

2Ç26 finansalları ön görüşmesinden kısa notlar

Alkim Kimya (ALKIM TI)

Alkim Kimya ile 2 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- ABD-İran savaşı, sodyum sülfatta fiyat ve talebi olumlu etkiledi.
- Diğer yandan, sodyum sülfat tarafında Şirket'in bir müşterisindeki üretim duruşu hacim tarafında 16-17 bin ton olumsuz etki yarattı. Ancak, üretimin Temmuz ayında tekrar başlaması bekleniyor.
- Yılbaşında Şirket, sodyum sülfat tarafında 300-310 bin ton satış hacmi hedefliyordu. Müşterisindeki üretim duruşunun olumsuz etkisine karşılık ikinci yarıdaki performans ile birlikte hedefin halen gerçekleştirilebilir görüldüğü belirtildi.
- Potasyum sülfat tarafında ise olumlu görünüm söz konusu. 1Ç26'da 3.744 ton satış performansının ardından hacim 2Ç26'da 8 bin ton seviyesini geçti ve sodyum sülfat tarafındaki kaybın bir kısmı telafi edildi. Şirket yönetimi, potasyum sülfatta aylık 3 bin ton üretim temposunun tutturulmasını önemli görürken, potasyum sülfat için Ürdün'den ham madde alındığını ve tedarikte herhangi bir problem olmadığı ifade edildi. Ayrıca, Şirket'in potasyum sülfat üretiminde potasyum klorür oranını azaltma planı söz konusuydu. Şirket, gerçekleştirilen çalışmalarla bu oranı optimum seviyelere indirmeyi başarırken, orta vadede kimya segmentinde karlılığı olumlu etkilemesi beklenmektedir.
- Sonuç olarak, Nisan-Mayıs dönemi Şirket'in kimya işkolunda FAVÖK anlamında toparlanma dönemi olurken, mevcut görünüm, 2Ç26 döneminde 1Ç26 döneminden ve 2Y26'da da 1Y26'dan daha iyi finansal sonuçlara işaret ediyor.**
- Kağıt tarafında ise yeni yatırımın Ağustos-Eylül döneminde devreye alınabileceği ve 2026 yılı hacmine 20-25 bin ton civarında katkı sağlayabileceği belirtilirken, kağıt işkolunda da kimya işkoluna benzer şekilde 2Ç'de toparlanma kaydedildiği ifade edildi.

1Ç26 finansalları. Alkim Kimya 1Ç26 döneminde yıllık %7 azalışla 1.238 milyon TL satış geliri, -15 milyon TL FAVÖK ve 196 milyon TL net zarar (1Ç25: 144 milyon TL net zarar) açıklamıştı. Enflasyon muhasebesi nedeniyle 1Ç26 finansallarında, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 47 milyon TL'lik olumsuz etki oluşmuştu.

Alkim Kimya için 12-aylık hedef fiyatımız 23,00 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz ise TUT yönünde.

TAB Gıda (TABGD Tİ)

TAB Gıda ile 2 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- Şirket'in 2026 yılı için beklentileri i) enflasyonun %8-%10 üzerinde ciro büyümesi ii) restoran ağının %10'u kadar yeni restoran açılışı yönündeydi. Genel olarak yılın ilk 6 aylık performansı, yıllık hedeflerin içerisinde bulunuyor.
- Tüketimde şu ana kadar belirgin bir bozulma gözlenmedi. Makro tarafta yavaşlama riskinin bulunmasına karşın operasyonlara henüz belirgin şekilde yansımada.
- Hava koşulları ikinci çeyrekte beklentilerin altında kaldı. Özellikle Nisan-Mayıs dönemindeki soğuk ve yağışlı hava, restoran trafiğini sınırlandıran unsurlardan biri oldu. Ancak buna rağmen satışların beklentiler dahilinde olduğunu anlıyoruz.
- Ürün miksini geçen seneye paralel olması bekleniyor. Operasyonel marj görünümünde geçen yıla benzer bir görünüm beklenirken, vergi giderlerinin ilk çeyrekle paralel şekilde yüksek seyretmesi öngörülüyor.
- Buna ek olarak, hakim ortak TFI'nın 9-11 Haziran'da devrettiği 32,8 milyon lot adet payın satışına ilişkin süreçte öne çıkan gelişmeler:
- Haziran ayında gerçekleştirilen kaydıleştirme sonrasında yaklaşık 32,8 milyon lot serbest dolaşıma eklendi.
- Serbest dolaşıma geçen payların bir bölümü TFI yöneticileri veya eski ortaklar oluştururken, finansal yatırımcılar arasında yer alan EBRD ve ELQ Investors tarafından gerçekleştirilen blok satışlar takip edildi.
- EBRD ve ELQ Investors satışlarının ardından toplamda yaklaşık 24 milyon lot satılmış oldu.
- Yönetim, blok satışların büyük ölçüde tamamlandığını ve yaklaşık 3 hafta gibi kısa bir sürede gerçekleşen işlemlerin yabancı talebinin güçlü olduğuna işaret eden önemli bir gösterge olduğunu değerlendiriyor.

1Ç26 finansalları. TAB Gıda, 1Ç26 döneminde yıllık %14 artışla 13.150 milyon TL satış geliri, 2.235 milyon TL FAVÖK ve 224 milyon TL net kar (1Ç25: 406 milyon TL net kar) açıklamıştı. Enflasyon muhasebesi nedeniyle 1Ç26 finansallarında, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 170 milyon TL'lik olumsuz etki oluşmuştu.

Genel değerlendirmemiz: İlk yarı sonuçlarının Şirket'in yıllık beklentileriyle uyumlu gerçekleşmiş olması ve mevsim normallerinin altında gerçekleşen hava koşullarına karşın fiş adedi ve cirodaki büyümenin korunmasını olumlu değerlendiriyoruz. Şirket'in finansallarında önemli sezonsallık etkisinden ötürü 2. ve 3. çeyrek görünümelerini yakından izleyecek olup, hisse tarafında son dönemde baskıya neden olan pay devri ve blok satışlarının önemli ölçüde gerçekleşmesinin ardından artan fiili dolaşımın hisse likiditesi ile uluslararası yatırımcı erişimini desteklemesini orta vadede olumlu değerlendirmeye devam ediyoruz. TAB Gıda için 12-aylık hedef fiyatımız 375,00 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz ise AL yönünde.

