

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

2026 yılının 2. çeyreği, şirketler açısından geçiş döneminin izlerini taşımaya devam etti. Tüm BIST şirketleri dikkate alındığında, 41 şirket cirosunu, FAVÖK'ünü, esas faaliyet kârını ve net kârını yıllık bazda artırmış. Ancak bu rakam aldatıcı: net borçta azalış şartı da eklenince sayı 23'e geriliyor. Bu, toparlanmanın henüz tabana yayılmadığı ve sektörler arasında belirgin ayrışmaların sürdüğünü gösteriyor. Sonuç olarak, şirket kârlılıklarında henüz genele yayılan güçlü bir toparlanmadan ziyade, seçici bir iyileşmen öne çıkmış durumda. Genel olarak birçok şirkette reel ciro büyümesi sınırlı kalmaya devam etti. İç pazarda dezenflasyon sürecinin ve sıkı finansal koşulların baskıladığı talep ile ihracat pazarlarında, özellikle Avrupa'da devam eden zayıf seyrir, satış performansını sınırlayan başlıca unsurlar oldu. Enflasyondaki yavaşlamaya rağmen işçilik maliyetlerinin geriye dönük fiyatlamaya etkisiyle yüksek seyretmesi, bilançoların kârlılık kısmında belirleyici rol oynamayı sürdürdü. Satış hacmini artırmaktan çok operasyonel verimliliğe, ürün karmasına ve ihracat gelirlerine odaklanan şirketlerde finansal omurga belirgin şekilde daha sağlam göründü. Öte yandan, TL'deki reel değerlenmenin ithal girdi maliyetlerini sınırlaması ve enerji maliyetlerinin görece ılımlı seyri, bazı sanayi şirketlerinin brüt kârını destekledi. Geçen yılın aynı dönemine kıyasla finansal yapılarıdaki bozulmanın hız kestiği izlendi. Bilançolardaki zedelenmenin 2024-2025 döneminde derinleştiği düşünüldüğünde, bu çeyrekte finansman giderlerindeki yükün kademeli olarak hafiflemeye başlaması önemli bir ayrıntı olarak öne çıkıyor.

Faiz indirim döngüsünün devamına yönelik beklentiler, borçluluğu yüksek şirketler için önümüzdeki dönemde finansman tarafında rahatlama ihtimalini gündemde tutuyor. Buna karşın yüksek reel faiz ortamı, işletme sermayesi ihtiyacı yüksek ve borçlu şirketlerin net kârını baskılamaya devam etti. Bazı şirketlerde ise zarardan kâra dönüşler ve marj toparlanmaları geleceğe yönelik olumlu sinyaller verdi. 3. çeyrekte bu işaretlerin daha güçlü ve yaygın gelmesi durumunda, özellikle defter değerinin altında fiyatlanan ve operasyonel dönüşüm hikâyesi taşıyan şirketler için potansiyel fırsatlar doğabilir. Sonuç olarak, 2Ç26 finansalları toparlanmanın başladığını ancak seçici olduğunu gösterdi; iyileşmenin devamı dezenflasyonun seyrine ve finansman koşullarındaki gevşemenin hızına bağlı görünüyor. 2026 yılı ikinci çeyrek bilanço döneminde petrokimya, perakende, savunma sanayii ve sigorta sektörleri güçlü sonuçlarıyla öne çıktı. Petrokimya sektöründe TUPRS, perakende sektöründe BİMAS ve savunma sanayii tarafında ASELS güçlü sonuçlar açıklarken, sigorta sektöründe TURSİ öne çıkan şirketlerden biri oldu.

Söz konusu dönemde diğer şirketler incelendiğinde ise CCOLA, ASTOR, BRSAN, KRDM ve KTELV'nin sonuçlarını da olumlu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, şirket bazındaki güçlü sonuçların altında yatan dinamiklerin farklılaştığını ve bilanço performansının sektör ve şirket özelinde değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. "En kötü geride kaldı" tezinin güç kazanması açısından ise para politikasındaki normalleşme adımları önemli hale geliyor. Nitekim Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bu hafta, yaklaşık altı aylık aranın ardından bir hafta vadeli repo ihalelerine yeniden başlama kararı alması, para politikası açısından önemli bir normalleşme adımı olarak öne çıktı. Söz konusu karar doğrudan bir faiz indirimi anlamına gelmese de bankaların politika faizi üzerinden fonlanmasının yeniden başlamasıyla birlikte fonlama maliyetlerinin aşağı gelmesi ve para politikasının aktarım mekanizmasının normalleşmesi açısından önemli bir sinyal niteliğinde. Bu adımı, önümüzdeki dönemde faiz indirimlerine yönelik beklentileri de desteklemektedir. Bu çerçevede, 2026 yılının ikinci yarısında şirket kârlılıklarının güçlenip güçlenmeyeceği; enflasyondaki gerilemenin hızı, faizlerin seyri ve finansman koşullarındaki normalleşmenin ne ölçüde gerçekleşeceğine bağlı olacak. Özellikle yüksek faiz ortamının şirketlerin finansman giderleri ve işletme sermayesi üzerindeki baskısının azalması, bilanço toparlanmasının daha geniş bir tabana yayılması açısından kritik önem taşıyor.

Bununla birlikte, küresel ölçekte gümrük tarifelerinin seyri ve dış ticarete korumacılığın boyutu şirketler açısından önemli bir risk unsuru olmaya devam ediyor. Özellikle ihracat ağırlıklı yüksek şirketler açısından küresel ticaret hacmi, dış talep koşulları ve maliyetlerdeki değişimler yakından takip edilmeli. Bir diğer önemli unsur ise 2026 yılında kurun seyri olacak. TL'nin reel değerlenmesinin devam etmesi ihracatçı şirketler açısından rekabetçilik baskısı yaratabilirken, ithal girdi maliyeti yüksek şirketler açısından daha olumlu bir tablo oluşturabilir. Dolayısıyla kur hareketlerinin şirketler üzerindeki etkisinin sektör ve şirket bazında farklılaşmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, şirketlerin bozulan finansal yapılarında daha belirgin bir güçlenmenin görülmesi ve toparlanmanın bilançolara daha geniş ölçekte yansımaları için 2026 yılının son çeyreği ile 2027 yılının ilk çeyreğinin daha belirleyici olabileceğini düşünüyoruz. Bu dönemde faiz indirimleri bilançolara tam yansır, operasyonel aksiyonların sonuçları netleşebilir ve marj iyileşmeleri belirginleşebilir. Ancak bu toparlanmanın zamanlaması; enflasyonun seyri, faiz indirimlerinin hızı, kur hareketleri ve küresel ticaret koşullarına bağlı olarak şirketler arasında farklılaşabilir. 2Ç26 finansalları toparlanmanın başladığını ancak seçici olduğunu gösterdi; iyileşmenin devamı dezenflasyonun seyrine ve finansman koşullarındaki gevşemenin hızına bağlı görünüyor.

