Bilançolarda Güçlü Operasyonel Performans, Net Kârda Belirgin Ayrışma

Açıklanan üçüncü çeyrek bilançolarında şirketler geçen seneye göre faaliyet kârlılığında güçlü bir artış gösterirken, net kâr tarafında performans endeksler ve sektörler arasında belirgin şekilde ayrıştı.

BİST Tüm endeksinde bilanço açıklayan şirketlerin FAVÖK'leri (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr) %15 büyürken, net kârları ise %4 oranında azaldı. Kârlılıklara baktığımızda ise bilanço açıklayan 580 şirketin 311'i yani %54'ü kâr açıklarken geri kalan şirketler zarar bildirdi.

BİST-100 şirketlerinde ise FAVÖK ve net kâr artışları sırasıyla %22 ve %10 seviyelerinde gerçekleşti. BİST-100'de zarar açıklayanların oranı ise %25 iken, BİST-30'da bu oran %13 olarak gerçekleşti.

Zarar Açıklayan Şirket Oranı		
Endeks Şirketleri	2025 3. Çeyrek	2026 3. Çeyrek
BIST TUM	36%	46%
BIST 100	15%	25%
BIST 30	10%	13%

Kaynak: KAP, Gedik Yatırım Araştırma

Demir-Çelik, Petrol ve Gaz ile GYO sektörleri net kâr artışında diğer sektörlerden önemli ölçüde ayrışıyor.

BİST-100 şirketlerinin üçüncü çeyrek bilançolarına göre yıllık bazda FAVÖK ve net kâr bazında ayrışan sektörlere baktığımızda:

FAVÖK açısından en fazla artış sağlayan ilk üç sektör:

- Petrol ve Gaz (%238)
- GYO (%115)
- Yapı Ekipmanları (%64)

Net kâr bazında ise:

- Petrol ve Gaz (%358)
- Demir-Çelik (%251)
- GYO (%199)

En fazla gerileme yaşayan sektörlere baktığımızda ise:

FAVÖK düşüşünde:

- Cam (%55)
- Gıda Üreticileri (%55)
- Dayanıklı Tüketim (%44)

Net kâr düşüşünde:

- Sigorta (%96)
- Enerji-Elektrik (%83)
- Taahhüt (%73)

Kaynak: KAP, Gedik Yatırım Araştırma

Yüksek finansman maliyetleri, zayıf iç talep ve TL'nin reel değerlenmesi üçüncü çeyrek finansallarını baskılamaya devam etti. Ayrıca, takibimizdeki *Türkiye Sigorta* ve *Astor* gibi büyük şirketler, üçüncü çeyrekte yaşanan fon krizi kapsamında söz konusu fonlara doğrudan veya dolaylı maruziyetleri nedeniyle finansal kayıplar yaşadı. Dördüncü çeyrekte fonlama maliyetlerindeki gerileme bankalar ve borçlu şirketler için destekleyici olabilirken, rafineri marjlarındaki normalleşme, yakıt maliyetleri ve iç talebin seyri kârlılık üzerinde belirleyici olacak.

Bu göstergeleri ve dördüncü çeyreğe dair olası yansımalarını yorumlayan Gedik Yatırım Araştırma Direktörü Dr. Övünç Gürsoy, "2026 yılının üçüncü çeyreği, yüksek finansman maliyetleri, zayıf iç talep, TL'nin reel değerlenmesinin ihracatçılar üzerindeki baskısı ve Orta Doğu'daki savaşın enerji ve yakıt maliyetlerine etkisi nedeniyle sektörler ve şirketler arasında ayrışmanın sürdüğü bir dönem oldu. İnceleme kapsamındaki sonuçlarda *Tüpraş, Aselsan, BİM, Erdemir, Brisa, Medical Park, TAV ve ORGE* güçlü operasyonel performanslarıyla öne çıkarken; *Garanti BBVA* yüksek kârlılığı ve marj genişlemesiyle, *Enerjisa* regüle gelir yapısıyla, *Agesa* teknik kârlılığıyla, *Turkcell* ise marj performansı ve bilanço gücüyle olumlu ayrıştı. Buna karşılık *Akbank*'ta marj daralması, *İş Bankası*'nda gider baskısı, *Şişecam ve Arçelik*'te ihracat kaynaklı zayıflık, *Pegasus ve Doğuş Otomotiv*'de marj erozyonu, *Türkiye Sigorta*'da karşılık giderleri kaynaklı zarar, *Tekfen ve Petkim*'de ise operasyonel bozulma dikkat çekti. Yılın son çeyreğinde fonlama maliyetlerindeki gerileme bankacılık başta olmak üzere bazı sektörlerde kârlılığı destekleyebilecek olsa da iç talebin seyri, enerji ve yakıt maliyetleri ile jeopolitik riskler şirket performansları arasındaki farkların temel belirleyicileri olmaya devam edecek." dedi.

Aşağıda, takip ettiğimiz şirketler bazında 3Ç26 sektörel değerlendirmelerimizi paylaşıyoruz.

BANKACILIK

3Ç26 sonuçlarında dört büyük özel banka arasında kârlılık ve net faiz marjı performansı açısından Garanti pozitif, Akbank ise negatif ayrıştı. Garanti, %27 civarındaki çeyreklik yıllıklandırılmış öz kaynak kârlılığı ile grubun en yüksek kârlılığını üretirken, Akbank ve Yapı Kredi yaklaşık %14–15 seviyelerinde kaldı. İş Bankası ise %9 civarındaki öz kaynak kârlılığı ile rakiplerinin belirgin altında performans gösterdi.

En belirgin farklılık net faiz marjında görüldü. Garanti, swap maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz marjını 88 baz puan genişletirken güçlü marj performansıyla pozitif öne çıktı. İş Bankası'nda marj 30 baz puan artarken, Yapı Kredi'de yatay seyretti. Akbank ise 94 baz puanlık daralma göstererek grubun gerisinde kaldı.

Özetle, Garanti güçlü marj genişlemesi, yüksek öz kaynak kârlılığı ve kontrollü faaliyet giderleriyle grubun en olumlu performansını sergilerken, Yapı Kredi marjlarını korumasına rağmen artan kredi risk maliyetleri nedeniyle daha sınırlı bir performans gösterdi. Akbank, yüksek fonlama maliyetlerinin marjlar üzerindeki etkisi, komisyon gelirlerindeki yavaşlama ve artan swap giderleri nedeniyle negatif ayrışırken, İş Bankası'nda marjlardaki toparlanmaya rağmen yüksek faaliyet giderleri ve sınırlı komisyon büyümesi öz kaynak kârlılığını baskılamaya devam etti. Yılın son çeyreğinde fonlama maliyetlerindeki gerilemenin bankacılık sektörü genelinde marjları desteklemesini ve kârlılıkta iyileşme sağlamasını bekliyoruz.