Anadolu Hayat Emeklilik (ANHYT TI)

Anadolu Hayat Emeklilik ile 2 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- Geçtiğimiz aylarda prim üretiminde gözlenen görece ivme kaybı, Şirket'in hacim odaklı büyüme yerine kârlılık odaklı bir strateji izlemesinden kaynaklanmıştır. Haziran ayı itibarıyla ise bu tarafta toparlanma bekliyoruz.
- Şirket'in en yüksek marjlı ürün grubu olan kredili hayat sigortası branşında büyümenin hız kazanacağını öngörüyoruz. Bu toparlanma, hayat tarafının genel teknik kârlılığını yukarı taşıyacaktır. Özetle, hayat sigortacılığı segmenti teknik kârlılık anlamında güçlü görünümünü korumaktadır.
- BES tarafında fon büyüklüğü altın fiyatlarındaki hareketlilikten etkilenmiş olsa da segmentin gelir yaratma kabiliyeti devam etmektedir. Kaldı ki, emeklilik gelirlerinin toplam gelir tablosu içerisindeki payı halihazırda düşük seyretmektedir. Dolayısıyla, rakiplerin aksine bu segmentte kârlılığın korunacak olmasını önemli görüyoruz.
- Yılın ilk yarısına ait finansal sonuçlar olması vesilesiyle, Şirket'in Girişim Sermayesi Yatırım Fonu portföyünde bir yeniden değerlendirme artışı kaydedilmesi beklenmektedir. Bu kalemin toplam kârlılığa sağlayacağı katkı sınırlı kalacak olsa da net kârı destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

1Ç26 finansalları. Anadolu Hayat Emeklilik, 1Ç26 döneminde 624 milyon TL'lik vergi etkisine rağmen, yıllık bazda %59 artışla 1.661 milyon TL net kâr açıklamıştı. Operasyonel tarafa bakıldığında, emeklilik segmentinde teknik gelirin korunmayı başardığı görülmektedir. 1Ç26'da emeklilik teknik geliri yıllık %2, çeyreklik bazda ise %139 artış göstererek 185 milyon TL'ye ulaşmıştı. Hayat sigortası tarafında toplam prim üretimi, 1Ç26 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %29 artışla 5.676 milyon TL olarak gerçekleşmişti. Hayat segmentinde teknik gelir, prim büyümesinin üzerinde bir performans sergilemişti; bu dönemde hayat teknik geliri yıllık bazda %33 artışla yaklaşık 827 milyon TL seviyesine yükselmişti. 1Ç26 dönemi genel teknik bölüm dengesi (hayat dışı + hayat + emeklilik) incelendiğinde ise yıllık bazda %26 artış, çeyreklik bazda ise %23 azalışla 1.012 milyon TL seviyesinde gerçekleşmişti.

1Ç26 finansalları ardından açıklanan operasyonel veriler. Hayat sigortası segmentinde, EGM tarafından en son Mayıs ayı yönetilen varlık büyüklüğü verileri yayınlanmış durumda. Mayıs ayı itibarıyla toplam yönetilen varlık büyüklüğü, %67'lik artışla 2.047 milyar TL'ye yükseldi. Anadolu Hayat Emeklilik'in Mayıs ayı itibarıyla toplam yönetilen varlık büyüklüğü %63 artışla 345 milyar TL'ye ulaştı. Bu dönemde pazar payı %16,9 olarak gerçekleşti. Prim üretimi tarafında ise Ocak-Mayıs 2026 döneminde toplam brüt prim üretim rakamı geçen yılın aynı dönemine göre %60 artışla 9.6 milyar TL seviyesinde gerçekleşmişti. Şirket'in 2026 yılında 27.1 milyar TL prim üretimi gerçekleştirmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, Şirket'in açıklanan prim üretim rakamları beklentimizi %36 oranında karşılamaktadır.

Genel değerlendirmemiz: Yılın ilk yarısında prim üretimi beklediğimiz ivmelenmeyi tam olarak yakalayamamış olsa da gerek henüz açıklanmayan Haziran ayı verileri gerekse beklentilerimizdeki sapmanın sınırlı kalması sebebiyle, Anadolu Hayat Emeklilik'in güçlü bir büyüme potansiyeli barındırdığını değerlendiriyoruz. ANHYT için 2026 yılı beklentimiz, brüt prim üretimi 27 milyar TL ve 7,4 milyar TL net kar tahmini yönünde. Mevcut durumda, Anadolu Hayat Emeklilik için 12-aylık hedef fiyatımızı 168,86 TL, önerimizi AL yönünde koruyoruz. 2026 tahminlerimize göre ANHYT hissesi 6,0x F/K, 2,5x PD/DD ve 1,6x PD/Brüt Prim Üretimi çarpanları ile işlem görmektedir.

Sabancı Holding (SAHOL TI)

Sabancı Holding ile 3 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **Banka** segmentinde artan maliyetler ve beklenen faiz indirimlerinin gelmemesi nedeniyle çeyrek bazda zayıflama söz konusu.
- **Enerji** segmentinde ise üretim tarafında olumlu üretim kompozisyonu ve trading katkısı, dağıtım tarafında ise yeni tarife döneminin yansımaları ile olumlu bir dönem geride kaldı.
- **Sigorta** segmentinde Agesa tarafında işler iyi giderken, Aksigorta'da toparlanma süreci devam ediyor.
- **Çimento** segmentinde Akçansa'nın son defa konsolide edileceği ve satışı kaynaklı tek seferlik gelirin yazılacağı çeyrek olacak iken Çimsa tarafında içeride yüksek baz etkisine rağmen yurt dışı operasyonlarında olumlu performans izleniyor.
- **Lastik** segmentinde toparlanma gözleniyor ve operasyonel olarak en iyi giden işkollarından biri, ancak Rekabet Kurulu cezası nedeniyle kaydedilecek tek seferlik gider net karda baskı unsuru konumunda bulunuyor.

1Ç26 finansalları. Sabancı Holding 1Ç26 döneminde çeyrek bazda %94 azalışla 318 milyon TL seviyesinde konsolide net kar açıklamıştı (1Ç25: 3.847 milyon TL net zarar, 4Ç25: 5.080 milyon TL net kar). Enflasyon muhasebesi nedeniyle 1Ç26 finansallarında, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 13.991 milyon TL'lik olumsuz etki oluşmuştu.

Sabancı Holding'in net aktif değerini yaklaşık 438 milyar TL olarak hesaplıyoruz. Son kapanışa göre net aktif değer iskontosu %53 seviyesinde bulunuyor.

Sabancı Holding'i *güçlü bilanço yapısı, orta vadeli hedefleri, yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımlar (enerji ve iklim teknolojileri, malzeme teknolojileri ve dijital gibi) ve kesintisiz temettü ödemesi* dolayısıyla beğeniyoruz. **Sabancı Holding için 12-aylık hedef fiyatımız 151,59 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz AL yönünde.**

Şok Marketler (SOKM TI)

Şok Marketler ile 3 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- İlk çeyrekte gördüğümüz indirim (discount) marketlerin pazar payı kazanımının bu dönemde de devam etmesi sonucunda Şirket'in reel anlamda büyümesini devam ettirdiğini ve sonuç olarak %6-%6,5 seviyelerinde büyüdüğünü değerlendiriyoruz.
- Like-for-Like büyümenin bileşenlerine baktığımızda; promosyonların ve fiyat rekabetinin devam ettiği çeyrekte sepet büyümelerinin nominal olarak ilk çeyreğin altında gerçekleştiğini ön görürken, mağaza trafiğinin iyileşmesiyle birlikte toplamda ilk çeyreğe benzer bir performansın gerçekleştiğini düşünüyoruz.
- Şok 2.0'ların toplam ciro içerisindeki payının 6A26 döneminde %10 seviyelerine yaklaşmasını bekliyoruz.
- 2Ç26 döneminde stok optimizasyonu sağlanarak net işletme sermayesi yönetiminin ve nakit akışın güçlendirildiğini değerlendiriyoruz.
- Şirket'in TMS29'suz FAVÖK marjının genişlemesini ön görürken, TMS29'lu rakamlarda ise FAVÖK marjının 2Ç25'e yakın veya paralel bir şekilde sonuçlanmasını bekliyoruz.