Şirketler		2Ç26/2Ç25 Değişim (%)			DEĞERLENDİRME
		Net Satışlar	FAVÖK	Net Kar	
	AEFES	%2,8	%11,0	(%4,6)	Anadolu Efes'in ikinci çeyrek net satışları yıllık %2,8 artışla 87,49 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kâr %5,9 artışla 34,51 milyar TL'ye ulaşırken brüt kâr marjı %38,3'ten %39,4'e çıktı. Esas faaliyet kârı %9,5 artışla 12,87 milyar TL, esas faaliyet kâr marjı ise yaklaşık %14,7 olarak gerçekleşti. FAVÖK %11 artışla 17,45 milyar TL'ye, FAVÖK marjı %18,5'ten %19,9'a yükseldi. Konsolide satış hacmi %7,4 artışla 33,2 milyon hektolitreye yükselirken büyümenin ana kaynağını alkolsüz içecek operasyonları oluşturdu. Bira grubu satış hacmi %8 azalarak 3,8 milyon hektolitreye geriledi. Türkiye bira hacmi, tüketici satın alma gücündeki zayıflama, olumsuz hava koşulları ve turizm sezonunun beklentilerin altında başlamasının etkisiyle %12,5 düşerek 1,8 milyon hektolitre oldu. Bununla birlikte haziran ayında hacimlerin yeniden büyüme göstermesi çeyreğin ilk iki ayındaki daralmanın bir bölümünü dengeledi. Uluslararası bira hacmi raporlanan bazda %4,1 azalışla Gürcistan'daki ihracat yapılması etkisi hariç tutulduğunda %1,2 büyüdü. Kazakistan'daki orta tek haneli hacim artışı ve premium segmentteki güçlü performans uluslararası operasyonları destekledi. Bira grubunun satış gelirleri %6,1 azalışla 19,39 milyar TL'ye, FAVÖK'ü (BMKÖ) %27,7 azalışla 3,09 milyar TL'ye geriledi. Bira grubu FAVÖK marjı, Türkiye'deki hacim düşüşü, sabit maliyetlerin birim maliyet üzerindeki etkisi ve Efes markasının yenilenmesine yönelik pazarlama harcamaları nedeniyle 476 baz puan gerileyerek %15,9 oldu. Buna karşılık Kazakistan ve Moldova operasyonlarında FAVÖK marjlarının %30'un üzerinde korunması uluslararası operasyonların dayanıklılığına işaret etti. Ana ortaklık net kârı yıllık %4,6 azalışla 5,12 milyar TL olarak gerçekleşti. Vergi öncesi kâr %28,7 artışla 12,52 milyar TL'ye ve toplam dönem kârı %5,8 artışla 9,23 milyar TL'ye yükselmesine rağmen vergi giderinin 1,01 milyar TL'den 3,30 milyar TL'ye, kontrol gücü olmayan paylara ayrılan kârın ise 3,35 milyar TL'den 4,10 milyar TL'ye çıkması ana ortaklık net kârını sınırladı. Daha yüksek parasal pozisyon kazancı ve gerileyen net finansman giderleri ise net sonucu destekledi. İkinci çeyrekte 1,96 milyar TL pozitif serbest nakit akımı yaratıldı. İlk yarı serbest nakit akımı ise geçen yılki 15,16 milyar TL negatif seviyeden 5,84 milyar TL negatif seviyeye iyileşti. Haziran sonunda konsolide net borç yıllık %21 azalışla 65,66 milyar TL'ye gerilerken net borç/FAVÖK oranı 1,9x'ten yaklaşık 1,26x'e indi. Bununla birlikte bira grubunun net borç/FAVÖK oranı 4,7x seviyesinde bulunurken konsolide kaldıraçtaki iyileşmede CCI'nin güçlü FAVÖK ve nakit katkısı belirleyici oldu. Şirket, Türkiye bira operasyonlarında beklenenden daha zayıf seyreden talep nedeniyle 2026 bira grubu hacim beklentisini düşük tek haneli büyümeden düşük tek haneli daralmaya revize etti. Uluslararası bira hacminin yatay, alkolsüz içecek hacminin ise orta tek haneli büyümesi bekleniyor. Konsolide FAVÖK marjı beklentisi yatay görünümde hafif daralmaya, bira grubu FAVÖK marjı beklentisi ise TMS 29 kapsamında 150 baz puan daralmaya güncellendi. Buna karşılık bira grubunun yıl genelinde başa baş ile pozitif arasında serbest nakit akımı üretmesi ve konsolide yatırım harcamalarının satışlara oranının yüksek tek haneli seviyelerde gerçekleşmesi öngörüldü. Ayrıca Tarih Üzüm'ün %60'ının 25,4 milyon dolar karşılığında temmuz ayında devralınması, şirketin bira dışındaki kategorilerde daha geniş bir içecek portföyü oluşturma stratejisi açısından önem taşımaktadır. Özetle; konsolide marj iyileşmesi, alkolsüz içecek operasyonlarının güçlü hacim ve FAVÖK performansı, serbest nakit akımındaki toparlanma ve kaldıraç oranındaki gerilemeyi olumlu değerlendiriyoruz. Türkiye bira operasyonlarındaki hacim daralması, bira grubu marjındaki gerileme ve aşağı yönlü güncellenen beklentiler izlenmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını alkolsüz içecek operasyonlarının güçlü katkısıyla pozitif değerlendiriyoruz.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	AKSA	%22,0	%45,9	%4.540,9	Aksa Akrilik'in ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %22 artışla 11,22 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kâr %18,5 artışla 1,66 milyar TL olurken brüt kâr marjı 43 baz puan daralarak %14,8 seviyesinde gerçekleşti. Esas faaliyet kârı, faaliyet giderlerindeki artış ve diğer faaliyet gelir/giderlerinin 183 milyon TL net gelirden 27 milyon TL net gidere dönmelerinin etkisiyle %21,2 azalarak 657 milyon TL'ye geriledi; esas faaliyet kâr marjı %9,1'den %5,9'a indi. FAVÖK ise %45,9 artışla 2,13 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı 311 baz puan genişleyerek %19,0 oldu. Esas faaliyet kârı ile FAVÖK arasındaki ayrışmada amortisman ve itfa giderlerinin 807 milyon TL'den 1,44 milyar TL'ye yükselmesi belirleyici olurken söz konusu giderin 587 milyon TL'si ileri malzemeler segmentinden kaynaklandı. İkinci çeyrekte toplam elyaf satış hacminin yıllık %21 artarak yaklaşık 79 bin tona ulaşması ve kapasite kullanım oranının %90 seviyesinde gerçekleşmesi operasyonel görünümü destekledi. İhracatçı ciro içindeki payı ise %64 oldu. Ana ortaklık net kârı, geçen yılın aynı dönemindeki 