

Bilançolarda Güçlü İkinci Çeyrek, Yılın Kalanı İçin Daha Temkinli Beklentiler

Açıklanan ikinci çeyrek bilançolarında şirketler geçen seneye göre hem faaliyet karlılığında hem de net karda daha iyi bir performans gösterdi.

XUTUM endeksinde bilanço açıklayan şirketlerin FAVÖK'leri %13 büyürken, net karları ise %43 oranında artış gösterdi. Karlılıklara baktığımızda ise bilanço açıklayan 546 şirketin %58'i yani 315'i kar açıklarken geri kalan şirketler zarar bildirdi.

BİST-100 şirketlerinde ise FAVÖK ve net kar artışları XUTUM'e oldukça benzer bir şekilde %14 ve %49 seviyelerinde gerçekleşti. BİST-100'de zarar açıklayanların oranı ise %21 iken, XU030'da bu oran %3 olarak gerçekleşti.

Zarar Açıklayan Şirket Oranı		
Endeks Şirketler	2025 2. Çeyrek	2026 2. Çeyrek
XUTUM	42%	42%
XU100	24%	21%
XU030	17%	3%

Demir ve Çelik, Petrol ve Gaz ile Holding sektörleri net kar artışında diğer sektörlerden önemli ölçüde ayrışıyor.

BİST-100 sanayi şirketlerinin ikinci çeyrek bilançolarına göre **yıllık bazda** FAVÖK ve Net kar bazında ayrışan sektörlerle baktığımızda;

FAVÖK (Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar) açısından en fazla artış sağlayan ilk üç sektör:

- Madencilik (%191)
- Kimyasallar (%109)
- Petrol ve Gaz (%50)

Net kar bazında ise;

- Demir ve Çelik (%766)
- Petrol ve Gaz (%624)
- Holdingler (%531)

En fazla gerileme yaşayan sektörlerle baktığımızda ise;

FAVÖK düşüşünde:

- Dayanıklı Tüketim (%37)
- Otomotiv (%28)
- Cam (%26)

Net kar düşüşünde:

- Havacılık (%73)
- Sağlık (%64)
- Gayrimenkul (%64)

Zayıf talep ve artan maliyet ikinci çeyrek finansallarını genel olarak olumsuz etkiledi. Talep ve maliyet koşullarında kısa vadede düzelme olmazsa önümüzdeki çeyrek karlarında ivme kaybı görebiliriz.

Bu göstergeleri ve ikinci çeyreğe dair olası yansımalarını yorumlayan **Gedik Yatırım Araştırma Direktörü Dr. Övünç Gürsoy**, “2026 yılının ikinci çeyreği; yüksek finansman maliyetleri, zayıf reel talep, enflasyonun gerisinde kalan fiyatlama ve jeopolitik gelişmelerin enerji ile lojistik giderleri üzerindeki etkileri nedeniyle sektörler ve şirketler arasında belirgin ayrışmaların yaşandığı bir dönem oldu. İnceleme kapsamındaki sonuçlarda *Tüpraş, OYAK Çimento, BİM, Akxa Akriklik, Brisa, Medical Park ve ORGE* güçlü operasyonel performanslarıyla öne çıkarken; *Garanti BBVA* yüksek karlılığı, *Akbank* marj dayanıklılığı, *Sabancı Holding* dengeli iştirak katkısı ve *Turkcell* bilanço gücüyle olumlu ayrıştı. Buna karşılık *İş Bankası*’nda marj ve gider baskısı, *Ford Otosan* ve *Pegasus*’ta maliyet kaynaklı karlılık erozyonu, giyim perakendesinde talep zayıflığı, *Galata Wind* ve *Zorlu Enerji*’de ise operasyonel baskılar dikkat çekti. Yılın ikinci yarısında faiz indirimleri, fonlama maliyetlerindeki normalleşme ve mevsimsel talep bazı sektörlerde toparlanmayı destekleyebilecek olsa da enerji maliyetleri, jeopolitik riskler ve iç talebin seyri şirket performansları arasındaki farkların temel belirleyicileri olmaya devam edecek.” dedi.

Aşağıda, takip ettiğimiz şirketler bazında 2Ç26 sektörel değerlendirmelerimizi paylaşıyoruz.

BANKACILIK

2Ç26 sonuçlarında dört büyük özel banka arasında karlılık açısından Garanti pozitif, İş Bankası ise negatif ayrıştı. Garanti %26 çeyreklik özkaynak karlılığı ile grubun en yüksek karlılığını üretirken, Akbank %19, Yapı Kredi %16 seviyesinde gerçekleşti. İş Bankası ise %9 çeyreklik özkaynak karlılığı ile rakiplerinin belirgin altında kaldı. En belirgin ayrışma net faiz marjında görüldü. Yüksek TL fonlama maliyetleri tüm sektörü baskılarken, swapla düzeltilmiş net faiz marjı Akbank’ta yalnızca 25 baz puan daralarak en dirençli performansı gösterdi. Daralma Yapı Kredi’de 50 baz puan, Garanti’de 69 baz puan, İş Bankası’nda ise 170 baz puan oldu. Böylece Akbank marj yönetiminde pozitif, İş Bankası ise belirgin negatif ayrıştı. 2026 beklentilerinde ortak tema marj görünümündeki bozulma oldu. Akbank ve İş Bankası net faiz marjı beklentilerini aşağı revize ederken, Garanti mevcut hedefi üzerinde aşağı yönlü risk