1Ç26 finansalları. Şok Marketler, 1Ç26'da 76.316 milyon TL gelir, 456 milyon TL FAVÖK ve 736 milyon TL net zarar açıkladı. 1Ç26 finansallarında, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 5.152 milyon TL'lik olumlu etki oluştu.

Genel değerlendirmemiz: Alım gücünün azalması sonucunda indirim (discount) marketlerin daha fazla öne çıktığını görmeye devam ediyoruz. Reel büyümeyi olumlu karşılarken, TMS29 stok değerlendirme düzeltmeleri sonucunda FAVÖK tarafında hafif baskı görülebilme ihtimalini ise sınırlı olumsuz olarak değerlendiriyoruz. Şok Marketler için 12-aylık hedef fiyatımızı 80,00 TL seviyesinde, önerimiz ise AL yönündedir.

Petkim (PETKM Tİ)

Petkim ile 3 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- 1Ç26 finansallarının ardından, Mart ayında başlayan jeopolitik gerginliklerin petrol ve petrol türevi ürün fiyatlarında yarattığı yukarı yönlü hareketin pozitif etkilerinin yılın ikinci çeyreğinde finansallara yansıtacağı paylaşılmıştı. Bu doğrultuda, 2Ç26 döneminde kârlılıkta belirgin bir artış görmeyi bekliyoruz. Şirket'in 2026 yılı için paylaştığı 100 milyon dolar seviyesindeki FAVÖK hedefinin büyük bir kısmının bu çeyrekte realize olacağını öngörmekteyiz.
- Nafta fiyatlarındaki gerilemeye karşın, nihai ürün fiyatlarındaki düşüşün daha sınırlı kalması dolayısıyla, Petkim'in kârlılığı üzerindeki olumlu etkinin yılın üçüncü çeyreğinde de hafif seyrile devam etmesini bekliyoruz. Üçüncü çeyreğe girdiğimiz bu dönemde, aromatikler grubunda yer alan benzen fiyatlarındaki geri çekilmenin yavaş kaldığı görülmektedir. Sezonsal olarak rafinelerin benzin üretimini artırması, benzen tarafındaki üretimin azalmasına ve arz-talep dengesi kaynaklı fiyatların bu çeyrekte de dirençli kalmasını desteklemektedir.
- Hatırlanacağı üzere, 1Ç26 döneminde hammadde fiyatlarındaki yükseliş şirket tarafında güçlü bir stok kârı yaratmıştı. 2Ç26 döneminde ise nafta kapanış fiyatlarındaki gerilemeye paralel olarak bu etkinin kısmen tersine dönmesini (stok zararı oluşmasını) bekliyoruz. Ancak, ikinci çeyrek genelinde nafta fiyatlarındaki düşüşün nispeten ılımlı seyrettiğini de not etmek gerekir. Diğer taraftan STAR Rafinerisi'nde, uygulanan başarılı hedge stratejileri sayesinde herhangi bir stok zararı oluşmasını beklemeyiz; dönem boyunca güçlü seyreden ürün marjlarının brüt kârlılığı desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz.

1Ç26 finansalları. Şirket'in 1Ç26 döneminde toplam satış gelirleri yıllık bazda %17 artarak 26.995 milyon TL seviyesinde gerçekleşmişti. Bu dönemde toplam üretim %0,3 artışla 601.142 ton olurken, satış hacmi %31,3 artışa 583.286 ton olmuştu. Kapasite kullanım oranı ise %65,5 seviyesindeydi (1Ç25: %66,3). 4Ç25'te 158 USD/ ton olan etilen-nafta makası, %36 artışla 1Ç26'da 214 USD/ ton'a yükselmişti. Platts endeksinde bir önceki çeyreğe göre %22'lik artış yaşandı. 1Ç26 döneminde brüt kar 4 milyon TL seviyesinde, FAVÖK ise 163 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Star Rafineri katkısı 1Ç26 döneminde 36 milyon USD olurken, net karı desteklemişti. Şirket, bu dönemde 306 milyon TL net kar açıkladı. Net kar, piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşmişti.

Son dönem gelişmeleri: 3 Temmuz 2026 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan tebliğ uyarınca, normal şartlarda 14 Temmuz 2026'da sona erecek olan ABD ve Almanya menşeli PVC-S ithalatına yönelik anti-damping vergisine (%7,93) karşı Petkim'in başvurusuyla "Nihai Gözden Geçirme Soruşturması" başlatılmıştır. Yaklaşık 12-18 ay sürmesi beklenen bu yasal süreç boyunca mevcut vergilerin yürürlükte kalacak olması, Petkim'in PVC ürün grubundaki pazar pozisyonunu kısa vadede korumaya devam edecektir. Diğer taraftan, 1 Temmuz 2026 itibarıyla yürürlüğe giren ve ABD menşeli polimerlerin AB pazarına gümrüksüz girişine imkan tanıyan yeni AB tarife düzenlemesini orta-uzun vade için önemli risk unsuru olarak takip ediyoruz. ABD'nin yüksek rekabet gücüne sahip olduğu Polietilen (PE) ve Polipropilen (PP) odağındaki bu muafiyet, AB'li üreticilerin hammadde maliyetlerini düşürerek Türkiye'nin AB'ye yönelik plastik mamul ihracatını zorlaştırabilir. Ayrıca, AB üzerinden menşe değiştirerek iç pazara yönelebilecek vergisiz PE hammaddelerin yaratacağı olası haksız rekabete karşı Ticaret Bakanlığı tarafından alınacak önlemler, Petkim'in yerel piyasadaki fiyatlama gücü açısından belirleyici olacaktır.

Genel değerlendirmemiz: Petkim'in yılın ikinci çeyreğinde oldukça güçlü finansal sonuçlar açıklamasını beklerken; aromatik grubundaki fiyat geri çekilmesinin, nafta fiyatlarındaki düşüşün gerisinde kalmasından kaynaklanan olumlu etkinin, sınırlı da olsa üçüncü çeyreğe yansıtacağını öngörüyoruz. Öte yandan, konjonktürün ve üretim tesisinin yapısal özelliklerinin uzun vadede şirket için dezavantaj yaratmaya devam ettiğini hatırlatmak isteriz. Petkim için 12-aylık hedef fiyatımızı 21,00 TL, önerimizi de TUT yönünde sürdürüyoruz.