30 milyon TL zarardan 1,33 milyar TL kâra yükseldi. Net kârdaki iyileşmede 1,32 milyar TL'ye ulaşan net parasal pozisyon kazancı ve net finansman giderinin 1,35 milyar TL'den 767 milyon TL'ye gerilemesi etkili oldu. Bu nedenle net kârdaki güçlü artışın önemli ölçüde operasyon dışı kalemlerden destek aldığını değerlendiriyoruz. İlk yarıda satış gelirleri %20,3 artışla 22,66 milyar TL'ye, FAVÖK %48,2 artışla 4,14 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı %14,8'den %18,3'e çıkarken ana ortaklık net kârı 2,05 milyar TL olarak gerçekleşti. İşletme faaliyetlerinden 3,26 milyar TL nakit girişi sağlarken yaklaşık 1,25 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı 2,01 milyar TL oldu; önceki yılın aynı döneminde bu tutar 1,52 milyar TL seviyesindeydi. Haziran sonunda finansal borçlar 28,44 milyar TL olurken net borç yaklaşık 23,10 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Finansal borçlar yıllık bazda belirgin artış göstermekle birlikte 2025 yıl sonuna kıyasla %7,8 geriledi. Net borç/FAVÖK oranının da yıl sonundaki 3,66x seviyesinden 2,85x'e inmesi borç ödeme kapasitesi açısından kısmi iyileşmeye işaret etti. Cari oran yıllık bazda 1,17x'ten 0,91x'e gerilemesine karşın yıl sonundaki 0,85x seviyesinin üzerine çıktı. Döviz pozisyonunda ise türev işlemler dâhil doğal korunma öncesi açık 15,65 milyar TL, stokların doğal koruma etkisi sonrasında yaklaşık 7,78 milyar TL seviyesinde bulunuyor. Şirket, 2026 yılı için %85 ±5 puan kapasite kullanım oranı, yaklaşık 1 milyar dolar ciro, %15-18 FAVÖK marjı ve 65 milyon dolar ±10 milyon dolar yatırım harcaması öngörüsünü koruyor. İlk yarı FAVÖK marjının hedef aralığının hafif üzerinde gerçekleşmesi, Aksa Carbon'daki %90'ın üzerindeki kapasite kullanımı ve katma değerli ürünlerin ihracat hacmindeki %28,2 payı yılın geri kalanına yönelik görünümü destekliyor. Özetle; satış hacmindeki artış, FAVÖK marjındaki genişleme, pozitif serbest nakit akımı ve net borç/FAVÖK oranındaki iyileşmeyi olumlu değerlendiriyoruz. Buna karşılık esas faaliyet kâr marjındaki daralma, düşük seyreden cari oran ve net kârın parasal pozisyon kazancından aldığı yüksek katkı izlenmesi gereken başlıklar olarak öne çıkıyor. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını sınırlı pozitif olarak değerlendiriyoruz.
	ARDYZ	%225,4	%388,4	%2.115,8	2Ç26 döneminde operasyonel kârlılığa belirgin iyileşme içeren, beklentilerin ötesinde güçlü bir performans ortaya koymuştur. Net satışlar yıllık bazda %225,4 artışla 2.336 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, ana ortaklık net kârı düşük baz etkisinin de katkısıyla %2.115,8 artarak 525 mn TL'ye ulaşmıştır. FAVÖK %388,4 artışla 1.212 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu ölçek sıçramasında organik büyümenin yanı sıra 2025 sonunda tamamlanan İntron Bilişim birleşmesinin konsolidasyon etkisi belirleyici olup, yıllık karşılaştırmaların bu baz farkı gözetilerek değerlendirilmesi gerektiği kanaatindeyiz. 2Ç26 döneminin öne çıkan unsuru marj dinamikleridir: ciro %225 büyürken faaliyet giderlerindeki artışın %20,1 ile sınırlı kalması güçlü bir operasyonel kaldıraç etkisi yaratmış; OPEX/Ciro oranı %39,6'dan %14,6'ya gerilerken, brüt kâr marjı %54,9'a, FAVÖK marjı %39,4'ten %51,9'a, net kâr marjı ise %3,3'ten %22,5'e yükselmiştir. Çeyreklik bazda da kârlılık momentumunun korunduğu görülmektedir. Buna karşılık, 311 mn TL düzeyindeki net finansal gider yükü ve nakit akışı tarafındaki zayıflama görülmektedir. Görünüm tarafında, kamu dijital dönüşüm harcamalarındaki ivme ve 2026 başında imzalanan 504 mn TL bedelli kamu sözleşmesi gelir görünürlüğüne desteklemektedir. Genel değerlendirmemiz, 2Ç26 sonuçlarının birleşme sonrası ulaşılacak yeni ölçeğin kârlılığa güçlü biçimde yansıdığını teyit ettiği yönündedir; önümüzdeki dönemde %50'nin üzerindeki FAVÖK marjının sürdürülebilirliği, entegrasyon sürecinin seyri, finansman yükünün yönetimi ve operasyonel kârlılığın nakit akışına dönüşümü temel takip başlıkları olacaktır.
	ARMGD	%90,1	%245,8	%865,6	Şirket, 2Ç26'da net satışlarda yıllık %90,1 artışla 4,75 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Brüt kârlılık %113,0 artışla 1,03 milyar TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı %21,7 seviyesinde korunmuştur. 2Ç26'da ana ortaklık net kârı yıllık bazda %865,5 artışla 1,44 milyar TL'ye ulaşmıştır. Net kâr marjı 1Ç26'daki %6,0'dan %30,4'e yükselmiş, yaklaşık 24 puan genişleme kaydedilmiştir. Esas faaliyet kârı %229,3 artışla 762,3 milyon TL'ye, FAVÖK marjı %84,6'ya yükselmiş, OPEX/Ciro oranı %5,13'te tutulmuştur. İlk yarı genelinde hasılatını %49 arttıran FAVÖK'ü %96 artıran şirket, ihracatın ciroya oranını %65 seviyesinde koruyarak döviz geliri yaratımını sürdürmüştür. Yenilenebilir enerji yatırımları maliyetleri düşürücü etki yaratırken, operasyonel nakit yaratım yeteneği finansal yapısını güçlendirmiştir. Şirketin operasyonel verimlilik, ihracat temelli büyüme stratejisi ve marj genişletme başarısı sektördeki üstün konumlanışını göstermektedir. Şirket 2Ç26'da operasyonel verimlilik, ihracat temelli büyüme stratejisi ve marj genişlemesi ile öne çıkmaktadır. Şirketin 2Ç26 sonuçları mevsimsel dinamiklerin olumlu etkisiyle rekor kâr marjını kırması ve %865,5 net kâr artışı sağlama nedeniyle olumlu değerlendirilmekteyiz.