görmeye devam ediyor; Yapı Kredi ise ≥ 100 baz puan net faiz marjı genişleme hedefini koruyor. Akbank özkaynak karlılığı hedefini %23-25'e, İş Bankası ise yaklaşık %20'ye çekerken, Yapı Kredi yüksek-orta %20'li maddi özkaynak karlılığı hedefini korudu. Özetle, **Garanti relatif yüksek karlılık, Akbank ve Yapı Kredi ise daha nötr/dengeli bir görünüm sunarken, İş Bankası yüksek net faiz marjı daralması, gider büyümesi ve ticari zararlar nedeniyle çeyreğin en zayıf performansını sergiledi.** Yılın ikinci yarısı için 3Ç26'da sektörde yatay marjlarla birlikte karlılığın genel olarak durağan seyretmesini beklerken, 4Ç26'da fonlama maliyetlerindeki düşüşün de etkisiyle karlılıkta çeyreklik bazda belirgin bir iyileşme öngörüyoruz.

ÇİMENTO

2Ç26'da satış hacimleri genel olarak güçlü seyrederken, enflasyonun gerisinde kalan fiyatlama şirketlerin reel büyümesini sınırladı. Reel ciro AKCNS'te yıllık %9,3 artarken, OYAKC ve CİMSA'da sırasıyla %4,8 ve %9,7 geriledi. Hacim tarafında AKCNS çimentoda %9,5 ve hazır betonda %27,7 büyümeyle öne çıkarken, OYAKC'nin çimento hacimleri %5, ihracat hacimleri %28 arttı. CİMSA'da yurt içi hacimler %6,8 daralmasına rağmen uluslararası hacimlerin %7,8 büyümesiyle konsolide hacimler %0,9 yükseldi. Karlılık tarafında OYAKC'nin FAVÖK'ü %4 artarken FAVÖK marjı 209 baz puan genişledi; CİMSA'nın FAVÖK'ü %2,3 gerilese de marjı 153 baz puan iyileşti. AKCNS'te ise yeni muhasebe uygulamasının etkisiyle FAVÖK %63,7, FAVÖK marjı 891 baz puan geriledi. Sonuç olarak OYAKC operasyonel performansı ve güçlü net nakit pozisyonuyla pozitif ayrışırken, CİMSA'da uluslararası operasyonların katkısı dikkat çekti. AKCNS'te güçlü hacimler raporlanan karlılığa yansımada.

2Y26 beklentilerimiz: Mevsimsel talebin satış hacimlerini desteklemesini beklerken, enflasyonun gerisinde kalan fiyatlama marjlar üzerindeki baskıyı sürdürebilir. Ayrıca jeopolitik gelişmeler nedeniyle yükselen enerji fiyatlarının, yılın ilk yarısında sağlanan maliyet korumasının sona ermesiyle karlılığa daha belirgin şekilde yansıma riski bulunuyor. Uluslararası operasyonlarının katkısıyla CİMSA'nın görece güçlü performans göstermesini bekliyoruz.

CAM VE DAYANIKLI TÜKETİM

2Ç26'da SİSE'nin cirosu, tüm iş kollarındaki daralmanın etkisiyle yıllık bazda %12 geriledi. Jeopolitik karışıklıkların sebep olduğu enerji ve lojistik maliyet baskıları FAVÖK'ün yıllık bazda %39 gerilemesine sebep oldu. FAVÖK marjı ise 264 baz puan daralarak %5,9'a geriledi. Net kar, 1,9 milyar TL'lik ertelenmiş vergi geliri sayesinde yıllık sadece %4 geriledi. Cam tarafında Türkiye destekleyici olmaya devam ederken Avrupa tarafında talep genel olarak zayıf. Kimyasallar segmentinde Çin'deki keskin arz artışının soda külü fiyatlarındaki olumsuz etkisi sektör genelinde hissedildi.

3Ç26 beklentilerimiz: Soda külü tarafındaki baskının normalleşmesini ve karlılıktaki baskının azalmasını bekliyoruz. Türkiye'deki cam talebinin destekleyici kalmasını beklerken, savaşın bitmesi maliyet baskılarını azaltıp, Orta Doğu'daki talebin artışını destekleyecektir. Fakat savaşın ne zaman biteceği konusundaki belirsizlikler risk unsuru olmaya devam ediyor.

2Ç26'da beyaz eşya sektöründe yüksek enflasyon ve faiz ortamı kaynaklı talep zayıflığı sürdü. VESTL ve VESBE'de ciro sırasıyla yıllık %47 ve %48 daralırken FAVÖK'teki zarar derinleşti, her iki şirkette de net zarar nakit dışı parasal kazançlarla daraldı. **ARCLK'te ciro daralması**

çok daha ılımlı kaldı (-%12 y/y), ancak FAVÖK yine de yıllık %37 geriledi (marj -168 baz puan, %4,1). Net kar tek seferlik Whirlpool birleşme etkisiyle beklentilerin üzerinde gerçekleşti.

3Ç26 beklentilerimiz: Arçelik tarafında 1Y26'da maliyetlerin çoğu hedgelenmişti ve 3Ç26'da maliyet baskısı artabilir. Jeopolitik sorunların azalması, enflasyondaki düşüşün ve faizdeki azalışın devam etmesiyle Türkiye ve Avrupa'daki beyaz eşya talebi artabilir.