Alarko Holding (ALARK TI)

Alarko Holding ile 6 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **Enerji** işkolunda devri dolayısıyla son kez bilançoda yer alacak olan üretim tarafında düşük elektrik fiyatları nedeniyle zayıf sezon geçerken, dağıtım tarafında beklentilerle uyumlu bir dönem geride kaldı. Holding yatırımlarına devam ederken, yıl sonunda 1 milyar USD varlık tabanına ulaşma hedefinde bir değişiklik bulunmuyor. Ayrıca, elektrik üretim ve dağıtım işkollarının takas işleminin eş değere yakın olması dolayısıyla tek seferlik gelir veya gider yaratması beklenmemekle birlikte bu durumun kesin olmadığını ve bağımsız denetim sonucunda belli olacağını belirtelim.
- **Tarım** işkolunda yurt içi ve yurt dışında toplam 1.500 dönümde operasyonlar devam ederken, Holding operasyonel iyileştirme çalışmalarını sürdürüyor. Bunun sonucunda da kesin tahminimiz olmamakla birlikte tarım işkolunun 2Ç'de daha iyi FAVÖK ve daha düşük net zarar açıklayabileceği düşüncesindeyiz.
- **GYO** işkolunda Bodrum otelinin açılışı için çalışmalar devam ediyor. Ayrıca, GYO tarafında Haziran ayı ortasında %200 oranında bedelli sermaye artırım kararı alındığını hatırlatalım.
- **Havacılık** işkolunda ilk uçağın dönüşümü tamamlanıp hazır hale gelirken, yıl sonuna kadar lisansının alınması ve satışının gerçekleştirilmesi bekleniyor.

1Ç26 finansalları. Alarko Holding 1Ç26 döneminde 153 milyon TL seviyesinde konsolide net kar açıklamıştı. Enflasyon muhasebesi nedeniyle 1Ç26 finansallarında, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 1.470 milyon TL'lik olumlu etki oluşmuştu.

Alarko Holding için 12-aylık hedef fiyatımız 141,82 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz AL yönünde. 2026 tahminlerimize göre ALARK hissesi 0,5x PD/DD çarpanı ile işlem görmektedir.

Türk Hava Yolları (THYAO TI)

Türk Hava Yolları ile 6 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantı sonrasında derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- 2Ç26'ya dair ilk görüşlerimiz.** Artan jeopolitik risklerin gölgesinde başlayan 2Ç26 döneminin, Türk Hava Yolları için jeopolitik konum ve filo kompozisyonu avantajlarının etkin kullanıldığı bir çeyrek olarak tamamlandığını değerlendiriyoruz. Takip ettiğimiz trafik verileri, Şirket'in Asya odaklı büyüme stratejisinin sağladığı avantajları net bir şekilde ortaya koymaktadır. Şirket, bu stratejisine ek olarak Körfez merkezli hava yollarından aldığı geçici pazar payı ile büyümesini daha da güçlendirmiştir. Artan birim gelirlerin ve Orta Doğu dışındaki pazarlarda yolcu sayısı ile kapasite artışının, ciro performansını desteklemesini bekliyoruz. Buna ek olarak kargo tarafında; hem artan hacim hem de yükselen birim gelirler, ciro artışına ivme kazandıracaktır. **Öncü beklentilerimiz, yolcu gelirinde %15'lik büyümeyle 5,7 milyar dolar, kargo tarafında ise 1,2 milyar dolara yaklaşan ciroya işaret etmektedir.** Ciro tarafındaki bu olumlu görünümün, karlılık üzerinde artan yakıt fiyatlarından kaynaklanan baskıyı kısmen sınırladığını gözlemliyoruz. 2Ç25 döneminde ortalama 66,7 dolar olan Brent petrol fiyatları, 2Ç26 döneminde 96,7 dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu durum neticesinde, yakıt giderlerinin geçen yılın aynı dönemine kıyasla iki katına yaklaşan bir artış göstereceğini öngörmekteyiz.
- 2Ç26 dönemine yönelik öncü beklentilerimiz, 7,1 milyar dolar ciro ve 879 milyon dolar FAVKÖK (EBITDAR) yönündedir.** Bu tahminlerimiz, yıllık bazda yaklaşık %18'lik ciro büyümesine ve %12,4 seviyesinde bir FAVKÖK marjına işaret etmektedir. Hatırlanacağı üzere Şirket, 1Ç26 finansal sonuçlarının ardından 2Ç26'ya yönelik kendi öngörülerini paylaşmıştı. Türk Hava Yolları'nın 2Ç26 beklentileri; bölgedeki jeopolitik gelişmeler ve artan yakıt maliyetlerinin gölgesinde şekillenmekteydi. Yönetim, bu çeyrekte yolcu kapasitesinin ve taşınan yolcu sayısının geçen yılın aynı dönemine göre yatay seviyede gerçekleşeceğini öngörmüştü. Bu durum, daha önceki %9'luk büyüme hedefinde geri adıma ve daha ölçülü bir duruşa işaret etmekteydi. Şirket tarafında, yakıt hariç birim maliyetlerin (Ex-fuel CASK) yıllık bazda %10-14 aralığında artması beklenirken; kargo ve yolcu birim gelirlerindeki iyileşmelerin desteğiyle toplam gelirlerde %11-12 oranında artış öngörülmekteydi. Gecikmeli etkileri görülen yakıt maliyetlerinin baskısı bu dönemde daha belirgin hale geleceğinden, yönlendirmede FAVKÖK marjının %2-8 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmişti. Özetle, modelimizden elde ettiğimiz öncü tahminler, şirketin paylaştığı ilk yönlendirmelerin üzerinde performansa işaret etmektedir.
- Yaşanan jeopolitik gelişmeler sonrasında Türk Hava Yolları için model dinamiklerimiz değişti.** 2025 yıl sonunda paylaştığımız güncelleme notunda, 2026 beklentilerimizin temel dayanaklarından biri "artan rekabet paralelinde birim gelirlerin baskılanmaya devam etmesi" yönündeydi. Ancak, mevcut konjonktüre baktığımızda, 2026 yılının ana hikayesinin değiştiğini görüyoruz. Artan yakıt maliyetlerine karşın; Türk Hava Yolları'nın elde ettiği jeopolitik avantaj ve esnek filo yapısı sayesinde birim gelirlerde artış ve güçlü kargo operasyonları ön plana çıkmaktadır. Bunun yanı sıra, 2026 yılı stratejimizin temelini oluşturan Asya operasyonlarındaki büyüme hedefinin, bu jeopolitik gerginlikle birlikte şirket için daha büyük bir avantaja dönüştüğünü gözlemledik. Değişen konjonktür paralelinde, mevcut modelimizin ciro tarafında önemli büyümeye işaret edeceğini; bu güçlü ciro performansı sayesinde de maliyet baskısı kaynaklı FAVKÖK (EBITDAR) marjındaki negatif durumun büyük oranda telafi edileceğini şimdiden söyleyebiliriz.

1Ç26 finansalları. Türk Hava Yolları, 1Ç26 döneminde 5.916 milyon USD gelir açıklamıştı. Bu dönemde toplam yolcu sayısı yıllık %12,7 artışla 21,3 milyon yolcuya ulaşırken, yolcu gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %19,9 artış göstermişti. Kargo segmenti ise piyasa arzında meydana gelen daralmadan pozitif etkilenmişti. Taşınan kargo hacmi 1Ç26 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %14,8 artış kaydederken, kargo gelirleri birim gelirlerdeki güçlü büyümeyle %29,5 artmıştı. Böylece toplam gelirler, 1Ç26'da yıllık bazda %21,1 artış göstermişti. 2023 yılından itibaren süreci değerlendirdiğimizde; 1Ç23 dönemindeki %43'lük büyümenin ardından, 1Ç26'da kaydedilen %21'lik bu artış, tarihsel olarak en yüksek ikinci birinci çeyrek büyümesi olarak kayıtlara geçmişti. FAVÖK geçen yılın aynı dönemine göre %17,5 artarak 591 milyon USD'ye yükselirken, FAVKÖK ise bu dönemde %15,8 artışla 769 milyon USD olarak gerçekleşmişti. 1Ç25 dönemindeki net zarar pozisyonunun ardından, 1Ç26 döneminde 226 milyon USD net kâr elde edilmiş; yatırım portföyünün performansı da net kârı olumlu yönde desteklemişti.