	ASELS	%32,6	%32,2	%61,3	2Ç26 sonuçları güçlü ve beklentilerin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti. Şirketin cirosu yıllık reel %32,6 artışla 51,8 milyar TL'ye ulaştı. Net kâr %61,3 artışla 8,5 milyar TL oldu. FAVÖK 14,0 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı %27,0 ile güçlü seviyesini korudu; net kâr marjı yaklaşık 3 puan iyileşerek %16,4'e çıktı. İlk yarı hasılatı dolar bazında %37 büyüdü. Çeyreğin asıl yapısal hikâyesi büyümenin kompozisyonu oldu. Yurt dışı satışlar %152,6 artarken ihracatın ciro içindeki payı %10,3'ten %19,7'ye çıktı. Yalnızca ikinci çeyrekte 3,64 milyar dolarlık yeni sözleşme imzalandı. Böylece ilk yarıda alınan yeni işler %72 artışla 4,9 milyar dolara, bakiye siparişler %45 artışla 23,2 milyar dolara ulaştı ve yeni alınan işlerin satışlara oranı 2,5 katına yükseldi. Yönetim, bakiye siparişlerde 30 milyar dolar hedefini telaffuz ediyor. AR-GE harcamaları 804 milyon dolara, kapasite yatırımları %195 artışla 323 milyon dolara çıktı. Buna rağmen Net Borç/FAVÖK'ün 0,55'e gerilemesi, büyümenin sağlıklı finanse edildiğini gösteriyor. Öte yandan net borcun %43 artışla 33,8 milyar TL'ye yükselmesi ve esas faaliyet kâr marjındaki yıllık 6,7 puanlık gerileme izlenmesi gereken iki nüans. Genel tablo, güçlü sipariş akışı, ihracatın artan katkısı ve yüksek bakiye sipariş portföyüyle stratejik dönüşümün rakamlara somut biçimde yansıdığını ve ileriye dönük yeniden değerlendirme potansiyelini desteklediğini gösteriyor.
	ASTOR	%1,8	%2,8	%124,7	Astor Enerji, 2026 yılı ikinci çeyreğinde yıllık %1,8 artışla 9,28 milyar TL satış geliri elde etti. Esas faaliyet kârı %7 artışla 3,29 milyar TL'ye yükselirken, esas faaliyet kâr marjı %33,7'den %35,5'e çıktı. FAVÖK yıllık %2,8 artışla 3,46 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı %37,3 ile piyasa beklentisi olan %33,5'in üzerinde gerçekleşti. Net kâr ise yıllık %124,7 artışla 2,71 milyar TL'ye yükseldi ve net kâr marjı %29,2 seviyesinde oluştu. Yıllıklandırılmış ROE yaklaşık %22,4 olarak hesaplandı. İlk yarıda satış gelirleri %7,5 artışla 19,21 milyar TL'ye, net kâr ise %87,7 artışla 4,65 milyar TL'ye ulaştı. Segment bazında güç transformatorü gelirleri %8, dağıtım transformatorü gelirleri ise %10 gerilerken, büyüme en önemli katkı %98 artış gösteren ticari satış ve diğer gelirler kaleminden geldi. Toplam satış hacmi %42 artışla 24.208 MVA'ya yükselse de dolar bazlı trafa gelirlerindeki zayıflık, fiyatlama ve ürün karması baskısına işaret etti. Bilanço tarafında şirket güçlü görünümünü koruyor. Toplam varlıklar 70,58 milyar TL, özkaynaklar 43,80 milyar TL seviyesinde bulunurken, Astor Enerji 9,43 milyar TL net nakit pozisyonuna sahip. Operasyonel nakit akışı 4,3 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, finansal yatırımlar ve yeni fabrika yatırımları nedeniyle serbest nakit akışı hafif negatif seyretti. Sipariş bakiyesi ise 1Ç26'daki 960 milyon dolardan 1,93 milyar dolara yükseldi. Şirket, 1,1 milyar dolarlık yıl sonu ciro hedefini koruyor. Devam eden 450 milyon dolarlık yatırım programı kapsamında güç transformatorü kapasitesinin 32 bin MVA'dan 102 bin MVA'ya çıkarılması hedefleniyor. Özetle, Astor Enerji'de güçlü marjlar, yüksek sipariş bakiyesi ve net nakit pozisyonu olumlu unsurlar olarak öne çıkıyor. Buna karşın ciro büyümesindeki sınırlı seyir, nakit akışındaki zayıflık dikkatle izlenmelidir.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	AYGAZ	%10,2	%42,2	%236,3	Aygaz'ın ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %10,2 artışla 29,07 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kâr %16,4 artışla 3,11 milyar TL olurken brüt kâr marjı 57 baz puan genişleyerek %10,7 seviyesinde gerçekleşti. Esas faaliyet kârı %29,6 artışla 735 milyon TL'ye, esas faaliyet kâr marjı ise %2,2'den %2,5'e yükseldi. Brüt kârdaki artış operasyonel performansı desteklerken faaliyet giderlerindeki yaklaşık 110 milyon TL'lik yükseliş ve diğer faaliyet gelirlerinin net katkısının 180 milyon TL'den 20 milyon TL'ye gerilemesi faaliyet kârındaki artışı sınırladı. FAVÖK, artan LPG satış hacmi, güçlenen dağıtım marjları ve olumlu stok etkisinin katkısıyla %42,2 artarak 1,15 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı da 89 baz puanlık iyileşmeyle %3,9 oldu. İkinci çeyrekte toplam LPG satış hacmi yıllık %7 artışla 638 bin tona ulaşırken ilk yarıdaki toplam satış hacmi %5 artışla 1,22 milyon ton olarak gerçekleşti. Aygaz'ın ocak-mayıs dönemindeki toplam LPG pazar payı 1,6 puan artarak %27,3'e yükselirken tüplügaz ve toplam LPG pazarındaki lider konumu devam etti. Ana ortaklık net kârı yıllık %236,3 artışla 4,28 milyar TL'ye yükseldi ve net kâr marjı %4,8'den %14,7'ye çıktı. Net kârdaki güçlü artışın ana kaynağını özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar oluşturdu. Bu yatırımlardan sağlanan 3,93 milyar TL'lik kâr katkısının 3,69 milyar TL'si EYAŞ'tan gelirlerin iştirak katkısı vergi öncesi kârın yaklaşık %88'ini oluşturdu. United Aygaz'ın 205 milyon TL'lik pozitif katkısı da iştirak performansını destekledi. Dolayısıyla net kâr görünümünde Aygaz'ın operasyonel faaliyetlerinin yanında EYAŞ ve dolaylı olarak Tüpraş'ın performansı belirleyici olmayı sürdürdü. İlk yarıda satış gelirleri %1,9 azalarak 52,49 milyar TL olurken ithal ürünlerden kaynaklanan ve satışlar ile satışların maliyetine eş zamanlı eklenen ÖTV tutarındaki düşüş bu görünümünde etkili oldu. ÖTV etkisi dışında bırakıldığında ilk yarı satış gelirleri %7,7 artış gösterdi. İlk yarı FAVÖK'ü %25,3 artışla 1,97 milyar TL'ye, FAVÖK marjı %2,9'dan %3,7'ye yükselirken ana ortaklık net kârı %243 