DEMİR VE ÇELİK

2Ç26'da dip seviyelerden operasyonel toparlanma devam ederken henüz kalıcı bir çelik döngüsü dönüşünden söz etmek için erken. KRDMD hacim, marj ve bilançoyla; KCAER ürün karması ve marj yönetimiyle pozitif ayrışırken, EREGL de güçlü hacim ve kapasite kullanımıyla olumlu bir çeyrek geçirdi.

- **Ciro / FAVÖK:** Ciro büyümesinde **EREGL öne çıktı** (yıllık +%57; KRDM D +%8, KCAER - %18), FAVÖK büyümesinde ise **KRDMD öne çıktı** (yıllık +%65; EREGL +%59, KCAER - %16).
- **Hacimler:** **EREGL yıllık büyümede (+%20) öne çıkarken** KRDM D (+%16) ve KCAER (+%4) de büyüme kaydetti. KRDM D ayrıca çeyreklik %25 ile güçlü momentum gösterdi.
- **Marjlar / ton başına FAVÖK:** **KRDMD çok düşük baz nedeniyle en güçlü yıllık iyileşmeyi** gösterdi (FAVÖK marjı yıllık +431 baz puan; ton başına FAVÖK reel yıllık +%42 ve çeyreklik +%16). EREGL'de ton başına FAVÖK yıllık %17 ve çeyreklik %3 arttı. KCAER'de ise **yüksek baz nedeniyle** ton başına FAVÖK yıllık %11 gerilerken çeyreklik %11 toparlandı. *Genel olarak üç şirket için de operasyonel açıdan olumlu bir çeyrek olduğu için burada belirgin bir sıralamadan ziyade toparlanmanın niteliğine odaklanıyoruz.*
- **Bilanço / nakit:** **KRDMD pozitif ayrıştı** (net borç çeyreklik 3,6 milyar TL → 0,3 milyar TL), ancak işletme sermayesi katkısının bir kısmının 2Y26'da geri dönmesini bekliyoruz. EREGL'de serbest nakit akışı güçlü 1Ç26 bazından çeyreklik olarak normalleşti.
- **Görünüm:** Üç şirkette de operasyonel yön olumlu; ancak *fiyatlar ve ürün-hammadde farklarında kalıcı iyileşme görülmeden yapısal bir döngü dönüşünden söz etmek için erken.*
- **Kar kalitesi:** **Belirgin bir lider yok.** EREGL ve KRDM D'de ertelenmiş vergi, KCAER'de yatırım ve vergi gelirleri 2Ç26 net karını operasyonel performansın üzerine taşıdı.
- **2Y26 beklentilerimiz:** *Operasyonel toparlanmanın devamı açısından pozitifiz; ancak sektör görünürlüğü halen düşük.* Gümrük vergileri ve ticaret bariyerleri, yüksek navlun maliyetleri ve Çin'de inşaat ve altyapı talebinin zayıf seyri kalıcı bir fiyat ve ürün-hammadde farkı trendi oluşmasını zorlaştırıyor. Son dönemde ürün-hammadde farklarının yeniden zayıflaması da koşulların kısa sürede yön değiştirebildiğini gösteriyor. *Bu nedenle olumlu görüşümüzü korurken toparlanmayı henüz kalıcı bir döngü dönüşü olarak değerlendirmiyoruz.*

ENERJİ / RAFİNERİ / PETROKİMYA

2Ç26 sonuçlarına baktığımızda, **en güçlü sonuçları Tüpraş'ın açıkladığını**, en zayıf operasyonel görünümün ise **Galata Wind ve Zorlu Enerji'de** olduğunu düşünüyoruz. Tüpraş'ta FAVÖK yıllık %196 artarak 54,3 milyar TL'ye ulaştı ve konsensüsü %39 aşarken, net rafineri marjı 21,4 ABD\$/varil ile oldukça güçlü gerçekleşti. Daha önemlisi şirket 2026 net rafineri marjı beklentisini **6-7 ABD\$/varilden 13-15 ABD\$/varile** yükseltti. Aygaz da 1,15 milyar TL FAVÖK ile beklentileri aşarken, EYAŞ katkısıyla 4,28 milyar TL net kar açıkladı. Petkim tarafında ise petrokimya marjlarındaki belirgin toparlanmayla FAVÖK 3,4 milyar TL'ye yükselirken, etilen-nafta spread'i 1Ç26'daki 214 ABD\$/tondan 485 ABD\$/tona çıktı. Buna

karşılık Aksa Enerji'de operasyonel sonuçlar beklentilerin üzerinde olsa da net kar TFRS 9 karşılıkları, finansman giderleri ve parasal kayıplar nedeniyle beklentilerin altında kaldı. Galata Wind'de FAVÖK yıllık %78 gerilerken güçlü görünen 1,6 milyar TL net karın neredeyse tamamı ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı. Zorlu Enerji'de ise net zarar yıllık bazda daralmasına rağmen şirket tanımlı FAVÖK %16 geriledi ve Net Borç/FAVÖK 8,5x'e yükseldi.