Genel değerlendirmemiz: Mart ayında yaşanan jeopolitik gerginliklere rağmen Şirket, yıla stratejik konum avantajıyla başlamış ve yıllık bazda en güçlü büyüme performanslarından birini sergilemişti. Yılın ilk yarısına bakıldığında bu olumlu etkinin sarsılmadan sürdüğü gözlemlenmekte. Nisan ayı trafik verilerinin ardından modelimizde revizyon hakkımızı saklı tutmakla beraber; Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 404,90 TL seviyesinde korumuş, buna karşın hisse önerimizi AL yönünden "Gözden Geçiriliyor" olarak revize etmiştik. 2026 yılı geneli için beklentimiz; Şirket'in 25,6 milyar USD satış geliri, 5,1 milyar USD FAVÖK ve 2,6 milyar USD net kâr açıklaması yönündeydi. Mevcut konjonktür ciro tahminlerimizde yukarı yönlü bir revizyon ihtiyacını ortaya koyarken, FAVÖK beklentimizin ise mevcut seviyelerde kalacağına işaret etmektedir.

Doğan Holding (DOHOL TI)

Doğan Holding ile yakın zamanda son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **Enerji segmentinde** PTF'nin zayıf seyri ve üretim rakamlarının geçen yılın aynı dönemine göre azalış göstermesi paralelinde reel büyüme beklemezken, maliyetlerin ağırlıklı olarak sabit gider tabanlı olması kaynaklı karlılık rakamlarının baskı görmesini bekleriz. Öyle ki çeyreklik enerji bültenimizde EPIAŞ verilerine göre, Şirket'in 2Ç26 döneminde yaklaşık 173.707 MWh elektrik üretimi gerçekleştirdiğini hesaplamaktayız. Bu dönemde elektrik üretimi bir önceki çeyreğe göre %33, geçen yılın aynı dönemine göre ise %13 azalış göstermiştir.
- **Maden segmentinde** Gümüştaş; yıl başında 2026 tüm yıl için paylaşılan minimum %40 gelir büyümesi ve %40-50 FAVÖK marjı beklentilerine kıyasla, yılın ilk çeyreğinde geçen senenin aynı dönemine göre %141 gelir büyümesi ve %58 FAVÖK marjı kaydetmişti. Şirket, yıllık cevher üretimi hedefleri paralelinde ilk çeyrekte %36 üretim artışı gerçekleştirmişti. Yılın ikinci çeyreğinde de enflasyonun üzerinde bir gelir üretimi beklerken, FAVÖK marjının ise Şirket beklentileri dahilinde gerçekleşmesini öngörmekteyiz. Yılın ilk çeyreğinde 10 milyon dolar yatırım harcaması yapan şirketin, 2026 yılı bütünü için işaret edilen 70 milyon doların üzerindeki toplam CAPEX planının ikinci çeyrekte de takvime uygun şekilde devam etmesini beklemekteyiz. Öyle ki Şirket, bir maden ocağında DMS yatırımı nedeniyle üretim azalması yaşarken, diğer maden ocaklarında üretim faaliyetlerini kesintisiz sürdürmüştür.
- **Finans segmentinde** olumlu seyrin devam etmesini bekliyoruz. Hepiyi Sigorta tarafında prim üretimindeki artış trendi 2Ç döneminde bir önceki çeyreğe göre ivme kazanmıştır. Buna ek olarak, 1 Temmuz'da yürürlüğe giren Zorunlu Trafik Sigortası'ndaki değişiklik, şirketin halihazırda değer düşüş tazminatı ödemesi gerçekleştiriyor olması sebebiyle ek bir yükümlülük doğurmayacaktır. Grubun diğer iştirakleri Doruk Faktöring ve Doğan Yatırım Bankası tarafında da operasyonel ve finansal açıdan pozitif görünüm korunmaktadır.
- **Karel tarafında** bir süredir gözlemlediğimiz toparlanma eğiliminin bu çeyrekte de devam etmesini bekleriz. Ciro tarafında reel büyüme görmeyi öngörürken, operasyonel verimliliğin artmasıyla birlikte FAVÖK marjının da iyileşmeye devam etmesini beklemekteyiz.
- **Doğan Trend Otomotiv tarafında** ise otomotiv pazarındaki genel görünümle uyumlu olarak, satış adetlerinin geçen yılın aynı dönemine paralel, zayıf ve yatay seyrini sürdürmesini bekliyoruz.
- **Konsolide sonuçlar genelinde** ise; enerji segmentindeki zayıf fiyatlama ve üretim hacmindeki gerileme ile otomotiv tarafındaki durgunluğun, maden ve finans segmentlerindeki güçlü performans ile Karel'deki toparlanma tarafından dengeleneceğini öngörüyoruz. Bu dinamikler ışığında, Doğan Holding'in 2Ç26 döneminde konsolide ciroda yatay bir seyir beklerken, FAVÖK tarafında ise büyümenin devam etmesini öngörmekteyiz.

1Ç26 finansalları. Holding'in satış geliri 1Ç26 döneminde %2 azalışla 23.932 milyon TL düzeyinde gerçekleşmişti. Madencilik, yatırım bankası ve faktoring iş kolları büyümenin ana dinamiklerini oluştururken, Ditaş çıkışına ek olarak Doğan Trend Otomotiv ve Hepiyi Sigorta satış geliri üzerinde baskı oluşturmuştu. FAVÖK, 1Ç26 döneminde %142 artışla 2.626 milyon TL seviyesine ulaşırken, FAVÖK marjında 6,5 puanlık iyileşme gerçekleşmişti. Maden iş kolundan gelen güçlü katkı, Karel'in operasyonel dönüşümü ve kısmen toparlanma gösteren otomotiv iş kolu karlılık artışını desteklemişti. 1Ç25 döneminde 680 milyon TL olan net zarar pozisyonu bu dönemde kar tarafına geçerken Holding, 1Ç26 döneminde 334 milyon TL net kar açıklamıştı.

Doğan Holding için 12-aylık hedef fiyatımız 31,90 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz AL yönünde. Hisse, yılbaşından bu yana BIST 100 endeksinin %5 altında performans sergilemiştir.