artışla 4,42 milyar TL oldu. Nakit akışı tarafında ilk yarıda işletme faaliyetlerinden 1,28 milyar TL nakit çıkışı gerçekleşti. Yaklaşık 701 milyon TL'lik maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımları sonrasında serbest nakit akımı 1,98 milyar TL negatif oldu. İşletme nakit akışındaki görünümde yaklaşık 1,6 milyar TL tutarındaki yeni gemi alım taksitlerinin peşin ödenmiş giderler içinde sınıflandırılması etkili oldu. Bu nedenle nakit akımındaki zayıflamanın önemli bir bölümünün büyüme yatırımlarından kaynaklandığını değerlendiriyoruz. Haziran sonunda nakit ve nakit benzerleri 7,11 milyar TL, kiralama yükümlülükleri dâhil finansal borçlar 3,17 milyar TL ve net nakit pozisyonu 3,94 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Net nakit yıllık bazda 3,09 milyar TL'den, ilk çeyrekteki 1,15 milyar TL seviyesinde yükselmekle birlikte yıl sonundaki 6,39 milyar TL'nin altında kaldı. Bu değişimde 2,95 milyar TL'lik temettü ödemesi ve gemi yatırımları etkili oldu. Cari oran yıllık bazda 1,31x'ten 1,55x'e yükselirken bilanço yapısı güçlü görünümünü korudu. Doğal koruma öncesi 2,14 milyar TL olan net yabancı para açığı, LPG stokları dikkate alındığında 1,08 milyar TL seviyesine geriliyor. Şirket, 2026 yılı için 200-220 bin ton tüplügaz ve 750-790 bin ton otogaz satış hacmi beklentisini koruyor. Tüplügaz pazar payının ise %23,5-24,5 aralığında gerçekleşmesi hedefleniyor. Ayrıca United Aygaz'ın ilk yarı satış hacminin %59 artışla 145 bin tona ulaşması ve Bangladeş'te devam eden kapasite yatırımları, yurt dışı operasyonların orta vadeli katkısını destekliyor. Özetle; LPG satış hacmindeki artış, FAVÖK marjındaki iyileşme, güçlenen pazar payı ve net nakit pozisyonunun korunmasını olumlu değerlendiriyoruz. Net kârın yüksek EYAŞ katkısıyla desteklenmesi ve ilk yarı serbest nakit akımının yatırım ödemeleri nedeniyle negatif seyretnesi izlenmesi gereken başlıklar olmakla birlikte, ikinci çeyrekte hem operasyonel sonuçların hem de net kârın güçlü gerçekleşmesi nedeniyle sonuçları pozitif değerlendiriyoruz.
	BIMAS	%9,6	%9,0	%125,4	BİM, 2026 yılının ikinci çeyreğinde yıllık %9,6 artışla 221,9 milyar TL satış geliri elde etti. Brüt kâr yıllık %2,6 artışla 42,67 milyar TL'ye yükselirken brüt kâr marjı, geçen yılın aynı dönemindeki %20,5 seviyesinden %19,2'ye geriledi. Buna karşılık faaliyet giderlerinin satışlara oranının %18,2'den %16,4'e düşmesi, brüt marjdaki daralmayı önemli ölçüde telafi etti. Şirket sunumundaki tanıma göre FVÖK yıllık %30 artışla 6,30 milyar TL'ye, FVÖK marjı %2,4'ten %2,8'e yükseldi. Finansal tablolarla diğer faaliyet gelir ve giderleri dahil edildiğinde esas faaliyet kârı 5,33 milyar TL ve esas faaliyet kâr marjı %2,4 olarak gerçekleşti. İkinci çeyrek FVAÖK'ü yıllık %9 artışla 13,57 milyar TL'ye ulaşırken FVAÖK marjı %6,1 ile geçen yılın aynı dönemine paralel seyretti. Ana ortaklık net kârı ise yıllık %125,4 artışla 8,02 milyar TL'ye yükselirken net kâr marjı %1,8'den %3,6'ya çıktı. Bununla birlikte net kârdaki güçlü artışın yalnızca operasyonel performanstan kaynaklanmadığını belirtmek gerekiyor. Net parasal pozisyon kazanıcının 1,78 milyar TL'den 6,78 milyar TL'ye yükselmesi, net kâr büyümesine önemli katkı sağladı. İlk yarı net kâr ve ortalama ana ortaklık özkaynağı üzerinden hesaplanan yıllıklandırılmış ROE yaklaşık %15,1 seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel göstergelerde, BİM Türkiye'nin aynı mağaza satışları ikinci çeyrekte %37,3 büyüdü. Aynı mağaza sepet tutarı %36,7 artarken müşteri trafiği %0,4 yükseldi. İlk yarıda ise müşteri trafiğinin %0,1 gerilemesi, satış büyümesinin büyük ölçüde sepet tutarı ve fiyat artışları üzerinden sağlandığına işaret ediyor. Yurt dışı operasyonlarında Fas, ikinci çeyrekte 9,7 milyar TL satış ve 817 milyon TL FVAÖK ile yaklaşık %8,4 FVAÖK marjına ulaşarak konsolide kârlılığa olumlu katkı sağladı. Mısır operasyonunun FVAÖK marjı ise yaklaşık %1,7 ile görece sınırlı kaldı. Şirket ilk yarıda 37,91 milyar TL işletme nakit akışı yarattı ve 12,64 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirdi. İşletme nakit akımından yalnızca yatırım harcaması çıkarıldığında yaklaşık 25,27 milyar TL nakit üretimi hesaplanırken şirketin yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan tüm nakit akışlarını içeren resmi serbest nakit akımı 11,40 milyar TL oldu; bu tutar önceki yılın aynı döneminde 10,61 milyar TL seviyesindeydi. Net borç ise yaklaşık 32,4 milyar TL ve son 12 aylık net borç/FVAÖK oranı yaklaşık 0,58x seviyesindedir. Buna karşılık kiralama yükümlülükleri hariç tutulup kısa vadeli finansal yatırımlar nakit benzeri kabul edildiğinde şirket 29,5 milyar TL net nakit pozisyonuna sahiptir. Bu nedenle BİM'in klasik banka borcu açısından güçlü ve likit bilanço yapısını koruduğu söylenebilir. Şirketin TMS 29 uygulanmış 2026 hedefleri; satışlarda %6 ±2 büyüme, %6,5 ±0,5 FVAÖK marjı ve yatırım harcamalarının satışlara oranında %3,0-3,5 aralıktır. İlk yarıda gerçekleşen %9,9 satış büyümesi hedef aralığının üzerinde, %5,4 FVAÖK marjı hedef aralığının altında ve %2,8 yatırım harcaması/satış oranı hedefin hafif gerisindedir. Satış büyümesinin hedeflerin üzerinde seyretnesi, faaliyet giderlerinde sağlanan operasyonel kaldiraç, mağaza ağındaki genişleme ve güçlü likidite pozisyonu olumlu unsurlar olarak öne çıkıyor. Buna karşılık brüt marjdaki 132 baz puanlık daralma, aynı mağaza müşteri trafiğinin ilk yarıda yatay kalması ve net kâr büyümesinin önemli ölçüde parasal pozisyon kazanıcyla desteklenmesi dikkate izlenmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını genel olarak pozitif değerlendiriyoruz.