CAM VE DAYANIKLI TÜKETİM

3Ç26'da Şişecam'ın (SISE) cirosu yıllık %5 düşüşle 66,3 milyar TL'ye geriledi ve beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşti. Özellikle ihracat tarafındaki daralma satışların düşüşünde etkili oldu. Genel üretim giderlerindeki %30'luk artış hammadde maliyetlerindeki düşüşün olumlu etkisini dengeledi. FAVÖK yıllık %55 gerileyerek 3,5 milyar TL'ye düştü ve marj 574 baz puan daralarak %5,2 ile beklentilerin altında kaldı. Şirket, büyük bölümü ertelenmiş vergiden oluşan 3,1 milyar TL'lik vergi giderinin etkisiyle 295 milyon TL net zarar açıkladı.

4Ç26 beklentilerimiz: Üretim maliyetlerindeki seyir ile Avrupa ve Rusya bölgesindeki satış performansının kârlılık açısından belirleyici olması beklenmektedir. Orta Doğu'daki savaşın sona ermesi hâlinde maliyet baskılarının azalmasını ve bölgedeki talebin artmasını öngörüyoruz.

3Ç26'da beyaz eşya sektöründe, faiz oranlarındaki yüksek seyir, TL'nin reel değerlenmesi ve ihracat pazarlarındaki zayıflık baskı oluşturmaya devam etti. Vestel Elektronik (VESTL) ve Vestel Beyaz Eşya'da (VESBE) ciro sırasıyla yıllık %44 ve %35 daralırken, iki şirkette de ihracat gelirlerindeki düşüş yurt içine kıyasla belirgin şekilde sert oldu. VESBE'de daha avantajlı ürün karmasıyla FAVÖK marjı %10,3'e yükselse de net zarar 998 milyon TL'ye genişledi. VESTL'de ise net zarar 6,5 milyar TL oldu. Arçelik'te (ARCLK) ciro daralması %14 ile daha ılımlı kaldı, ancak FAVÖK yıllık %47 düşüşle 5,9 milyar TL'ye geriledi ve marj 267 baz puan daralarak %4,2 oldu. Net zarar ise yüksek vergi gideriyle 6,2 milyar TL ile beklentilerden

yüksek gerçekleşti. Şirket 2026 beklentilerini aşağı yönlü revize ederek düzeltilmiş FAVÖK marjı hedefini %5,75–6,00 aralığına indirdi.

4Ç26 beklentilerimiz: TL'nin reel değerlenmesinin ihracat rekabetçiliği üzerindeki baskıyı sürdürmesi beklenirken, yurt içi talepte toparlanma için enflasyon ve faizlerdeki düşüşün devam etmesi önemli görünmektedir. VESTL tarafında finansal yeniden yapılandırma ve Eurobond süreçlerinin sonucu takip edeceğimiz temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

ÇİMENTO

Çimento sektöründe 3Ç26, bölgesel talep farklılıklarının öne çıktığı, fiyatlama ve maliyet baskılarının sürdüğü, buna karşın operasyonel kârlılıkta çeyreklik toparlanmanın görüldüğü bir dönem oldu.

Reel satış gelirleri yıllık bazda Akçansa'da (AKCNS) %4, Çimsa'da (CIMSA) %2 artarken OYAK Çimento'da (OYAKC) %11,1 geriledi. Satış hacimleri tarafında AKCNS'in çimento hacimleri yatay seyrederken hazır beton hacimleri %13 arttı. CIMSA'da uluslararası satışlar büyümeyi desteklerken, OYAKC'de çimento hacimleri yıllık %1 artış gösterdi.

FAVÖK tarafında AKCNS yıllık %17 artış kaydederken, OYAKC ve CIMSA'da sırasıyla %14,7 ve %2 düşüş yaşandı. Ancak AKCNS'in FAVÖK artışında 193 milyon TL tutarındaki tek seferlik muhasebe etkisi belirleyici oldu. Bu etki hariç tutulduğunda FAVÖK büyümesi %3,1 seviyesinde kaldı. OYAKC, %28,6 ile en yüksek FAVÖK marjını korurken, marjını önceki çeyreğe göre 400 baz puan artırdı. Bölgesel talepteki iyileşme, ürün karması ve maliyet yönetimi toparlanmayı destekledi. CIMSA'da uluslararası operasyonların katkısı devam ederken FAVÖK marjı %20,3 seviyesinde gerçekleşti. AKCNS'te FAVÖK marjı %18,9'a yükselirken, tek seferlik muhasebe etkisi hariç tutulduğunda marj %16,7 seviyesinde gerçekleşti. Fiyat-maliyet baskısı ise kârlılıktaki iyileşmeyi sınırladı.

OYAKC, 13,6 milyar TL net nakit pozisyonuyla pozitif ayrışırken, AKCNS 479 milyon TL net nakit pozisyonuna geçti. CIMSA'nın net borcu ise çeyreklik bazda 27,7 milyar TL'den 25,8 milyar TL'ye geriledi. Nakit akışı tarafında AKCNS'in işletme faaliyetlerinden yarattığı nakit iyileşirken, OYAKC'de artan işletme sermayesi ihtiyacı, CIMSA'da ise işletme nakit akışının yatırım harcamalarını karşılamakta yetersiz kalması öne çıktı.

4Ç26 beklentilerimiz: Mevsimsellik nedeniyle satış hacimlerinde çeyreklik yavaşlama görülebilir. Ayrıca, fiyatlama gücünün sınırlı kalabileceğini ve maliyet yönetiminin kârlılık açısından belirleyici olacağını düşünüyoruz. OYAKC'de yenilenebilir enerji yatırımları ve alternatif yakıt kullanımının maliyetlere etkisi, CIMSA'da uluslararası operasyonlar ve yeni kalsiyum alüminat çimentosu (CAC) kapasitesinin kârlılığa katkısı, AKCNS'te ise fiyat-maliyet dengesinin seyri önümüzdeki dönemde takip edeceğimiz başlıca unsurlar olacak.

DEMİR-ÇELİK

Demir-çelik sektöründe 3Ç26, şirketler arasında operasyonel performansın farklılaştığı, maliyet baskılarının devam ettiği ve kârlılıktaki toparlanmanın henüz sektör geneline yayılmadığı bir dönem oldu. Satış gelirleri yıllık bazda Erdemir'de (EREGL) %34,6, Kardemir'de (KRDMD) %1,5 artarken, Kocaer Çelik'te (KCAER) %1,2 geriledi. Satış hacimleri tarafında EREGL yıllık %11 artışla öne çıkarken, KCAER'de hacimler yıllık %3,2 gerilemesine rağmen çeyreklik %6,4 arttı.