MLP Sağlık (MPARK TI)

MLP Sağlık ile yakın zamanda son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **2Ç26'da ayaktan ve yatan hasta trafiğinde artış kaydedilirken, Mayıs ayında bayram tatili nedeniyle iş günü sayısındaki azalışa rağmen operasyonel görünüm beklentilerle uyumlu seyretti.** Bu çeyrekte yabancı sağlık turizmi segmenti, kur ve yüksek baz etkileriyle görece daha zayıf bir performans sergiledi. 2. çeyrek finansallarında yıllık bazda ciroda tek hane, FAVÖK'te ise iki haneli reel büyüme öngörüyoruz.
- 1 Temmuz 2026'ya kadar tüm hekimlerin bordrolu istihdam edilmesine yönelik düzenleme süreci Haziran ayında tamamlandı. Söz konusu düzenlemenin operasyonel etkilerinin yılın ikinci yarısında daha belirgin hissedilmesini bekliyoruz. Bu kapsamda 3Ç26'da marjlarda kısmen baskı, 4Ç'de ise daha yatay bir görünüm beklemek yanlış olmaz.
- 12.05.2026'da KAP açıklamasında yer alan arsa satışına ilişkin varlık satış zararının, açıklandığı tarih itibarıyla 166 milyon TL olduğu buradaki etkinin ise enflasyon muhasebesi, vergi ve diğer kalemlerin etkisiyle birlikte 2Ç26 finansallarında negatif etki etmesi bekleniyor. Buna ek olarak, 1Ç26 finansallarında VUK değişikliği kaynaklı 182 milyon TL ertelenmiş vergi geliri bulunurken, bu etkinin 2Ç26 finansallarında normalleşmesini bekliyoruz.

1Ç26 finansalları. MLP Sağlık'ın satış geliri 1Ç26 döneminde yıllık %6 artışla 16.252 milyon TL düzeyinde gerçekleşti. Yurt içi hasta hasılatı 1Ç26'da %5,6 arttı. Yatan hasta hasılatı 1Ç26'da %4,4, ayaktan hasta hasılatı ise %6,9 büyüdü. Bu dönemde, yabancı sağlık turizmi hasılatında %4,0'lük artış kaydedilmesi de toplam hasılatı destekleyici etki etti. Üniversite hastanelerinden elde edilen yönetim danışmanlığı gelirlerinin artışı ile diğer yan iş kolları ise %12,2 arttı. FAVÖK, 1Ç26 döneminde %25 artışla 4.810 milyon TL seviyesine ulaşırken, FAVÖK marjında 4,6 puanlık iyileşme gerçekleşti. 1Ç26 döneminde, 1.668 milyon TL net kar açıkladı.

2Ç26'da operasyonel görünümdeki seyrin koruduğu işaret edilmektedir. Ayaktan ve yatan hasta trafiğindeki artış ile ciro ve FAVÖK tarafında beklenen reel büyüme operasyonel performansı desteklerken, ertelenmiş vergi gelirin normalleşmesi nedeniyle net kar tarafının operasyonel performansa kıyasla daha sınırlı gerçekleşmesi beklenmektedir. Öte yandan, yılın başında gerçekleştirilen SUT güncellemeleri ile beklenti üzerinde gerçekleşen TTB 2026 yılı 2. dönem katsayı artışının gelirler üzerindeki olumlu etkisinin yılın ikinci yarısında daha belirgin hissedilmesi beklenirken, doktor bordrolaşma sürecinin tamamlanarak regülasyonla tam uyum sağlanmış olması da operasyonel görünümü destekleyen unsurlar arasında öne çıkmaktadır. MLP Sağlık için 12-aylık hedef fiyatımız 640,00 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz AL yönünde bulunuyor.

Coca Cola İçecek (COLA TI)

Coca Cola İçecek ile 7 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirildi. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- Türkiye operasyonları satış hacminde geçen senenin aynı dönemine kıyasla hafif düşüş görüleceği belirtilirken, ürün karması ve karlılığı destekleyen segmentlerin önceliklendirilmeye devam edildiği ifade edildi.
- Özbekistan’da ve Kazakistan’da satış hacimlerinde çift haneli büyümelerinin devam ettiği ve güçlü talep görünümünün devam ettiği aktarıldı.
- Şirket’in en önemli pazarlarından biri olan Pakistan’da olumlu gelişmelerin görüldüğünü ve buna bağlı olarak çift haneli seviyelerde büyüme görüldüğü belirtildi.
- Irak pazarında ise ilk çeyrekte daralma görülmüştü. Bu çeyrekte ise savaşın olumsuz yansımalarına rağmen satış hacminin yatay seviyede gerçekleştiği ifade edildi.

1Ç26 finansalları. Coca Cola İçecek, 1Ç26’da 52.369 milyon TL gelir, 8.992 milyon TL FAVÖK ve 5.237 milyon TL net kar açıkladı. 1Ç26 finansallarında, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 3.130 milyon TL’lik olumlu etki oluştu.

Genel değerlendirmemiz: COLA’yı operasyonel ve finansal açıdan beğenmeye devam ediyoruz. 2Ç26 verilerine baktığımızda özellikle yurt dışı pazarlardaki performansların finansalları destekleyeceğini ve buna bağlı olarak brüt kar marjı ve FAVÖK marjında iyileşme görüleceğini ön görüyoruz. Ayrıca, Şirket’in en güçlü iki çeyreğinden biri olması sebebiyle bu olumlu gelişmelerin hisse fiyatını desteklemesini bekleriz. Coca Cola İçecek için 12-aylık hedef fiyatımız 108,57 TL, önerimiz ise AL şeklindedir.

Anadolu Grubu Holding (AGHOL TI)

Anadolu Grubu Holding ile 8 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **Meşrubat:** Satış hacminde Türkiye pazarında sınırlı daralma, yurt dışı pazarlarda ise güçlü talebin etkisiyle reel büyümelerin devam ettiğini anlıyoruz. CCOLA için hazırladığımız kısa notta da belirttiğimiz gibi FAVÖK marjında da iyileşme bekliyoruz.
- **Bira:** Satış hacminde Türkiye pazarında daralma beklenmekle birlikte, Türkiye pazarında yeni lansmanların odağa alındığı ve dolayısıyla müşteri alışkanlığının olgunlaşmasının gerektiği belirtildi. Yurt dışı pazarlar ise hem hacim hem de marjlar yönünden stabil bir seyir izlendiğini düşünüyoruz. Bira tarafının finansal açıdan odağında ise nakit akışını iyileştirme ve net borç/FAVÖK rasyosunu kontrol altına alma ve geriye çekme bulunmaktadır.
- **Perakende:** Satın alma gücüne bağlı olarak promosyonların ve fiyat rekabetinin devam ettiği anlaşılmaktadır. Buna bağlı olarak, brüt kar marjında baskı görülebileceğini fakat alt taraftaki operasyonel maliyetlerin yönetimi sayesinde FAVÖK marjının geçen seneye benzer seviyelerde gerçekleşebileceğini değerlendiriyoruz. Capex ve işletme sermayesi yönetiminin de katkısıyla birlikte nakit akışının destekleneceği bir çeyrek olması beklenmektedir.
- **Diğer:** ASUZU tarafında kademeli bir şekilde toparlanma ve ADEL tarafında ise operasyonel açıdan geçen seneye kıyasla olumlu trendin gözlemlendiği bir çeyrek olduğunu anlıyoruz.