3Ç26 beklentilerimiz: Tüpraş tarafında güçlü orta distilat marjlarının ve yukarı revize edilen rafineri marjı beklentisinin 3Ç sonuçlarını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Petkim'de 2Ç'de görülen güçlü spread seviyelerinin 3Ç'de normalleşeceğini ve 1Ç'e yakınsayacağını tahmin ediyoruz. Aksa Enerji'de Türkiye spot elektrik fiyatlarının Temmuz ayında yaklaşık 2.700 TL/MWh seviyesine toparlanması 3Ç açısından daha destekleyici bir ortam yaratırken, yeni devreye alınan Kazakistan ve yenilenebilir enerji yatırımlarının katkısının kademeli artmasını bekliyoruz. Buna karşılık düşük elektrik fiyatlarına daha doğrudan maruz kalan Galata Wind için yakın dönem görünümünü daha temkinli değerlendiriyoruz. **Sektörde en güçlü tercihimiz Tüpraş olmaya devam ediyor.**

MADENCİLİK

2Ç26'da Türk Altın (TRALT), 1Ç26'daki operasyonel sapmanın aksine hem ciro hem FAVÖK hem net karda beklentilerin belirgin altında kaldı. Net satışlar yıllık %26 artışla TL4.575mn'a ulaştı, FAVÖK %49 artışla TL1.575mn'a çıktı ve net kar yüksek vergi nedeniyle yıllık %26 geriledi. Zayıflığın temel nedeni Kaymaz'da ana besleme kaynağının tükenmesi ve Ovacık'ta düşen tenörle üretimin 1Ç26'nın belirgin altında kalması oldu.

3Ç26 beklentilerimiz: Karapınar cevherinin Ağustos 2026'da devreye girmesi üretim tarafında destekleyici olacaktır ve Temmuz ortasında devreye giren Mollakara madeni 2. yarıda olumlu katkı sağlayacaktır. Altın fiyatları da yıllık bazda yüksek kalmaya devam ediyor.

GIDA PERAKENDESİ

Sektörde şirketlerin tüm faaliyet detaylarına baktığımızda, en güçlü sonuçları BİM açıklarken, en zayıf sonuçları da Migros'un açıkladığını düşünüyoruz. Müşteri trafiğinde genel trend sektör genelinde yıllık bazda bir değişime uğramazken, BİM ve Şok reel sepet büyümesi açısından %6 üzerinde büyürken, Migros'un sepet büyümesi değişmedi. Dolayısıyla çeyrekte yıllık bazda satış büyümelerine baktığımızda BİM %9,6, Şok %6,6, Migros ise %2,6 ciro büyümesi kaydetti. Karlılık tarafında, BİM ve Şok'un FAVÖK marjı değişmezken, Migros 118 baz puanlık yıllık düşüş yaşadı. Öte yandan tüm gıda perakende şirketlerin, özellikle Şok ve Migros'un 2Ç26'da güçlü nakit yarattığını belirtmek isteriz. Özellikle Şok'un başarılı stok yönetimi ile net nakit pozisyonuna geçmiş olması dikkat çekici. Sonuç olarak, BİM beklentilerimizin hafif üzerinde faaliyet sonucu açıklarken, Şok ve Migros'un beklentilerimize paralel rakamlar açıkladığını da belirtmek gerekiyor.

3Ç26 beklentilerimiz: Yılın üçüncü çeyreğine baktığımızda mevsimsellikten de kaynaklı, tüm gıda perakende şirketlerinin güçlü faaliyet marjı açıklamasını beklemekteyiz. Bu bağlamda yılın ilk yarısında %4,5 FAVÖK marjı açıklayan Migros'un, %6-7 aralığında olan yıllık beklentisini değiştirmemiş olması, yılın ikinci yarısında %7,5-8 aralığında FAVÖK marjı açıklaması anlamına geliyor (Gedik yıllık beklenti: %6). Bu kapsamda, son bir yılda BİST-100'ün %25 gerisinde kalan ve 2,4x FD/FAVÖK çarpanında işlem gören Migros'un ve zayıf kar beklentisi nedeniyle son üç ayda BİST-100'ün %15 gerisinde kalan ve 3,7x FD/FAVÖK çarpanında işlem gören Şok'un 3Ç26'da güçlü performans göstermesini bekliyoruz.

GİYİM PERAKENDESİ

Farklı ürün segmentleri ve iş modellerine sahip olmalarına rağmen KOTON, SUWEN ve DESA'nın 2Ç26 sonuçları, zayıf yurt içi talep ve maliyet baskılarının sektör genelinde karlılığı olumsuz etkilediğine işaret etti. Reel gelirler KOTON'da %4,0, SUWEN'de %2,9 ve DESA'da %1,8 gerilerken, üç şirkette de FAVÖK ve net kar yıllık bazda daraldı. FAVÖK marjındaki en sert düşüş 1.347 baz puanla KOTON'da görülürken, DESA'da 736 baz puan, SUWEN'de 350 baz puan daralma yaşandı. DESA, brüt marjını 199 baz puan artırması ve TL1,45 milyar net nakit pozisyonu ile bilanço açısından görece dayanıklı bir görünüm sergilese de artan faaliyet giderleri FAVÖK'e yansımaya sınırladı. KOTON'da uluslararası gelirlerin %4 büyümesi ve pozitif serbest nakit akışı destekleyici olurken, ciro beklentisinin aşağı yönlü revize edilmesi olumsuzdu. SUWEN'de mağaza genişlemesine rağmen reel cironun gerilemesi ve artan finansman giderleri karlılığı baskıladı.