FAVÖK tarafında EREGL yıllık %68,4, KCAER %46,7 artış kaydederken, KRDMD'de %4,7 düşüş yaşandı. EREGL, ton başına FAVÖK'ünü önceki çeyrekteki 75 dolardan 100 dolara yükselterek 2Ç24'ten bu yana en yüksek seviyesine ulaştı. KCAER'de ise ton başına FAVÖK 125 dolardan 118 dolara geriledi. Kârlılık tarafında KCAER'in FAVÖK marjı, önceki çeyreğe göre 230 baz puan daralmasına rağmen %13,8 ile grubun en yükseği oldu. EREGL'de FAVÖK marjı çeyreklik 110 baz puan artışla %11,2'ye yükselirken, KRDMD'de 130 baz puan düşüşle %10,9'a geriledi. EREGL yıllık %240 artışla 2,2 milyar TL, KCAER yaklaşık %531 artışla 221 milyon TL net kâr açıklarken, KRDMD geçen yılın aynı dönemindeki 885 milyon TL net zarardan 269 milyon TL net kâra geçti. Bununla birlikte, net kâr performanslarında vergi etkileri de belirleyici oldu.

KRDMD, 2,1 milyar TL net nakit pozisyonuna geçmesiyle pozitif ayrışırken, KCAER'in net borcu çeyreklik bazda 2,5 milyar TL'den 1,5 milyar TL'ye geriledi. EREGL'nin net borcu ise 39,5 milyar TL'den 50,5 milyar TL'ye yükseldi. Nakit akışı tarafında KRDMD'de işletme sermayesindeki iyileşme ve tedarikçi finansmanı nakit yaratımını desteklerken, KCAER'de artan ticari borçlar stok birikiminin etkisini dengeledi. EREGL'de ise artan net borçluluk bilanço üzerindeki baskıyı artırdı.

4Ç26 beklentilerimiz: Küresel çelik piyasalarındaki belirsizlikler nedeniyle fiyatlama ve ürün-hammadde farkları üzerindeki baskı devam edebilir. Bu nedenle operasyonel toparlanmanın sürdürülebilirliği açısından temkinli yaklaşımımızı koruyoruz. EREGL'de kapasite kullanımının seyri ve ton başına FAVÖK'teki toparlanmanın devamı, KCAER'de güçlü sipariş görünümünün satış hacimlerine ve kârlılığa yansıması, KRDMD'de ise maliyet baskılarının marjlar üzerindeki etkisi önümüzdeki dönemde takip edeceğimiz başlıca unsurlar olacak.

ENERJİ VE ELEKTRİK EKİPMANLARI

3Ç26 sonuçlarına baktığımızda, operasyonel açıdan en güçlü sonuçları Aksa Enerji'nin açıkladığını, Galata Wind'de ise zayıf görünümün devam ettiğini düşünüyoruz. Aksa Enerji'de FAVÖK yıllık %38, çeyreklik %35 artarak 5,51 milyar TL'ye ulaştı ve konsensüsü %22 aştı. Net kâr da 1,58 milyar TL ile beklentilerin %44 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK büyümesinin tamamı yurt dışı operasyonlardan geldi. Asya FAVÖK'ü %32, Afrika FAVÖK'ü %22 artarken Türkiye FAVÖK'ü %31 geriledi. Şirketin kendi tanımına göre FAVÖK yıllık %14 artışla 5,16 milyar TL oldu. Bununla birlikte net borcun %17 artarak 73,2 milyar TL'ye ve Net Borç/FAVÖK'ün 4,3x'e yükselmesi önemli bir risk olmaya devam ediyor.

Galata Wind'de FAVÖK yıllık %37 gerileyerek 540 milyon TL'ye düşerken elektrik üretimi %5 azaldı. Net kâr 313 milyon TL ile konsensüsü aşsa da bu sapma esas olarak beklentilerin altındaki vergi giderinden kaynaklandı. Düşük elektrik fiyatları ve karbon kredisi satışının bulunmaması operasyonel performansı baskıladı.

Enerjisa'da ise üçüncü çeyrekte güçlü sonuçlar gördük. Operasyonel kâr yıllık %20 artarak 21,2 milyar TL'ye, düzeltilmiş net kâr ise %66 artarak 4,9 milyar TL'ye yükseldi. Her iki rakam da piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşti. Net borç çeyreklik %2 azalarak 84,3 milyar TL'ye gerilerken Net Borç/Operasyonel Kâr yaklaşık 1,0x seviyesinde bulunuyor. Regüle dağıtım faaliyetlerinin güçlü performansı ve faiz indirim döngüsünden yararlanma potansiyeli şirketin yatırım hikâyesini destekliyor.

4Ç26 beklentilerimiz: Aksa Enerji'de yurt dışındaki yeni kapasitenin artan katkısı ve Türkiye elektrik fiyatlarındaki toparlanma olumlu; ancak yüksek borçluluk önemli bir risk. Galata Wind'de elektrik fiyatları ve üretim koşulları belirleyici olacak. Enerjisa'da ise güçlü üçüncü çeyrek sonuçlarının ardından regüle dağıtım faaliyetlerinin nakit yaratma kapasitesini ve yeni tarife döneminin etkilerini izliyoruz. Bu grupta operasyonel momentum açısından Aksa Enerji öne çıkarken, regüle gelir yapısı ve daha öngörülebilir kârlılığı nedeniyle yatırım tercihi olarak Enerjisa'yı ön planda tutuyoruz.

Astor, 3Ç26'da gelirlerinde ve FAVÖK'ünde güçlü büyüme kaydetti. Ancak yatırım fonlarından kaynaklanan faaliyet dışı zararlar nedeniyle bu olumlu operasyonel performans net kâra yansımadı ve şirket dönemi net zararla kapattı. Başta ABD olmak üzere yurt dışı satışlar büyümenin ana itici gücü oldu. FAVÖK, yıllık bazda %39 artarak 4.443 milyon TL'ye ulaşırken FAVÖK marjı %33,3 olarak gerçekleşti. Yatırım fonlarındaki değer kayıplarından kaynaklanan 5,5 milyar TL tutarındaki yatırım faaliyetlerinden net zarar, kârlılığı olumsuz etkiledi.

4Ç26 beklentilerimiz: 6 Kasım itibarıyla 1,89 milyar USD seviyesindeki sipariş bakiyesinin önümüzdeki dönemde gelir görünürlüğünü desteklemesini bekliyoruz. Sipariş bakiyesinin %89'u ihracattan oluşuyor ve ABD %72 pay ile en önemli kaynak konumunda. Şirket 2026 için 1,1 milyar USD satış hedefini koruyor ve hedefe ulaşılabilmesi için 4Ç26'da yaklaşık 407 milyon USD hasılat elde edilmesi gerekiyor. ABD teslimatlarının seyri ve kısa vadeli finansal yatırımlardaki değer hareketleri, önümüzdeki dönemde şirket için takip edeceğimiz temel unsurlardır.