Genel değerlendirmemiz: AGHOL hisse performansı açısından CCOLA'nın güçlü katkısının destekleyici olmasını beklerken, MGROS'un katkısının ise CCOLA'ya kıyasla daha sınırlı kalabileceğini değerlendiriyoruz. Bira grubu, ASUZU ve ADEL'in ise Holding NAD içerisindeki payının daha sınırlı olması sebebiyle olumlu/olumsuz katkılarının sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Hisse, yıl başından itibaren BIST 100 endeksinin %8 altında performans göstermiştir. Son kapanış verilerine göre Holding NAD iskontosu %34 seviyesinden işlem görmektedir.

Koton (KOTON TI)

Koton ile 8 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **2Ç26’da yurt içi talebin yılın ilk çeyreğine kıyasla daha zayıf seyrettiğini değerlendiriyoruz.** Nisan ayında satış büyümesi enflasyona paralel gerçekleşirken, Mayıs ayında bayram takvimi nedeniyle güçlü bir performans öne çıktı. Haziran ayında ise bayram etkisinin ortadan kalkmasıyla yurt içi satışlarda yavaşlama yaşandığını öngörüyoruz.
- **2Ç26’da ilk izlenimlerimize göre, yurt içi mağazacılık gelirlerinin enflasyonun altında kalmasını bekliyoruz.** E-ticaret ve toptan satış kanallarının katkısıyla konsolide ciro büyümesinin enflasyona paralel veya yaklaşık 1-2 puan reel daralma seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Yurt dışı operasyonlarının ise finansallara sınırlı olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz.
- **Geçen yılın yüksek baz etkisi nedeniyle 2Ç26’da brüt kar marjının 2Ç25 seviyesinin altında kalmasını bekliyoruz.** Enflasyonun altında yapılan stok alımlarının olumlu etkisinin devam etmesini, ancak geçen yıl kadar güçlü olmamasını; artan operasyonel maliyetlerin ise marjlar üzerinde baskı oluşturmalarını öngörüyoruz. Kur hareketlerinden kaynaklanan kur farkı gelirlerinin de geçen yılın altında kalmasını bekliyoruz.
- **Körfez bölgesinde yaşanan jeopolitik gerilime rağmen mağaza açılışları devam ederken, bölgede USD bazında ciddi büyümeler beklenmektedir.** GCC bölgesi operasyonlarının toplam ciro içerisindeki düşük payı nedeniyle finansallar üzerinde etkinin sınırlı kalacağını anlıyoruz.

1Ç26 finansalları. Koton’un satış geliri 1Ç26 döneminde yıllık %1 azalışla 8.282 milyon TL düzeyinde gerçekleşti. FAVÖK, 1Ç26 döneminde %221 artışla 1.509 milyon TL seviyesine ulaşırken, FAVÖK marjında 12,6 puanlık iyileşme gerçekleşti. 1Ç26 döneminde, 278 milyon TL net zarar açıkladı.

Genel değerlendirmemiz: 2Ç26’da bayram ve sezon etkileri nedeniyle çeyrek içinde dalgalı bir operasyonel görünüm öngörüyoruz. Yurt içi mağazacılıkta enflasyonun altında büyüme beklememize karşın, e-ticaret ve toptan satış kanallarının katkısıyla konsolide ciro büyümesinin enflasyona yakın gerçekleşmesini bekliyoruz. Geçen yılın yüksek baz etkisi ve artan maliyetler nedeniyle brüt kar marjında yıllık bazda normalleşme öngörmekteyiz. Bu çerçevede, 2Ç26 finansallarının geçen yılın güçlü bazına kıyasla daha zayıf ancak sektör görünümüne göre görece dirençli bir performansa işaret edeceğini düşünüyoruz. Hisse, yıl başından itibaren BIST 100 endeksinin %17 altında performans göstermiştir. Şirket, Araştırma kapsamımızda yer almamakta olup, herhangi bir öneri ve hedef fiyatımız söz konusu değildir.

Hektaş (HEKTS TI)

Hektaş ile 8 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- 2026 yılının ikinci çeyreğinin genel itibarıyla tarım sektörü açısından iyi geçtiği ve yağışların artmasının tarımsal ürün kullanımını desteklediği belirtildi.
- Ayrıca, 1 Temmuz itibarıyla ülke genelinde B-Reçete (Bitki Reçetesi) sistemi uygulamaya alınırken, zirai ilaç satışı ve uygulaması dijital olarak izlenmeye başlandı. Söz konusu durum da talebin öne çekilmesini sağladı.
- OYAK'ın hisse satış sürecinin tamamlandığı ve satış kaynaklı nakdin sermaye avansı olarak 2Ç26 finansallarına yansıtacağı ifade edildi.
- Hektaş'ın Özbekistan'da hayata geçireceği yatırımın planlandığı şekilde ilerlediği belirtildi.
- 6 aylık sonuçlara ilişkin kesin olmayan ilk tahminlerimiz, cironun 4,5 milyar TL'ye yaklaşabileceği ve FAVÖK'ün ilk çeyreğe yakın seviyelerde gerçekleşebileceği yönünde.
- Diğer yandan, **hatırlanacağı üzere, Resmi Gazete'de yayımlanan tebliğ ile 2027 yılından itibaren belirli şirketler için kurumlar vergisi oranı %25'ten %12,5'e indirilmiştir.** Söz konusu durumun, yıllar itibarıyla zarar kaydeden ve bilançosunda ertelenmiş vergi varlığı taşıyan şirketler açısından "tek seferlik gider etkisi" yaratabileceği ve net kar üzerinde ciddi miktarda baskı yaratabileceği düşüncesindeyiz. Ancak, ilgili uygulamanın yansımalarının bağımsız denetim sonucunda belirlenip kesinleşeceğini önemle vurgulamak isteriz.

1Ç26 finansalları. Hektaş 1Ç26 döneminde yıllık %19 azalışla 2.222 milyon TL satış geliri, 57 milyon TL FAVÖK ve 252 milyon TL net zarar (1Ç25: 750 milyon TL net zarar) açıklamıştı. Enflasyon muhasebesi nedeniyle 1Ç26 finansallarında, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 925 milyon TL'lik olumlu etki oluşmuştu.

Hektaş için 12-aylık hedef fiyatımız 4,30 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz TUT yönünde.