2Y26 beklentilerimiz: KOTON, reel gelir büyümesi beklentisini %5-7'den yatay-düşük tek haneli büyümeye ve net mağaza açılışı hedefini 10+'dan 5+'ya düşürürken, %54 brüt kar ve %24 FAVÖK marjı hedeflerini korudu. Bu nedenle ikinci yarıda belirgin marj toparlanması öngörülse de zayıf yurt içi talep, yüksek promosyon ihtiyacı ve ilk yarı gerçekleştirmeleri hedeflere ulaşılması açısından risk oluşturuyor. SUWEN'de mağaza ağının satışlara katkısı ile borçluluk ve finansman giderlerinin seyri, DESA'da ise yönetimin öngördüğü perakende ve e-ticaret büyümesi, toptan satışlardaki normalleşme ve ihracat artışının karlılığa yansması temel izleme noktaları olacak.

HAYAT-EMEKLİLİK

2Ç26'da her iki şirket de güçlü karlılık üretirken, Agesa karlılık ve yatırım gelirleri, Anadolu Hayat ise operasyonel sonuçlar açısından öne çıktı. Özkaynak karlılığı Agesa'da %75 ile Anadolu Hayat'ın %64 seviyesinin üzerinde gerçekleşti. Hayat tarafında muhasebeleştirme yöntemi değişikliğinin de etkisiyle Anadolu Hayat daha güçlü faaliyet performansı gösterirken, Agesa'da ise iyileşme daha sınırlı oldu. Anadolu Hayat BES tarafında da faaliyetlerinden kar elde ederek Agesa'nın zararına kıyasla pozitif ayrıştı. Buna karşılık yatırım gelirleri Agesa'da daha güçlü seyrederken, Anadolu Hayat'ta gerileme gösterdi. Özetle, **Agesa bu çeyrekte daha yüksek özkaynak karlılığı ve güçlü yatırım gelirleriyle; Anadolu Hayat ise hayat ve BES faaliyetlerindeki güçlü sonuçlarıyla öne çıktı.** Her iki şirketin de yılın geri kalanında güçlü karlılığını sürdürmesini beklemekteyiz.

HOLDİNGLER

2Ç26'da holdingler arasında belirgin ayrışma görüldü. SAHOL daha dengeli operasyonel iyileşme ve güçlenen nakit pozisyonu ile, DOHOL ise portföy dönüşümü ve net aktif değer büyümesiyle pozitif ayrıştı. KCHOL güçlü ancak enerji katkısına daha bağımlı bir kar görünümü sunarken, AGHOL CCI dışındaki ana iştiraklerdeki zayıflık nedeniyle görece negatif ayrıştı.

- **Operasyonel performans: SAHOL en dengeli görünümü sundu** (bankacılık dışı FAVÖK marjı yıllık +163 baz puan). KCHOL'de Tüpraş güçlü ancak otomotiv zayıf; DOHOL'de Hepiyi ve madencilik güçlü ancak enerji ve otomotiv zayıf kaldı. **AGHOL operasyonel açıdan en zayıf görünümü sundu.**
- **Portföy / nakit: SAHOL nakit görünümündeki belirgin iyileşmeyle öne çıktı;** operasyonel toparlanmaya ek olarak Akçansa satışı önemli nakit katkısı sağladı. Carrefoursa işlemi kapsamında 3Ç26'da gerçekleşecek nakit çıkışı bu seviyeyi bir miktar

normalleştirecek olsa da holding likiditesi güçlü kalmaya devam ediyor. DOHOL'de net aktif değer çeyreklik %7 büyürken, KCHOL güçlü likiditesini korudu. AGHOL'de ise özellikle bira, otomotiv ve tarım segmentlerindeki kaldıraç yüksek kaldı.

- **Kar kalitesi: SAHOL en güçlü görünümü sundu;** Akçansa satış karı hariç tutulduğunda da net kar yıllık bazda iki kattan fazla arttı. KCHOL'de güçlü kar artışı büyük ölçüde enerji segmentinde yoğunlaşırken, DOHOL'de ertelenmiş vergi ve yatırım gelirlerinin katkısı manşet karı destekledi. AGHOL'de ise net kardaki artış, zayıf operasyonel performansa rağmen operasyon dışı kalemlerin desteğiyle gerçekleşti.
- **2Y26 beklentilerimiz: SAHOL'de** yıl sonuna doğru güçlenecek bankacılık katkısıyla pozitif ayrışma, **KCHOL'de** 3Ç'de de güçlü Tüpraş katkısı ve ardından hafif normalleşme ancak diğer iştiraklerde zayıflığın sürmesini, **DOHOL'de** sigorta ve madencilik operasyonlarının katkısının daha da güçlenmesini, **AGHOL'de** ise son yıllardaki güçlü ivmenin yavaşladığı bir görünüm bekliyoruz.