GAYRİMENKUL

GYO sektöründe 3Ç26, AVM işletmecileri arasında operasyonel performansın farklılaştığı, konut geliştiricilerinde ise proje bazlı gelirlerin kârlılık üzerinde belirleyici olduğu bir dönem oldu. Genel olarak kira gelirlerindeki reel büyüme ve nakit yaratma kapasitesi, şirketler arasındaki ayrışmada öne çıktı. Reel satış gelirleri yıllık bazda Rönesans GYO'da (RGYAS) %18,7, Torunlar GYO'da (TRGYO) %16, Emlak Konut GYO'da (EKGYO) %38,2 artarken, Akiş GYO (AKSGY) ve Halk GYO'da (HLGYO) sırasıyla %0,4 ve %0,9 geriledi. Kira gelirleri tarafında

RGYAS yıllık %29,5 artışla pozitif ayrışırken, TRGYO'da %10,7, HLGYO'da %10,2 artış kaydedildi. AKSGY'de ise kira gelirleri reel olarak yatay seyretti. Konut geliştirme tarafında EKGYO'nun yüksek kârlılığa sahip arsa satışları büyümeyi desteklerken, HLGYO'da konut satışlarının zayıf seyri operasyonel performansı sınırladı.

FAVÖK tarafında EKGYO yıllık %166,4, TRGYO %42,4 ve RGYAS %29,6 artış kaydederken, AKSGY ve HLGYO'da sırasıyla %2 ve %57,9 düşüş yaşandı. Kârlılık tarafında TRGYO %77,5 ile en yüksek FAVÖK marjına sahip olurken, marjı önceki çeyreğe göre 880 baz puan arttı. RGYAS'ta FAVÖK marjı yıllık 590 baz puan artışla %69,1'e yükselirken, güçlü kira büyümesi ve maliyet yönetimi toparlanmayı destekledi. EKGYO'da yüksek marjlı arsa satışlarının katkısıyla FAVÖK marjı %42,5'e ulaşırken, AKSGY'de %66,7'ye, HLGYO'da ise %21,7'ye geriledi. Operasyonel performans açısından RGYAS pozitif ayrışırken, EKGYO'nun güçlü kârlılığında proje karmasının etkili olması ve HLGYO'nun net kârında değerleme gelirlerinin öne çıkması dikkat çekti.

TRGYO 4,7 milyar TL, AKSGY ise 1,2 milyar TL net nakit pozisyonuyla öne çıkarken, RGYAS'ın net borcu 2Ç26 sonundaki 23,7 milyar TL'den 26,2 milyar TL'ye, HLGYO'nun net borcu ise 17,3 milyar TL'ye yükseldi. Nakit akışı tarafında TRGYO ve RGYAS güçlü işletme nakit akışlarıyla pozitif ayrışırken, AKSGY'de nakit yaratımı iyileşti. EKGYO'da devam eden işletme nakit çıkışı ve HLGYO'da artan finansman ihtiyacı ise bilanço üzerindeki başlıca baskı unsurları oldu.

4Ç26 beklentilerimiz: AVM işletmecilerinde enflasyona ve kiracı cirolarına endeksli kira sözleşmelerinin gelirleri desteklemesini beklerken, tüketimdeki yavaşlama reel kira büyümesini sınırlayabilir. Konut geliştiricilerinde ise finansman koşullarının ve proje teslimatlarının satışlar üzerindeki etkisi belirleyici olabilir. RGYAS'ta portföy genişlemesi ve kira yenilemelerinin gelir katkısı, TRGYO'da nakit yaratımının sürdürülebilirliği, AKSGY'de reel kira büyümesinin seyri, EKGYO'da proje karması ve nakit akışı, HLGYO'da ise finansman yükü ve konut satışlarının performansı önümüzdeki dönemde takip edeceğimiz başlıca unsurlar olacak.

GIDA PERAKENDESİ

Gıda perakendesinde 3Ç26 sonuçlarına baktığımızda, BİM'in reel satış büyümesi ve güçlü nakit üretimiyle, Şok'un ise kârlılıktaki toparlanmayla öne çıktığını düşünüyoruz. Yıllık reel ciro büyümesi BİM'de %5,4, Migros'ta %3,3, Şok'ta ise %1,2 seviyesinde gerçekleşti. BİM'de Türkiye benzer mağaza müşteri trafiği %1,8 gerilerken, nominal sepet büyümesi %34,9 ile %29,6'lık iç enflasyonun üzerinde kaldı.

Kârlılık tarafında Şok'un FAVÖK marjı yıllık yaklaşık 80 baz puan artarak %5,2'ye yükselirken, BİM'in marjı yaklaşık 20 baz puan düşüşle %7,2, Migros'un marjı yaklaşık 50 baz puan

düşüşle %8,3 oldu. Migros ve Şok'un bir önceki çeyreğe göre belirgin marj toparlanması dikkat çekici. Net kâr BİM'de yıllık %51,8 artışla 10,4 milyar TL'ye, Şok'ta 343 milyon TL'den 989 milyon TL'ye yükselirken, Migros'ta 5,1 milyar TL'den 3,5 milyar TL'ye geriledi. Net kârlarda vergi ve faaliyet dışı kalemlerin de etkili olduğunu belirtmek isteriz.

İlk dokuz ayda faaliyetlerden nakit girişi BİM'de 64,9 milyar TL, Migros'ta 28,5 milyar TL ve Şok'ta 23,5 milyar TL oldu. Kira yükümlülükleri hariç net nakit BİM'de yaklaşık 41,7 milyar TL, Migros'ta 35,2 milyar TL seviyesindeyken, Şok'ta 19,1 milyar TL oldu. Migros'un 2026 reel büyüme beklentisini %5–7'den %4–5'e indirmesi ise görünümü sınırlayan unsur oldu. Sonuç olarak, üç şirketin sonuçlarını da hafif olumlu değerlendirirken, net kârların piyasa beklentisini BİM ve Migros'ta aştığını, Şok'ta ise beklentiye paralel gerçekleştiğini belirtmek gerekiyor.

HAVACILIK

3Ç26'da operasyonel kârlılık açısından TAV Havalimanları (TAV) pozitif ayrışırken, Türk Hava Yolları (THYAO) ve Pegasus (PGSUS) yakıt maliyetlerindeki sert artışın baskısına rağmen beklentilerin üzerinde FAVÖK açıkladı. PGSUS, buna karşın marj ve net kârda en belirgin daralmayı yaşayan şirket oldu. Orta Doğu'daki savaş ortamı ve yüksek jet yakıtı fiyatları sektör görünümünü baskılamaya devam ediyor.