Aygaz (AYGAZ TI)

Aygaz ile 9 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **LPG fiyatlarındaki yükselişin hem satış geliri hem de olası stok karı dolayısıyla karlılığı desteklemesinin beklendiği belirtildi.** Fiyatın daha önce açıklanması dolayısıyla Mart ayında eski fiyatlardan satışların yapıldığı, savaşın etkilerinin Nisan ayı itibarıyla görülmeye başlandığı ve dolayısıyla yüksek fiyat etkilerinin 2Ç26 finansallarına yansıtacağı ifade edilirken, yükselen LPG fiyatları dolayısıyla stok karının olası olduğu vurgulandı. İlk hesaplamalarımıza göre çeyreklik olarak 5-6 milyon USD seviyesinde stok karı kaydedilmesini ihtimal dahilinde görüyoruz.
- Diğer yandan, Temmuz ayı itibarıyla fiyatlardaki düşüşün belirginleştiğini ve mevcut fiyat seviyesi ile 3Ç26 finansallarında aksi durumun olabileceğini ancak dönemin henüz kapanmadığını ve dolayısıyla kesinlik taşımadığını da belirtmek isteriz. Ayrıca, **mevcut durumda, Şirket açısından en güçlü çeyrek olan 3Ç için görünümün olumlu olduğu ifade edildi.**
- Fiyatların yükseldiği ortamda Şirket açısından en büyük endişe talep ve karlılığın olumsuz etkilenmesi olmasına karşılık talep ilk çeyreğin üzerinde gerçekleşirken, karlılık hedeflerinden geri adım atılmadı ve bütçe ile uyumlu ilerleme kaydedildi.
- Fiyatlardaki artış Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacında kısa süreliğine artışa neden olsa da söz konusu artış fiyatlardaki gerileme ile normalleşti.
- Bangladeş'te bulunan United Aygaz tarafında operasyonlar olumlu seyrederken, kapasite artışı eşliğinde tonajda büyüme güçlü şekilde devam etti.

1Ç26 finansalları. Aygaz 1Ç26 döneminde yıllık %14 azalışla 21.891 milyon TL satış geliri, yıllık %7 artışla 767 milyon TL FAVÖK ve 135 milyon TL net kar (1Ç25: 16 milyon TL net kar) açıklamıştı. Enflasyon muhasebesi nedeniyle 1Ç26 finansallarında, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 542 milyon TL'lik olumsuz etki oluşmuştu.

Aygaz için 12-aylık hedef fiyatımız 362,00 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz AL yönünde.

Turkcell (TCELL TI)

Turkcell ile 10 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- Ciroda enflasyon üzerindeki büyüme trendinin sürmesini öngörmekle birlikte, -daha önce birçok kez dile getirdiğimiz üzere- 2025 yılındaki yüksek rekabet ortamının neden olduğu zayıf fiyatlamaların gecikmeli etkisi nedeniyle büyümenin 2026 yılı beklentilerinin alt bandına yakın gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Bu paralelde mobil ARPU tarafındaki büyümenin de ilk çeyreğe benzer bir seyir izleyeceğini söyleyebiliriz. Ocak-Nisan döneminde yapılan fiyat ayarlamalarının pozitif katkısını ise yılın son çeyreği itibarıyla görmeyi bekliyoruz.
- FAVÖK tarafında, ilk çeyrekte yoğun cihaz satışları kaynaklı baskı görmüştük. Bu çeyrekte söz konusu etkinin azalmasını öngörürken, 5G reklam giderlerinin marjlar üzerinde etkili olacağını düşünüyoruz. Buna karşın, FAVÖK marjının yıl bütünü için işaret edilen %40-42 bandından sapma göstermesini beklememekteyiz.
- 5G lisanslarının bilançoya dahil edilmesinin ardından, ilk çeyrekte parasal kazanç/kayıp kaleminde olumlu etki görmüştük; ancak, amortisman etkisi henüz finansallara yansımamıştı. Bu çeyrekte devreye girmesini beklediğimiz amortisman giderlerinin gelir tablosu üzerinde baskı oluşturacağını ve bunun da net kâra yansıtacağını öngörüyoruz.
- 5G ihalesi ödemeleri kaynaklı olarak 2025 yıl sonunda 16.383 milyon TL seviyesinde olan net borç, 1Ç26 dönemi sonunda 48.827 milyon TL'ye yükselmiş; net borç/FAVÖK oranı ise 0,42x olarak gerçekleşmişti. Yılın ikinci çeyreğinde net borç/FAVÖK rasyosunda belirgin artış öngörmemekteyiz.
- Şirket, 1Ç26 finansalları ardından gerçekleştirdiği telekonferansta; TOGG tarafında yeni T10F modelinin satış ivmesi ve mevcut teşvik mekanizmalarının etkisiyle ilk çeyrekte 306 milyon TL net kâr kaydedildiğini ve bu momentumun önümüzdeki dönemlerde de sürmesinin beklendiğini ifade etmişti. Bu paralelde, içinde bulunduğumuz çeyrekte de TOGG kaynaklı olumsuz bir tablo ile karşılaşmayı beklememekteyiz.

1Ç26 finansalları. Turkcell'in 1Ç26 döneminde satış gelirleri %8,9 artarak 68.377 milyon TL olarak gerçekleşti. Grup gelirlerinin %90'ını oluşturan Turkcell Türkiye gelirleri %8,6 artarken, %5'ini oluşturan Techfin gelirleri %4, %4'ünü oluşturan diğer segment gelirleri ise %24,6 artış göstermişti. Bu dönemde FAVÖK marjı 2,3 puan azalışla %41,4 seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK %3,2 artışla 28.300 milyon TL'ye ulaşmıştı. Şirket'in net karı bu dönemde %15 artışla 4.634 milyon TL seviyesinde gerçekleşmişti.

Turkcell için 12-aylık hedef fiyatımız 174,40 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz AL yönünde.

Kordsa (KORDS TI)

Kordsa ile 13 Temmuz tarihinde son dönemdeki gelişmeleri ve 2Ç26 dönemini görüşmek amacıyla toplantı gerçekleştirdik. Toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

- **Lastik Güçlendirme Segmenti:** Globaldeki rekabetten dolayı satış hacimlerinde henüz tam anlamıyla bir toparlanma gözlemlenmemekle birlikte, jeopolitik gelişmelerin yarattığı dinamiklerin ürün fiyatlarını pozitif etkilemesi sonucunda hem büyümenin hem de operasyonel karlılığın olumlu şekilde destekleneceğini düşünüyoruz.
- **Kompozit Teknolojileri Segmenti:** Yapay zeka temasının rüzgarıyla birlikte özellikle seramik iplik ürün grubuna olan talep ön plana çıkmaktadır. Bu durumun satış gelirlerine ve genel karlılığa pozitif katkı sağladığı anlaşılmaktadır. Diğer kompozit ürün gruplarının da büyümeyi destekleyici bir seyir izlediği ifade edilmekle birlikte, kompozit ürünlerin son verilere göre ciro içerisinde yaklaşık %25 oranında payı olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.
- **Tek Seferlik Gelirler:** Gerçekleştirilen arsa satışı kaynaklı olarak şirkete nakit girişi sağlanacaktır. Ayrıca, bu işlemin dönem net karı üzerinde pozitif bir etki yaratması öngörülmektedir.

Kordsa Teknik Tekstil, 1Ç26'da 8.756 milyon TL satış geliri, 637 milyon TL FAVÖK ve 33 milyon TL net kar açıkladı.

Genel değerlendirmemiz: Açıklanacak verileri eldeki gelişmelere göre değerlendirdiğimizde hem operasyonel olarak hem finansal açıdan Şirket'i destekleyeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, değerlendirmelerimizin etrafında şekillenecek verilerin hisse performansını da destekleyebileceğini ancak net borç/FAVÖK metriğinin yüksek olmasının değerlendirme üzerinde baskı oluşturabileceğini belirtmek isteriz. Kordsa için 12-aylık hedef fiyatımız 77,80 TL ve önerimiz TUT şeklindedir.

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

© DENİZ INVEST 2026

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL**, **TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözетerek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirilme bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.