KİMYA / YAPI MALZEMELERİ

Aksa Akrilik ve Kalekim sonuçlarını karşılaştırdığımızda, **Aksa Akrilik'in daha güçlü ve dengeli sonuçlar açıkladığını** düşünüyoruz. Aksa'da FAVÖK yıllık %46 artarak 2,13 milyar TL'ye yükselirken, marj 3,1 puan artışla %19'a ulaştı. 1Y26 FAVÖK marjı %18,3 ile şirketin %15-18 yıllık beklenti aralığının hafif üzerinde bulunuyor ve mevcut operasyonel performansın korunması halinde guidance açısından yukarı yönlü risk görüyoruz. Kapasite kullanımının yaklaşık %90 seviyesinde seyretmesi ve Aksa Carbon'ın %90'ın üzerinde kapasite kullanımıyla çalışması da olumlu. Kalekim'de ise 650 milyon TL FAVÖK konsensüsü %25 aşarken marj 1Ç'deki %15,5'ten %21,9'a toparlandı. Buna karşılık 89 milyon TL net kar beklentilerin oldukça altında kaldı ve net nakit çeyreklik %23 azalarak 1,39 milyar TL'ye geriledi.

3Ç26 beklentilerimiz: Aksa Akrilik'te yüksek kapasite kullanımı ve katma değerli ürünlerin artan payının marjları desteklemeye devam etmesini bekliyoruz; ancak ACN fiyatlarındaki volatilité ana risk olmaya devam ediyor. Kalekim'de 2Ç'deki güçlü çeyreklik marj toparlanmasının kalıcı olup olmadığı ve işletme sermayesindeki normalleşme temel takip başlıkları olacak. **Bu grupta Aksa Akrilik'i Kalekim'e tercih ediyoruz.**

HAVACILIK

2Ç26'da en güçlü sonuçları **TAV** açıklarken, en zayıf operasyonel görünüm **PGSUS**'da oldu. TAV'da ciro ve FAVÖK yıllık %14 artış gösterdi ve net kar nakit dışı kalemlerin desteğiyle zarardan kara döndü. Almaty, Ankara ve Makedonya karlılığı desteklerken, Orta Doğu bölgesi savaş kaynaklı zayıflık gösterdi. THYAO'nun 2Ç26 net satışları yıllık %21 artışla USD7.205mn olurken, bunda artan bilet fiyatları ve Asya'daki kuvvetli kapasite artışı etkili oldu. Birim yakıt maliyetlerindeki %91'lik sıçrama FAVÖK marjını 1.322 baz puan daraltarak %9,7'ye düşürdü, FAVÖK yıllık %49 gerileyerek konsensüsün altında kaldı, net kar %71,5 geriledi. Pegasus'un 2Ç26 net satışları yıllık %1 gerileyerek EUR865mn oldu. Yakıt maliyetlerinin baskısıyla FAVÖK yıllık %69 geriledi (marj %29,0'dan %9,2'ye) ve yüksek finansman giderleri nedeniyle net zarar açıklandı.

3Ç26 beklentilerimiz: 3Ç26'da da yüksek yakıt maliyetlerinin baskısı THYAO ve PGSUS tarafında hissedilmeye devam ederken, bilet fiyatları destekleyici olmaya devam ediyor. TAV tarafında Almaty'deki olası tarife artışları yukarı yönlü risk oluşturuyor fakat Orta Doğu

bölgesindeki havalimanları savaştan olumsuz etkilenmeye devam ediyor. Savaşın bitmesi hem talep hem de karlılık anlamında 3 şirket için de destekleyici olacaktır.

GAYRİMENKUL

2Ç26'da GYO sektöründe **TRGYO**, Forum Mersin/Kayseri portföy eklemeleri ve 5. Levent teslimatlarıyla en güçlü sonuçları açıkladı; **RGYAS** da yüksek reel büyümesiyle pozitif ayrışırken, **AKSGY** reel kira düşüşü, **HLGYO** zayıf konut satışları ve keskin borçluluk artışı, **ISGYO** ve **EKGYO** zayıf konut satışlarıyla negatif tarafta kaldı. Genel olarak 1Y26'da AVM işletmecilerinin reel büyüme anlamında konut geliştiricilerinden olumlu ayrıştığını gözlemlemekteyiz. İleriye yönelik kira artışlarındaki reel büyümenin devam etmesini beklemekle birlikte, faiz indirimi döngüsünün yeniden başlamasıyla konut geliştiricilerinin karlılıklarında da artış beklemekteyiz.

LASTİK / OTOMOTİV YAN SANAYİ

Sektörde **en güçlü operasyonel sonucu Brisa**, en zayıf sonucu ise **Goodyear** açıkladı. Brisa'da gelirler yıllık %4 gerilemesine rağmen FAVÖK %60 artarak 1,8 milyar TL'ye yükseldi ve FAVÖK marjı 6,3 puanlık artışla %15,9'a ulaştı. Net borcun çeyreklik %12 azalması da sonuçların kalitesini destekledi. Kordsa'da ise FAVÖK yıllık %132 artarak 1,19 milyar TL'ye ulaştı ve konsensüsü %31 aşarken, net kar beklentilerin altında kaldı. Ayrıca 560 milyon TL net karın içinde yaklaşık **734 milyon TL tek seferlik gayrimenkul satış geliri** bulunması nedeniyle bottom-line kalitesini zayıf değerlendiriyoruz. Buna karşılık kompozit teknolojiler segmentinde gelirlerin dolar bazında %36 artması ve Endonezya fabrikasındaki toparlanma olumlu. Goodyear'da ise gelirler %6, FAVÖK %9 gerilerken şirket yeniden 863 milyon TL net zarara döndü.