Marjlar ve net kâr: TAV'da genişleme, THYAO ve PGSUS'ta ise jet yakıtı kaynaklı daralma. TAV'ın FAVÖK marjı yıllık 250 baz puan artışla %43,3'e yükselirken, THYAO'da 440 baz puan daralarak %22,5'e, PGSUS'ta ise 520 baz puan daralarak %30,7'ye geriledi. Net kâr, TAV'da faaliyet dışı kalemlerin de desteğiyle %32 artışla 165,4 milyon avroya yükselirken, THYAO'da %6 düşüşle 1.290 milyon ABD dolarına, PGSUS'ta ise %10 düşüşle 205 milyon avroya geriledi.

Trafik ve gelirler: Birim gelirler havayolu şirketlerini destekledi. THYAO'da artan doluluk oranı ve bölgedeki arz kısıtlarıyla %46 büyüyen kargo gelirleri öne çıktı. PGSUS'ta ise yolcu başına yan gelir rekor seviyeye ulaştı. TAV'da Almatı gelirleri jet yakıtı satışlarındaki düşüşle gerilerken, Ankara, BTA (yiyecek-içecek hizmetleri) ve Kuzey Makedonya büyümeyi destekledi.

4Ç26 beklentilerimiz: Yakıt maliyetlerinin THYAO ve PGSUS marjları üzerindeki baskısının yılın son çeyreğinde de sürmesini bekliyoruz. THYAO'da kargo gelirleri ve birim gelirlerdeki seyir, PGSUS'ta Smartwings entegrasyonu ve yan gelirler, TAV'da ise Almatı tarife artışının etkisi ve Orta Doğu kaynaklı trafik riskleri temel izleme noktaları olarak öne çıkmaktadır. Savaşın sona ermesi hâlinde üç şirket için de talep tarafında olumlu etki öngörüyoruz.

HAYAT DIŞI SİGORTA

3Ç26 sonuçlarında hayat dışı sigortacılık sektöründe teknik kârlılık ve net kâr performansı açısından farklılaşma görüldü. Aksigorta'nın net kârı çeyreklik %17, yıllık %6 artarken, birleşik oran 700 baz puan iyileşerek %123'e geriledi. Anadolu Sigorta'da net kâr çeyreklik

%5, yıllık %8 artış gösterirken, birleşik oranın %114'e yükselmesi operasyonel kârlılık üzerinde baskı oluşturdu. Türkiye Sigorta ise karşılık giderlerinin etkisiyle 5,5 milyar TL net zarar açıkladı. Şirketin yatırım gelirleri hariç teknik kârı da çeyreklik bazda bozulma gösterdi. Özetle, Aksigorta teknik performanstaki iyileşmeyle pozitif ayrışırken, Anadolu Sigorta'da teknik kârlılık zayıfladı. Türkiye Sigorta ise yüksek karşılık giderleri ve teknik kârlılıktaki bozulma nedeniyle çeyreğin en zayıf performansını sergiledi.

HAYAT-EMEKLİLİK

3Ç26 sonuçlarında hayat-emeklilik sektöründe her iki şirket de güçlü teknik kârlılık ve net kâr büyümesi sergiledi. Agesa'nın net kârı çeyreklik %18, yıllık %86, Anadolu Hayat Emeklilik'in net kârı ise çeyreklik %15, yıllık %49 arttı. Toplam teknik kâr Agesa'da %34, Anadolu Hayat Emeklilik'te ise %12 artış gösterdi. Özetle, her iki şirket de teknik kârlılık ve net kâr gelişimi açısından güçlü bir performans sergilerken, %74 öz kaynak kârlılığına ulaşan Agesa, %62 öz kaynak kârlılığı kaydeden Anadolu Hayat Emeklilik'in bir adım önüne çıktı.

HOLDİNGLER

3Ç26'da holdingler arasında belirgin ayrışma görüldü. Koç Holding (KCHOL), Tüpraş'ın güçlü performansıyla net kârda öne çıkarken, Doğan Holding (DOHOL) madencilik ve Karel öncülüğünde en güçlü operasyonel büyümeyi kaydetti. Sabancı Holding (SAHOL) bankacılık dışı faaliyetlerde dayanıklılığını korurken, Anadolu Grubu Holding (AGHOL) ana iştiraklerindeki yaygın kârlılık baskısıyla negatif ayrıştı. Portföy tarafında ise AGHOL'ün TOGG'dan çıkış kararı çeyreğin öne çıkan gelişmelerinden biri oldu.

Operasyonel ayrışma: DOHOL öne çıkarken AGHOL geride kaldı. DOHOL, madencilik ve Karel'in katkısıyla FAVÖK'ünü yıllık %64 artırırken, marjını 710 baz puan iyileştirdi. KCHOL'de güçlü rafineri marjları otomotiv ve dayanıklı tüketimdeki zayıflığı telafi etti. SAHOL'de bankacılık dışı birleşik FAVÖK marjı 318 baz puan iyileşirken, bankacılıktaki daralma konsolide performansı sınırladı. AGHOL'de ise meşrubat, bira ve otomotivdeki baskılar FAVÖK'ün %13 gerilemesine neden oldu.

Net kâr: Güçlü manşet kârlar, farklı kalitede büyüme. KCHOL'ün net kârı üç kattan fazla artmasına rağmen büyüme büyük ölçüde enerji segmentinde yoğunlaştı. DOHOL'de güçlü operasyonel büyümeye yatırım gelirleri de eşlik etti. SAHOL'de bankacılık dışı faaliyetler net kârı desteklerken, düşük vergi ve finansman giderlerinin de katkısı görüldü. AGHOL'de ise net kâr %46 gerileyerek operasyonel zayıflığı yansıttı.

Likidite: AGHOL'de TOGG satışı öne çıkarken holdinglerin likidite pozisyonları güçlü. AGHOL'ün TOGG'daki %23 payını 184 milyon avroya satmak üzere anlaşması, holdingin 5,2 milyar TL solo net borçtan net nakit pozisyonuna geçmesini sağlayacak. KCHOL ve DOHOL sırasıyla 963 milyon ve 645 milyon ABD doları solo net nakit pozisyonlarını korudu. SAHOL'de solo net nakit 657 milyon ABD doları olurken, açıklanan 7 milyar TL'lik geri alım programı öne çıktı.