	BRSAN	%43,1	%90,9	%72,6	2Ç26'da zayıf geçen ilk çeyreğin ardından belirgin bir operasyonel toparlanma ile güçlü sonuçlar açıkladı. Net satışlar yıllık %43,1 artışla 25.210 mn TL'ye, ana ortaklık net kârı %72,6 artışla 1.523 mn TL'ye, FAVÖK ise %90,9 artışla 2.960 mn TL'ye ulaştı; FAVÖK büyümesinin ciro büyümesinin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşmesi operasyonel kaldiraç etkisine işaret etmektedir. Marjlardaki belirgin genişleme sonuçların öne çıkan tarafı oldu. Şirketin, FAVÖK marjı 1Ç26'daki %4,7'den %11,7'ye, net kâr marjı ise %1,5'ten %6,0'ya yükselmiştir; iyileşme ağırlıklı olarak brüt kârlılık ve ürün karması kaynaklıdır. İlk yarı itibarıyla net satışlar 43.593 mn TL, FAVÖK 3.821 mn TL, net kâr 1.797 mn TL olmuştur. Yönetim, 2026 satış geliri hedefini 2,2-2,4 mlr USD'ye, FAVÖK marjı hedefini %9-11'e yukarı revize ederken hacim hedefini korumuştur; bu, büyümede fiyatlama ve yüksek katma değerli ürün karmasının belirleyici olacağına işaret etmektedir. Gelir hedefinin alt bandı ulaşılabilir görünürken, %11'lik marj üst bandı ikinci yarıda daha güçlü performans gerektirmektedir. Küresel ticaret politikaları, Avrupa'daki zayıf talep ve emtia fiyat dalgalanmaları başlıca riskler olmakla birlikte, ikinci yarıda beklenen teslimat yoğunlaşması olumlu görünümü desteklemektedir. Önümüzdeki dönemde marjın kalıcılığı ve kârlılığın nakit akışına dönüşümü temel takip noktaları olacaktır.
	CCOLA	%5,7	%26,1	%24,2	Coca-Cola İçecek, 2026 yılının ikinci çeyreğinde operasyonel kârlılık açısından güçlü sonuçlar açıkladı. Net satışlar yıllık %5,7 artışla 67,22 milyar TL'ye, brüt kâr %14,2 artışla 25,71 milyar TL'ye ulaştı; brüt kâr marjı 2,8 puan genişleyerek %38,2 oldu. FAVÖK 14,88 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı %18,6'dan %22,2'e çıktı. Ana ortaklık net kârı da %24,2 artışla 8,29 milyar TL olarak gerçekleşti. Net finansman giderlerinin yıllık yaklaşık 1 milyar TL azalması, operasyonel performans ek olarak net kârı destekledi. Konsolide satış hacmi %9,8 büyürken Türkiye hacmi %1,1 geriledi, uluslararası operasyonların hacmi ise %15,4 arttı. Pakistan'daki %17, Kazakistan'daki %12,7 ve Özbekistan'daki %21,1 büyüme uluslararası görünümü destekledi. İlk yarıda 2,3 milyar TL serbest nakit akımı yaratılması, geçen yılın aynı dönemindeki 7,4 milyar TL negatif seviyeye göre belirgin iyileşmeye işaret etti. Net borç/FAVÖK oranı da 2025 sonundaki 0,77x seviyesinden 0,66x'e geriledi. Yönetim, 2026 beklentilerini korurken fiyatlama disiplini, ürün ve kanal karması ile maliyet kontrolüne odaklanmayı sürdürüyor. Marj genişlemesi, güçlü uluslararası hacim ve nakit akışındaki toparlanma doğrultusunda sonuçları pozitif değerlendiriyoruz; Türkiye hacmi ve jeopolitik gelişmelerin uluslararası operasyonlara etkisi ek edilecek.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	CIMSA	(%9,7)	(%2,3)	%40,3	Çimsa'nın ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %9,7 azalışla 13,00 milyar TL'ye geriledi. Türkiye'deki zayıf çimento talebi nedeniyle yurt içi satış hacmi %6,8 azalırken ABD'deki gri çimento öğütme tesisinin katkısıyla uluslararası satış hacmi %7,8 arttı. Böylece konsolide satış hacmi %0,9 artmasına rağmen zayıf fiyatlamaya ortamı ve TL'deki değer kaybının enflasyonun altında kalması ciroyu sınırlandırdı. Brüt kâr %11,6 azalışla 2,68 milyar TL olurken brüt kâr marjı %21,1'den %20,6'ya geriledi. Buna karşılık maliyet disiplini, operasyonel giderlerde sağlanan tasarruf ve alternatif yakıt kullanımındaki artış FAVÖK marjını destekledi. Şirketin açıkladığı FAVÖK %2,3 azalışla 2,62 milyar TL olurken FAVÖK marjı %18,6'dan %20,1'e yükseldi. Diğer faaliyet gelir ve giderleri hariç esas faaliyet kârı %10,4 azalışla 1,45 milyar TL'ye gerilerken ilgili marj %11,1 ile büyük ölçüde yatay kaldı. FAVÖK marjında 153 baz puanlık iyileşme bulunuyor. Net kâr %40,3 artışla 1,33 milyar TL'ye, net kâr marjı %7,7'den %12,2'ye yükseldi. Net finansman giderlerinin 648 milyon TL'den 503 milyon TL'ye gerilemesi ve net parasal pozisyon kazancının 201 milyon TL'den 650 milyon TL'ye çıkması net kâr artışını destekledi. İlk yarıda satışlar %5,3 azalışla 25,45 milyar TL, FAVÖK 4,19 milyar TL ve net kâr %52 artışla 2,01 milyar TL olarak gerçekleşti. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 1,59 milyar TL nakit çıkışı oluşurken yaklaşık 2,28 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı 3,87 milyar TL negatif oldu. Haziran sonunda net borç 26,25 milyar TL'ye, net borç/FAVÖK oranı 2,21x'ten 2,71x'e yükseldi. Konsolide nakit 4,8 milyar TL seviyesinde bulunurken finansal borçların yalnızca %34'ünün bir yıl içinde ödenecek olması borç vade yapısını destekliyor. Korunma işlemleri sonrasında yabancı para açık pozisyonunun yaklaşık 5 milyon dolarlık sınırlı kalması kur riski açısından olumlu görünmektedir. Mersin'deki yeni yatırımın devreye alınmasıyla yıllık kalsiyum alüminat çimentosu klinkeri kapasitesi 131 bin tondan 197 bin tona yükseldi. Eskişehir'de devreye alınan atık ısıdan elektrik üretim tesisinin fabrikanın elektrik ihtiyacının yaklaşık %25'ini, mevcut güneş enerjisi santraliyle birlikte toplam ihtiyacın yaklaşık %40'ını karşılaması bekleniyor. Özetle; zayıf yurt içi talebe rağmen uluslararası hacim büyümesi, FAVÖK marjındaki iyileşme ve katma değerli ürün yatırımlarını olumlu değerlendiriyoruz. Negatif serbest nakit akımı ve net borç/FAVÖK oranındaki yükseliş izlenmekle birlikte ikinci çeyrek sonuçlarını sınırlı pozitif olarak değerlendiriyoruz.