3Ç26 beklentilerimiz: Brisa'da ürün karması, maliyet disiplini ve Lassa markasının ihracat performansının operasyonel toparlanmayı desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Kordsa'da Endonezya operasyonlarındaki normalleşme, maliyet tasarrufları ve özellikle yapay zekâ enerji altyapısı ile sivil havacılık talebinden destek alan kompozit segmenti olumlu; ancak lastik güçlendirme tarafındaki fiyat ve hacim baskısı kısa vadede ana risk olmaya devam ediyor. Goodyear'da ise yeni organizasyon yapısının etkilerinin finansallara yansımaları için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. **Operasyonel momentum açısından Brisa'yı Kordsa ve Goodyear'ın önünde görüyoruz.**

OTOMOTİV

2Ç26'da sektörde talep, fiyatlama ve marj baskısı sürerken, **TTRAK dipten toparlanma açısından görece pozitif ayrıştı. FROTO ve DOAS'ta ise operasyonel karlılık ve nakit üretimi zayıf kaldı. En zayıf bilanço olarak DOAS'ı konumlandırıyoruz.**

- **Ciro / FAVÖK: TOASO ciro performansı ile görece öne çıktı** (ciro yıllık +%11, FAVÖK yıllık +%34). FROTO'da ciro/FAVÖK yıllık %14/%37, DOAS'ta %24/%38 ve TTRAK'ta %22/%65 daraldı.
- **Marjlar: TTRAK çeyreklik marj momentumunda öne çıktı** (+410 baz puan). TOASO (-54 baz puan), FROTO (-60 baz puan) ve DOAS (-140 baz puan) daralma kaydederken, yıllık bazda en sert düşüş TTRAK'ta gerçekleşti (-550 baz puan; FROTO -190 baz puan, TOASO -137 baz puan, DOAS -120 baz puan).

- **Hacimler: TOASO yıllık %19 hacim artışıyla pozitif ayrıştı.** FROTO'nun toplam hacmi %9, DOAS'ın toptan satış hacmi %12 gerilerken, TTRAK %18 geriledi. DOAS'ta VW Binek Araç'ın pazar payının çeyreklik %14,4'ten %16,0'ya yükselmesi ise olumlu ayrıştı.
- **Görünüm: DOAS ve FROTO en belirgin negatifler oldu;** FROTO 2026 ciro ve FAVÖK marjı beklentilerini aşağı revize ederken Ford Motor Company'nin Avrupa pazarındaki pay kaybı izlenmesi gereken bir unsur haline geldi. DOAS'ta ise hacim beklentisinin 117bin adetten 125bin+ seviyesine yükseltilmesi olumlu gibi görünse de, daha güçlü hacmin fiyatlama, marj ve nakit üretimine dönüşmesi gerekiyor. TTRAK'taki toparlanma ise halen kırılgan.
- **Kar kalitesi: Açıklanan sonuçlarda kar kalitesi genel olarak zayıf.** FROTO ve TTRAK'ta ertelenmiş vergi gelirleri net karı desteklerken, DOAS'ta finansman giderlerindeki düşüş, parasal kazanç ve iştirak katkısı operasyonel zayıflığı kısmen örttü. TOASO'da ise güçlü hacim henüz FAVÖK ve nakit üretimine yeterince yansımadi.
- **2Y26 beklentilerimiz: Sektörde hızlı ve geniş tabanlı bir toparlanma beklemiyoruz.** ÖTV matrahlarında düzenleme yapılmaması ve faiz indirimlerinin gecikmesi halinde iç pazarın zorlu kalmasını bekliyoruz. **TOASO'da** Stellantis entegrasyonu ve ticari araç ağırlığının artmasını uzun vadeli karlılık açısından olumlu bulurken, güçlü hacmin marjlara ne ölçüde yansıtacağı temel konu olacak; elektrifikasyonda görece zayıf ürün gamı, Çinli markaların rekabeti ve Türkiye'nin gümrük politikası orta vadede kritik. **FROTO'da** Avrupa pazar payı ve marjların dip oluşturması, **DOAS'ta** yükseltilecek hacim beklentisinin marj ve işletme sermayesi normalizasyonuna dönüşmesi, **TTRAK'ta** ise finansman koşulları ana izleme noktaları olacak.

SAĞLIK

2Ç26'da sağlık sektöründe her iki şirket de konsensüsün üzerinde sonuçlar açıkladı. MPARK'ta ciro büyümesi %6,7 ile daha ılımlı kalsa da FAVÖK yıllık %25,6 ile çok daha güçlü büyüdü (marj +432 baz puan, %28,7) ve net borç/FAVÖK 0,8x'ten 0,7x'e indi; net kar, bir defalık arazi satış giderine rağmen konsensüs üzerinde gerçekleşti. LKMNH cirosunu yıllık %11, FAVÖK'ünü %15 artırdı (marj +56 baz puan, %20,1), ancak net kar vergi kaynaklı olarak yıllık %53 geriledi. **MPARK operasyonel karlılık ve bilanço tarafında LKMNH'ye kıyasla daha güçlü bir görünüm sundu.**

3Ç26 beklentilerimiz: 2Y26 için yapılan tarife artışlarıyla net satışlardaki reel büyümenin devam etmesini bekliyoruz. Doktorların Haziran ayında bordroya girmesinin maliyet tarafındaki olumsuz etkilerinin operasyonel verimlilik çalışmalarıyla büyük ölçüde giderildiğini düşünüyoruz ve FAVÖK'teki reel büyümenin her iki şirket için de devam etmesini bekliyoruz.