KİMYA / YAPI MALZEMELERİ

3Ç26 sonuçlarında Aksa Akrilik'in FAVÖK büyümesi daha güçlü olmakla birlikte, her iki şirketin de operasyonel kârlılığında baskı görüyoruz. Aksa Akrilik'te FAVÖK yıllık %33 artarak 1,68 milyar TL'ye ulaştı ancak çeyreklik %25 geriledi. FAVÖK marjı %14,4'e düşerken, 367 milyon TL net kâr 717 milyon TL'lik konsensüsün belirgin altında kaldı. Satış gelirleri yıllık %11 artışla 11,7 milyar TL'ye ulaştı. Özellikle ikinci çeyreğe göre marjlardaki daralma ve dördüncü çeyrekte yıllık FAVÖK düşüşü beklentimiz nedeniyle kısa vadeli görünümü daha temkinli değerlendiriyoruz.

Kalekim'de ise net kâr yıllık %17 düşüşle 265 milyon TL oldu ve 235 milyon TL'lik konsensüsü aştı. Ancak FAVÖK yıllık %20 gerileyerek 726 milyon TL'ye düşerken, FAVÖK marjı %19,7'ye indi. Satış gelirleri yıllık yalnızca %2 artarken çeyreklik %17 büyüdü. Ayrıca net kârın yaklaşık 120 milyon TL'lik finansal yatırım değerleme geliriyle desteklenmesi, operasyonel performans ile net kâr arasındaki ayrışmayı gösteriyor.

4Ç26 beklentilerimiz: Aksa Akrilik'te ikinci çeyrekteki güçlü kârlılığın ardından marj normalleşmesinin devam etmesini ve FAVÖK'ün yıllık bazda gerilemesini bekliyoruz. Kalekim'de ise yurt içi hacim büyümesi destekleyici olsa da uluslararası pazarlardaki zayıflık ve marj baskısı devam ediyor. Bu grupta kısa vadede iki şirket için de temkinliyiz; Aksa Akrilik'in yıllık FAVÖK büyümesine rağmen çeyreklik momentum kaybı dikkat çekiyor.

LASTİK / OTOMOTİV YAN SANAYİ

3Ç26 sonuçlarına baktığımızda, operasyonel açıdan Brisa'nın Kordsa'ya göre daha güçlü ve dengeli sonuçlar açıkladığını düşünüyoruz. Brisa'da FAVÖK yıllık %12, çeyreklik %28 artarak 2,38 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı yıllık 220 baz puan, çeyreklik 190 baz puan iyileşerek %17,7'ye ulaştı. Satış gelirleri reel olarak %2 gerilemesine rağmen toplam satış hacmi %2,5 arttı. Özellikle üretim verimliliği, maliyet disiplini ve yüksek katma değerli premium lastiklerin artan katkısı marjları destekledi. Net kâr yıllık %37, çeyreklik %117 artışla 527 milyon TL'ye yükseldi ve beklentilere paralel gerçekleşti. Ancak FAVÖK'ün konsensüsün yaklaşık %5 altında kalması ve net borcun çeyreklik %10 artarak 7 milyar TL'ye ulaşması nedeniyle sonuçları nötr değerlendiriyoruz.

Kordsa'da ise 3Ç25'teki 398 milyon TL net zarara karşılık 3Ç26'da 177 milyon TL net kâr açıklanması olumlu olmakla birlikte, net kâr beklentilerin hafif altında kaldı. Lastik güçlendirme faaliyetlerindeki fiyat ve hacim baskısı devam ederken kompozit segmentindeki toparlanmanın sürdürülebilirliği temel takip konusu olmaya devam ediyor. Brisa'nın aksine Kordsa'da operasyonel toparlanmanın henüz aynı ölçüde güçlü ve dengeli olduğunu söylemek zor.

4Ç26 beklentilerimiz: Brisa'da ürün karmasındaki iyileşme, maliyet disiplini ve üretim verimliliğinin marjları desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte satış fiyatları üzerindeki baskı ve hammadde maliyetleri risk oluşturuyor. Kordsa'da Endonezya operasyonlarındaki normalleşme ve kompozit segmentindeki büyüme olumlu; ancak lastik

güçlendirme faaliyetlerindeki zayıflık devam edebilir. Bu grupta operasyonel momentum ve kârlılık görünümü açısından Brisa'yı Kordsa'nın önünde tutuyoruz.

MADENCİLİK

3Ç26'da Türk Altın (TRALT), 2Ç26'daki zayıf görünümün aksine ciro, FAVÖK ve net kârda beklentilerin üzerinde sonuç açıkladı. Net satışlar yıllık %18 artışla 8,6 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK ise %29 artışla 3,6 milyar TL'ye çıkarak konsensüsün %20 üzerinde gerçekleşti ve marj %38,3'ten %41,8'e yükseldi. Brüt kâr yalnızca %8 artarken FAVÖK'ün daha hızlı büyümesi, büyük bölümü satışların maliyeti altında kaydedilen amortisman giderlerindeki artıştan kaynaklandı. Net kâr ise diğer faaliyet giderlerindeki artışın etkisiyle yıllık %31 gerileyerek 2,5 milyar TL oldu, ancak beklentilerin belirgin üzerinde kaldı.

4Ç26 beklentilerimiz: Şirket, 2026 yılı için 30,9 milyar TL hasılat, 14,4 milyar TL brüt kâr, 11,0 milyar TL FAVÖK ve 133.000 onsun üzerinde altın satışı öngörüyor. 9A26 itibarıyla hasılat beklentisinin %75,9'u, brüt kâr beklentisinin %86,1'i, FAVÖK beklentisinin %91,9'u ve altın satış beklentisinin %77,1'i gerçekleştirildi. Önümüzdeki süreçte altın fiyatlarındaki oynaklık ile Mollakara ve Sındırgı madenlerindeki gelişmeler takip edilmesi gereken temel konular olarak öne çıkmaktadır.

OTOMOTİV

3Ç26'da operasyonel kârlılık açısından Tofaş (TOASO) ve Ford Otosan (FROTO) görece pozitif ayrışırken, Türk Traktör'de (TTRAK) dipten toparlanma sinyalleri güçlendi. Doğuş Otomotiv (DOAS) ise sert marj daralması ve beklentilerin belirgin altında kalan FAVÖK ile en zayıf bilançoyu açıkladı. İç pazardaki daralma ve aşağı revize edilen hacim beklentileri sektör görünümünü baskılamaya devam ediyor.

Marjlar: TOASO ve TTRAK'ta toparlanma, DOAS'ta sert bozulma. FAVÖK marjı çeyreklik bazda TTRAK'ta 360 baz puan, TOASO'da 92 baz puan ve FROTO'da 60 baz puan iyileşirken, DOAS'ta 440 baz puan daralarak %1,1'e geriledi. Yıllık bazda TOASO 97 baz puanlık iyileşmeyle pozitif ayrıştı.

Hacimler: İhracat TOASO ve FROTO'yu destekledi. TOASO'da yurt içi satışlar %38 daralırken ihracat %80 arttı. FROTO'da ise yurt içi hacimler %51 gerilerken ihracat %11 büyüdü. DOAS'ın toptan satışları %25, TTRAK'ın toplam satışları %13 daraldı.