	CLEBI	%32,7	%26,7	%240,5	Çelebi Hava Servisi'nin ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %32,7 artışla 5,85 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kâr %34,3 artışla 1,89 milyar TL'ye ulaşırken brüt kâr marjı %32,3 seviyesinde gerçekleşti. Esas faaliyet kârı %33,2 artışla 1,28 milyar TL, FAVÖK ise %26,7 artışla 1,59 milyar TL oldu. FAVÖK marjı yıllık 1,3 puan daralarak %27,2 seviyesinde gerçekleşmesine karşın ana ortaklık net kârı %240,5 artışla 632 milyon TL'ye yükseldi. Finansman giderlerinin 143 milyon TL'den 392 milyon TL'ye çıkması kârlılığı sınırlayan unsurlardan biri olurken, güçlü faaliyet performansı net kârı destekledi. Hindistan hariç tutulduğunda, ilk yarıda hizmet verilen uçuş sayısı %2,7 artışla 94,2 bine ulaştı; Endonezya operasyonlarındaki %16,5 büyüme ve Kenya'nın katkısı çeşitlendirmeyi destekledi. Hindistan'daki güvenlik izinlerinin Mayıs 2025'te iptal edilmesi sonrasında ilgili faaliyetler durduruldu ve 2025 başından itibaren durdurulan faaliyet olarak muhasebeleştirildi. Şirket, bu süreçteki haklarını korumaya yönelik hukuki girişimlerini sürdürüyor; konuya ilişkin yaklaşık 2,1 milyar TL tutarındaki alacak, imtiyaz hakkı ve maddi duran varlıkların geri kazanım süreci önemini koruyor. Cari oran 2025 sonundaki 1,37 seviyesinden 1,27'ye gerilemekle birlikte nakit oranı 0,51'den 0,56'ya yükseldi. Güçlü ciro ve faaliyet kâr artışını olumlu değerlendirirken, Hindistan süreci, finansman giderleri ve FAVÖK marjının seyri yakından izlenecek.
	CVKMD	%77,3	%167,8	%95,7	CVK Maden'in ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %77,3 artışla 1,88 milyar TL'ye yükseldi. Büyümenin ana kaynağını, şubat ayında deneme üretimine ve nisan ayında ihracata başlayan Sarıalan Altın İşletmesi oluşturdu. Şirket ikinci çeyrekte 748 milyon TL altın konsantresi geliri elde ederken bu yeni ürün grubu yıllık ciro artışının yaklaşık %91'ini karşıladı. Yurt dışı satışların 725 milyon TL'den 1,56 milyar TL'ye yükselmesiyle ihracatın toplam satışlardaki payı %82,9'a çıktı. Brüt kâr %104,7 artışla 746 milyon TL'ye, brüt kâr marjı %34,4'ten %39,8'e yükseldi. Esas faaliyet kârı %62,1 artışla 500 milyon TL'ye ulaşırken esas faaliyet kâr marjı %29,2'den %26,7'ye geriledi. Marjdaki sınırlı düşüşte geçen yıl kaydedilen yüksek karşılık iptali gelirinin bu dönemde tekrarlanmaması etkili oldu. FAVÖK ise %168 artışla yaklaşık 789 milyon TL'ye, FAVÖK marjı %27,8'den %42,1'e yükseldi. Bu görünüm, Sarıalan'ın katkısıyla çekirdek operasyonel kârlılıkta güçlü bir iyileşme sağlandığını gösteriyor. Ana ortaklık net kârı %95,7 artışla 658 milyon TL'ye yükseldi. Net kâr artışında operasyonel performansın yanında 843 milyon TL net parasal pozisyon kazancı etkili oldu. Aynı dönemde net finansman gideri yaklaşık 633 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Parasal kazanç hariç tutulduğunda vergi öncesi sonuç negatif bölgede kalmakla birlikte güçlü FAVÖK büyümesi ana faaliyetlerdeki toparlanmayı destekliyor. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 918 milyon TL nakit çıkışı gerçekleşirken 2,27 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı yaklaşık 3,18 milyar TL negatif oldu. Nakit çıkışında yatırım harcamalarının yanı sıra alınan avansların çözülmesi ve diğer borçlardaki azalış etkili oldu. Haziran sonunda finansal borçlar 4,27 milyar TL'ye yükselirken nakit ve finansal yatırımlar 554 milyon TL'ye geriledi. Böylece net borç yaklaşık 3,72 milyar TL oldu. Cari oran 0,25x, korunma aracı bulunmayan net yabancı para açık pozisyonu ise 10,14 milyar TL seviyesindedir. Şirketin portföyünde 28 ruhsat ve toplam 8,72 milyon ons altın eşdeğeri kaynak ve rezerv bulunuyor. Yenipazar Polimetallik Maden Projesi için ilk üç yılını anapara geri ödemesiz, dokuz yıl vadeli 192 milyon dolar finansman sağlandı. Bilanço tarihinden sonra Trafigura'dan alınan yaklaşık 70 milyon dolarlık ön ödeme kısa vadeli likiditeyi destekleyecek olmakla birlikte gelecekteki ürün teslimatlarına bağlı bir avans niteliğindedir. Sarıalan sahasına ilişkin yeni ÇED olumlu kararı da üretim kapasitesinin geliştirilmesini destekliyor. Özetle; Sarıalan'ın üretime geçmesi, ihracat büyümesi ve FAVÖK marjındaki güçlü iyileşmeyi olumlu değerlendiriyoruz. Yüksek yatırım harcamaları, negatif serbest nakit akımı, artan net borç ve yabancı para açık pozisyonu izlenmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını operasyonel açıdan pozitif, genel görünüm açısından dengeli değerlendiriyoruz.
	CWENE	%8,6	%132,8	%76,5	Şirketin 2Ç26'da ciro su yıllık %8,6 artışla 4,50 milyar TL seviyesine ulaşırken, net kâr %76,5 artışla 500,5 milyon TL oldu. FAVÖK 1,03 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı %22,9 seviyesinde gerçekleşti. Net kâr marjı ise yaklaşık 4,3 puan iyileşerek %11,1'e yükseldi. 2026 yılının ilk yarısında hasılat %19 artarken FAVÖK %78,6 artışla 2,04 milyar TL'ye ulaştı. 2Ç26'da kârlılık tarafındaki güçlü performans öne çıkanken, FAVÖK marjındaki iyileşme operasyonel toparlanmayı desteklemiştir. OPEX/Ciro oranının %11,38 seviyesinde gerçekleşmesi de gider kontrolünün korunduğuna işaret etmektedir. İlk yarıda FAVÖK büyümesinin ciro artışının belirgin üzerinde gerçekleşmesi operasyonel kaldiraç etkisinin güçlendiğini göstermektedir. Genel değerlendirmemiz, 2Ç26 sonuçlarının özellikle FAVÖK ve net kârlılık açısından olumlu olduğu yönündedir. Brüt kâr marjının %21,7'ye ve FAVÖK marjının %22,9'a yükselmesi güçlü kârlılık görünümünün desteklerken, önümüzdeki dönemde marjların sürdürülebilirliği ve maliyet kontrolünün korunması temel izleme konuları olacaktır.