TAAHHÜT / MÜHENDİSLİK

Bu grupta **en güçlü sonuçları ORGE'nin açıkladığını**, ENKA'nın ise manşet net kar güçlü görünmesine rağmen operasyonel açıdan zayıf sonuçlar açıkladığını düşünüyoruz. ORGE'de satışlar yıllık %29, FAVÖK %13 ve net kar %51 artarken, FAVÖK marjı %59,9'dan %52,8'e gerilese de güçlü seviyesini korumayı başardı. Backlog yıllık %83 artarak **5,59 milyar TL'ye**, 1Y26 yeni sözleşme kazanımları ise geçen yılın üç katından fazla olan 1,63 milyar TL'ye ulaştı. Net nakit pozisyonunun 375 milyon TL'ye yükselmesi de sonuçları destekledi. Gülermak'ta gelirler yıllık %1 artarken FAVÖK %14 geriledi ve marj %15'ten %12,8'e düştü; buna karşılık şirket 1Ç26'daki 2,5 milyar TL net borçtan **384 milyon TL net nakde** döndü ve backlog 253,4 milyar TL'ye yükseldi. ENKA'da ise gelirler %42 artmasına rağmen FAVÖK %21 geriledi; özellikle taahhüt FAVÖK'ünün %81 düşerek 1 milyar TL'ye gerilemesi zayıf. 15 milyar TL'lik

net kar beklentileri aşsa da bu performans esas olarak yatırım gelirleri ve ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı.

3Ç26 beklentilerimiz: ORGE'de güçlü backlog ve yılın ilk yarısındaki hızlanan yeni iş alımlarının satış büyümesini desteklemeye devam etmesini bekliyoruz; 1Y26'daki %60,1 FAVÖK marjı sürdürülebilir olmayabilir ancak marjların tarihsel ortalamaların üzerinde kalmasını bekliyoruz. Gülermak'ta 253 milyar TL'yi aşan backlog güçlü gelir görünürlüğü sağlarken, yatırımcıların temel odak noktası marjların yeniden toparlanıp toparlanmayacağı olacak. ENKA'da ise 8,4 milyar ABD\$ backlog ve 5,4 milyar ABD\$ net nakit bilanço açısından oldukça güçlü olmakla birlikte, taahhüt segmentindeki marj baskısını yakın izleyeceğiz. **Bu grupta kısa vadede ORGE'yi operasyonel momentum açısından açık ara önde görüyoruz.**

TELEKOM

2Ç26'da abone kazanımı ve rekabet ortamındaki normalleşme devam ederken, fiyat artışlarının pozitif etkilerinin sektörün kontrat yapısı nedeniyle 2Y26'da daha görünür olmasını bekliyoruz. TCELL bilanço gücü ve abone kalitesi açısından görece pozitif ayrıştı.

- **Ciro / FAVÖK: TTKOM yıllık büyümede öne çıktı** (ciro +%9, FAVÖK +%5); TCELL daha zayıf kaldı (ciro yıllık +%3, FAVÖK yıllık +%2).
- **Marjlar: TCELL çeyreklik bazda daha dayanıklı** bir görünüm sundu; FAVÖK marjı çeyreklik 40 baz puan toparlanırken yıllık 170 baz puan geriledi. TTKOM'da daralma hem yıllık hem çeyreklik sürdü (yıllık -180 baz puan, çeyreklik -110 baz puan).
- **Mobil: Çeyreklik net abone kazanımında TTKOM öne çıktı** (539bin; TCELL 284bin), ancak reel mobil abone başına gelir her iki şirkette de yıllık gerilemeye devam etti (TCELL -%4; TTKOM -%6).
- **Sabit genişbant: TTKOM daha güçlü ayrıştı**; sabit genişbant abone başına gelir yıllık reel %15 yükselirken, TCELL'de fiber abone başına gelir yıllık reel %3 arttı.
- **Bilanço / yatırım: TCELL daha güçlü bilanço görünümünü korudu** (net borç/FAVÖK: 0,36x; 1Ç26: 0,42x), TTKOM'da ise oran 1,00x ile çeyreklik yatay kaldı. TTKOM'da 5G ve fiber yatırımlarındaki artış nakit üretimini daha fazla baskılıyor.
- **Kar kalitesi: İki şirkette de net kar operasyonel eğilimi tek başına iyi yansıtmıyor**; kur, finansman kalemleri ve enflasyon muhasebesinin etkisi yüksek. Bu nedenle ciro, FAVÖK ve abone tabanı/abone başına gelir gelişimini daha anlamlı buluyoruz.
- **2Y26 beklentilerimiz: Telekom için yılın ikinci yarısına daha olumlu bakıyoruz ancak geçen yılın bazı da çok yüksek.** 1Y26'daki fiyat artışlarının kontrat yenilemeleri üzerinden abone başına gelire yansımalarıyla mobil gelir büyümesi ve marjların kademeli iyileşmesini bekliyoruz; yüksek yatırım harcamaları ise özellikle TTKOM'da nakit üretimini sınırlamaya devam edecek.

Gedik Yatırım'ın sunduğu ürün ve hizmetler hakkında detaylı bilgi için: gedik.com

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.