Hacim beklentilerinde aşağı yönlü revizyonlar öne çıktı. TOASO satış hedeflerini düşürmesine rağmen 2026 vergi öncesi kâr marjı beklentisini %4'e yükseltti. FROTO yurt içi satış hedefini aşağı çekerken marj beklentisini korudu. DOAS toplam pazar tahminini düşürmesine rağmen kendi satış hedefini yükseltti. TTRAK beklentilerini değiştirmedi.

4Ç26 beklentilerimiz: İç pazarda hızlı toparlanma beklemiyoruz. TOASO'da K9 üretimi ve kârlılık hedefleri, FROTO'da ihracat performansı ve Avrupa düzenlemeleri, DOAS'ta marj ve

stok normalleşmesi, TTRAK'ta ise finansman koşulları ve traktör talebindeki toparlanma temel izleme noktaları olacak.

RAFİNERİ / PETROKİMYA

3Ç26'da rafineri ve petrokimya faaliyetleri arasında belirgin bir ayrışma görüyoruz. Tüpraş güçlü rafineri marjlarından yararlanırken, Petkim'de petrokimya marjlarındaki sert daralma operasyonel görünümü zayıflatıyor. Tüpraş'ta özellikle dizel ve jet yakıtı crack marjları üçüncü çeyrek boyunca güçlü seyretti. Şirketin 2026 net rafineri marjı beklentisini 6–7 ABD$/varilden 13–15 ABD$/varile yükseltmesi de yılın ikinci yarısındaki güçlü kârlılık görünümünü destekliyor.

Petkim'de ise ikinci çeyrekte 485 ABD$/ton olan etilen-nafta farkı üçüncü çeyrekte yaklaşık 75 ABD$/tona geriledi. Bu sert daralma, ikinci çeyrekte görülen operasyonel toparlanmanın sürdürülebilirliği açısından olumsuz. Petrokimya ürün fiyatlarındaki gerileme ve zayıf talep koşulları da marjlar üzerinde baskı yaratıyor.

Aygaz tarafında ise Tüpraş'ın güçlü kârlılığının EYAŞ üzerinden sağladığı iştirak katkısı önemli olmaya devam ediyor. Bununla birlikte şirketin kendi LPG operasyonlarındaki kârlılık ve nakit yaratma performansını ayrıca değerlendirmek gerekiyor.

4Ç26 beklentilerimiz: Ekim ayında dizel crack marjının Eylül'deki 84 ABD$/varilden 67 ABD$/varile, benzin crack marjının ise 43,5 ABD$/varilden 21,5 ABD$/varile gerilemesi, Tüpraş'ın üçüncü çeyrekte yararlandığı güçlü marjların mevsimsel olarak normalleştiğine işaret ediyor. Petkim'de düşük etilen-nafta farkları nedeniyle temkinli kalıyoruz. Aygaz'da ise LPG operasyonlarının performansı ve EYAŞ katkısı belirleyici olacak. Bu grupta Tüpraş'ı Petkim'e tercih ediyoruz.

SAĞLIK

3Ç26'da sağlık sektöründe Medical Park (MPARK), ciro, FAVÖK ve net kârda konsensüsün üzerinde sonuç açıkladı. Ciro yıllık %7 artışla 18,2 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK yıllık %10 artışla 5,7 milyar TL'ye yükseldi ve marj 83 baz puan artışla %31,3'e çıktı. Ana ortaklık net kârı %6 artışla 2,2 milyar TL oldu. Net kârdaki artışta Samsun Medikal'deki %20'lik azınlık payının alınmasıyla bu paya ait ilk yarı kârının ana ortaklığa aktarılması etkili oldu. Net borç/FAVÖK oranı 0,7x ile düşük seviyesini korudu.

4Ç26 beklentilerimiz: Temmuz ayında Özel Hekimlik Uygulaması katsayılarında yapılan %20,1'lik artışın operasyonel performansı desteklemeye devam etmesini öngörüyoruz. Çanakkale ve Bursa hastanelerinin devreye girmesiyle marjlarda sınırlı bir baskı görülebilir, ancak yönetim 2026'da %30'un üzerinde marj öngörmektedir. Samsun Medikal ödemesiyle yıl sonunda net borç/FAVÖK oranının 0,9x civarına yükselmesi beklenmektedir.

SAVUNMA

Savunma sektöründe 3Ç26'da Aselsan güçlü büyüme ve marj artışıyla öne çıkarken, Otokar'da Romanya zırhlı araç teslimatlarının katkısıyla FAVÖK'ün yeniden pozitife dönmesi dikkat çekti. Aselsan'ın reel satış gelirleri yıllık %35,1 artarak 58,1 milyar TL'ye, FAVÖK'ü %50,8 artarak 16,0 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 288 baz puan artışla %27,6'ya ulaştı. Net kâr %81,6 artışla 11,2 milyar TL olurken, ciro, FAVÖK ve net kâr piyasa beklentilerinin sırasıyla %5, %12 ve %25 üzerinde gerçekleşti. İlk dokuz ayda alınan yeni siparişlerin %146 artışla 14,0 milyar ABD dolarına, bakiye siparişlerin ise yıl sonuna göre %51 artışla 30,7 milyar ABD dolarına ulaşması büyüme görünümünü destekliyor. Bununla birlikte, yüksek yatırım harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle net borcun yıl sonundaki 17,4 milyar TL'den 55,2 milyar TL'ye yükselmesini izliyoruz.

Otokar'da ise satış gelirleri yıllık %10,6 artışla 13,8 milyar TL'ye ulaşırken, savunma araçlarının cirodaki payı %11'den %25'e yükseldi. Piyasa FAVÖK zararı beklerken şirket 168 milyon TL pozitif FAVÖK açıkladı; ancak %1,2'lik marj kârlılığın halen sınırlı olduğuna işaret ediyor. Yüksek finansman giderleri nedeniyle şirket 1,95 milyar TL net zarar açıklarken, zarar beklentilerin altında kaldı. Romanya sözleşmesine ilişkin ilk dokuz ayda kaydedilen 1,77 milyar TL'lik ceza kaynaklı gelir indiriminin ardından üçüncü çeyrekte ilave kesinti olmaması olumlu. Ancak net borcun hazirandaki 45,3 milyar TL'den 52,0 milyar TL'ye yükselmesi ve ilk dokuz ayda faaliyetlerden 7,7 milyar TL nakit çıkışı finansman baskısının sürdüğünü gösteriyor.

Sonuç olarak, Aselsan sonuçlarını olumlu, Otokar sonuçlarını ise hafif olumlu değerlendiriyoruz. Siparişlerin teslimat ve nakit tahsilatına dönüşümü her iki şirket için de önemini koruyor.

