2.0**	**1.3**	**0.9**
AkSigorta	AKGRT	4.8	10.1	111%	Al	154	28%	1	0.0	2.6	1.7	1.0	0.7
Anadolu Sigorta	ANSGR	23.0	37.9	65%	Al	922	35%	2	6.0	2.5	2.0	1.1	0.7
Türkiye Sigorta	TURSG	3.5	10.0	183%	Al	1,413	24%	11	4.2	2.6	2.1	1.4	1.0
Araştırma Kapsamı				**52%**					**3.4**	**7.5**	**6.4**		
Bankalar Hariç Araştırma Kapsamı				**56%**					**3.4**	**10.8**	**9.3**	**9.2**	**7.6**

*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.