TAAHHÜT / MÜHENDİSLİK

3Ç26 sonuçlarına baktığımızda, operasyonel açıdan en güçlü sonuçları ORGE'nin açıkladığını, ENKA'nın beklentilerin altında kaldığını, Tekfen'de ise belirgin bir operasyonel bozulma yaşandığını görüyoruz. ORGE'de satış gelirleri yıllık %45 artarak 1,49 milyar TL'ye, FAVÖK ise %17 artarak 731 milyon TL'ye yükseldi. Net kâr %14 artışla 205 milyon TL olurken beklentimize paralel gerçekleşti. FAVÖK marjı yıllık yaklaşık 1.200 baz puan gerilemesine rağmen %48,9 ile yüksek seviyesini korudu. Bakiye iş tutarının yıllık %91 artarak 6 milyar TL'ye ulaşması ve ilk dokuz ayda 2,3 milyar TL yeni iş alınması, önümüzdeki dönem için gelir görünürlüğünü destekliyor. Şirketin 358 milyon TL net nakit pozisyonu da olumlu.

ENKA'da ise net kâr yıllık %68, çeyreklik %77 gerileyerek 3,4 milyar TL'ye düştü ve 5,1 milyar TL'lik konsensüsün belirgin altında kaldı. Bu zayıflığın ana nedeni, geçen yılın aynı dönemindeki 7,5 milyar TL yatırım gelirinin bu çeyrekte 2,4 milyar TL yatırım zararına dönüşmesi oldu. FAVÖK yıllık %2 artışla 8,5 milyar TL'ye yükselse de beklentilerin %6 altında kaldı. Taahhüt FAVÖK'ü %5, enerji FAVÖK'ü %34 gerilerken gayrimenkul FAVÖK'ü %40 arttı. Bakiye iş tutarı 8,4 milyar ABD dolarından 8,1 milyar ABD dolarına gerilese de güçlü seviyesini

koruyor. Finansal yatırımlar dâhil 5,4 milyar ABD dolarlık net nakit pozisyonu şirketin en önemli güçlü yönü olmaya devam ediyor.

Tekfen'de ise operasyonel performans belirgin şekilde bozuldu. Konsolide FAVÖK geçen yılki 264 milyon TL kârdan 307 milyon TL zarara dönerken, taahhüt bölümünde 96 milyon TL FAVÖK zararı oluştu. Tarımsal sanayi faaliyetlerindeki sert kârlılık kaybı da konsolide sonuçları olumsuz etkiledi. Buna karşılık taahhüt bakiye iş tutarının ikinci çeyrek sonundaki 413 milyon ABD dolarından 956 milyon ABD dolarına yükselmesi olumlu. Artışın büyük bölümü yeni Pursaklar–Esenboğa raylı sistem projesinden kaynaklandı. Ancak yeni işlerin kârlılığa katkısı henüz görülmedi.

4Ç26 beklentilerimiz: ORGE'de güçlü iş portföyü ve yeni sözleşmelerin satış büyümesini desteklemesini bekliyoruz; ancak FAVÖK marjlarında normalleşme devam edebilir. ENKA'da 8,1 milyar ABD dolarlık iş portföyü ve güçlü net nakit pozisyonu olumlu olmakla birlikte, taahhüt segmentindeki marjların seyri ve finansal yatırımların net kâra etkisi belirleyici olacak. Tekfen'de ise yeni projelerin devreye alınması, taahhüt kârlılığının toparlanması ve tarımsal sanayideki zayıflığın giderilmesi temel takip başlıkları. Bu grupta operasyonel momentum açısından ORGE'yi ön planda tutuyoruz. ENKA güçlü bilançosuyla ayrışırken, Tekfen'de kısa vadeli görünümü zayıf değerlendiriyoruz.

TELEKOM

3Ç26'da her iki operatörde de gelir büyümesi hızlanırken, FAVÖK marjlarında Turkcell (TCELL) pozitif ayrıştı. Mobil ARPU'daki reel daralma her iki şirkette de yavaşlarken, Türk Telekom'da (TTKOM) mobil gelirler yeniden reel büyümeye geçti. TCELL'i güçlü abone kazanımı, marj performansı ve bilanço yapısıyla görece daha olumlu değerlendiriyoruz.

Ciro / FAVÖK: TTKOM büyümede öne çıktı. TTKOM'un reel gelirleri yıllık %12, FAVÖK'ü %7 artarken, TCELL'de büyüme sırasıyla %6 ve %7 oldu. Her iki şirkette de gelir büyümesi 2Ç26'ya göre hızlandı. TTKOM'da ICT projeleri, TCELL'de ise kurumsal segment büyümeyi destekledi.

Marjlar: TCELL belirgin şekilde pozitif ayrıştı. TCELL'in FAVÖK marjı yıllık 30 baz puan artışla %44,2'ye ulaşırken, TTKOM'da 200 baz puan daralarak %42,9'a geriledi. TTKOM'da düşük marjlı ICT projelerinin artan katkısı kârlılığı baskılarken, TCELL'de operasyonel gider verimliliği marjları destekledi.

Mobil: Abone kazanımında TCELL, ARPU toparlanmasında TTKOM öne çıktı. TCELL 701 bin net faturalı abone kazanırken, TTKOM'un toplam mobil net abone kazanımı 670 bin oldu. Abone metrikleri farklı olsa da her iki operatörde de güçlü abone kazanımı devam etti. Reel mobil ARPU daralması TCELL'de %3,9'dan %2,3'e, TTKOM'da ise %5,9'dan %0,8'e geriledi. TTKOM'da mobil gelirler yıllık reel %2,2 büyüdü. Her iki operatörde de fiyat artışlarının kontrat yenilemeleriyle önümüzdeki dönemlerde ARPU'yu desteklemesini bekliyoruz.

Sabit geniş bant: TTKOM'un ARPU performansı daha güçlü. TTKOM'da sabit geniş bant ARPU yıllık reel %7,3 artarken, TCELL'de konut fiber ARPU büyümesi %2,7 oldu. Her iki şirkette de yüksek hızlı paketlere geçiş gelir kalitesini desteklemeye devam ediyor.

Bilanço / yatırım: TCELL daha güçlü konumunu korudu. TCELL'in net borç/FAVÖK oranı çeyreklik 0,36x'ten 0,31x'e gerilerken, TTKOM'da yaklaşık 1,0x seviyesinde kaldı. TCELL'in gayrimenkul ve TOGG yatırımları yıl sonunda borçluluğu artırabilecek olsa da bilanço esnekliği devam ediyor. TTKOM'da ise yüksek 5G ve fiber yatırımları nakit üretimi açısından önemli bir unsur olmaya devam ediyor.

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.