	ENERY	%28,1	%10,3	(%8,2)	Enerya Enerji'nin ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %28,1 artışla 8,92 milyar TL'ye yükseldi. Buna karşın esas faaliyet kârı %38,9 azalarak 837 milyon TL'ye gerilerken, esas faaliyet kâr marjı %9,4 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK 1,41 milyar TL, FAVÖK marjı ise %15,8 oldu. Ana ortaklık net kârı %8,2 azalışla 2,03 milyar TL'ye gerilerken, net kâr marjı %22,8 olarak hesaplandı. Net karın önemli bölümünü operasyonel performanstaki ziyade ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı. İlgili çeyrekte 595 milyon TL vergi öncesi kara karşılık, 1,97 milyar TL ertelenmiş vergi geliri yazılması sonucunda 1,56 milyar TL net vergi geliri oluştu. İlk yarıda satış gelirleri %20,5 artışla 27,42 milyar TL'ye, brüt kâr ise %23,9 artışla 4,12 milyar TL'ye yükseldi. Esas faaliyet kârı 4,42 milyar TL ile yatay kalırken, esas faaliyet kâr marjı %19,5'ten %16,1'e geriledi. Ana ortaklık net kâr ise %2,4 artışla 4,35 milyar TL oldu. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan elde edilen karın 1,16 milyar TL'ye yükselmesi sonuçları desteklerken, net parasal kaybın 1,90 milyar TL'ye çıkması kârlılığı sınırladı. Nakit akışı tarafında işletme faaliyetlerinden 5,29 milyar TL nakit yaratılırken, 2,28 milyar TL yatırım harcaması sonrası serbest nakit akımı 3,00 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bu tutar, geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %9,4 gerilemeye işaret etti. Haziran sonu itibarıyla şirket 8,44 milyar TL nakit ve nakit benzerine karşılık, kiralama yükümlülükleri dahil yaklaşık 3,50 milyar TL finansal borçla 4,94 milyar TL net nakit pozisyonunu korudu. Özetle Enerya'da ciro büyümesi ve net nakit pozisyonu olumlu görünürken, operasyonel marjlardaki daralma ve net karın büyük ölçüde ertelenmiş vergi gelirinden desteklenmesi dikkat çekmektedir. Ana ortaklık özkaynak kârlılığı yaklaşık %13,7 hesaplanmakla birlikte, doğal gaz dağıtımındaki mevsimsellik nedeniyle bu oran tam yıl performansı açısından temkinli değerlendirilmelidir.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	ENJSA	(%6,2)	%5,5	%135,0	Enerjisa Enerji'nin ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %6,2 azalarak 58,11 milyar TL oldu. Faaliyet karı %4,6 artışla 11,67 milyar TL'ye yükselirken esas faaliyet kar marjı %18'den %20,1'e çıktı. FAVÖK %5,5 artışla 13,68 milyar TL, FAVÖK marjı %20,9'dan %23,5'e yükseldi. Net kar %135 artışla 1,59 milyar TL olurken net kar marjı %1,1'den %2,7'ye çıktı. Şirketin kendi faaliyet göstergesine göre yatırım harcamaları geri ödemeleri dahil faaliyet geliri ilk yarıda reel %9 artışla 38,8 milyar TL, baz alınan net kâr %52 artışla 6,4 milyar TL oldu. İlk yarı serbest nakit akımı 21,99 milyar TL'den 20,67 milyar TL'ye geriledi. Net borç yıllık %17,8 artışla 81,85 milyar TL'ye, net borç/FAVÖK oranı 1,4x'ten 1,6x'e yükseldi. Raporlanan net kar üzerinden yıllıklandırılmış ROE yaklaşık %5 olarak hesaplandı. Özette operasyonel performansın olumlu seyretmesi, net kar artışındaki en önemli etken olurken, faaliyet dışı kalemlerde vergi ve finansman gideri karlılığı baskılayan unsurlar oldu. Genel anlamda operasyonel performansın güçlü seyretmesi nedeniyle şirketin açıklaması olduğu finansalları olumlu değerlendiriyoruz.
	ENKAİ	%41,8	(%20,7)	%28,5	Enka İnşaat'ın ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %41,8 artışla 48,92 milyar TL'ye yükseldi. Buna karşın brüt kar %9,4 azalarak 8,59 milyar TL'ye gerilerken, brüt kar marjı %27,5'ten %17,6'ya düştü. Esas faaliyet karı %28,2 azalışla 5,73 milyar TL'ye, FAVÖK ise %20,7 düşüşle 7,21 milyar TL'ye geriledi. FAVÖK marjı %26,3'ten %14,7'ye inerken, FAVÖK piyasa beklentisinin altında kaldı. Ana ortaklık net karı ise yıllık %28,5 artışla 15,03 milyar TL'ye yükselerek piyasa beklentisini belirgin şekilde aştı. Net kardaki güçlü görünümde 10,03 milyar TL net yatırım faaliyeti geliri ve 1,88 milyar TL ertelenmiş vergi geliri etkili oldu. Nakit akışı tarafında işletme faaliyetlerinden 8,92 milyar TL nakit girişi sağlanırken, yatırım harcamaları sonrası serbest nakit akımı 2,45 milyar TL oldu. Şirket, haziran sonu itibarıyla 172,3 milyar TL net nakit pozisyonunu koruyarak güçlü bilanço yapısını sürdürdü. İnşaat segmentindeki 8,39 milyar dolarlık bakiye sipariş büyüklüğü orta vadeli gelir görünürülüğünü destekliyor. Ayrıca Kırklareli doğal gaz santrali ve devam eden veri merkezi yatırımlarının önümüzdeki dönemde faaliyetlere katkı sağlaması bekleniyor. Özette; güçlü net nakit pozisyonu, yüksek bakiye sipariş büyüklüğü ve yeni yatırımlar olumlu görünmektedir. Operasyonel marjlardaki daralma ve FAVÖK'ün beklentilerin altında kalması nedeniyle ikinci çeyrek sonuçlarını sınırlı pozitif olarak değerlendiriyoruz.
	EREGL	%56,7	%59,2	%554,3	Ereğli Demir Çelik'in ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %56,7 artışla 64,88 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kâr %52 artarak 5,88 milyar TL'ye ulaşırken, brüt kâr marjı %9,3'ten %9,1'e sınırlı geriledi. Faaliyet kârı %81,4 artışla 2,76 milyar TL, FAVÖK ise %59,2 yükselişle 6,58 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK marjı %10'dan %10,1'e yükselirken, birinci çeyrekteki %9,8 seviyesinin de hafif üzerine çıktı. Ana ortaklık net kârı yıllık %554 artışla 8,55 milyar TL'ye ulaştı. Bununla birlikte ikinci çeyrekte 674 milyon TL vergi öncesi zarar bulunmasına karşın 9,61 milyar TL ertelenmiş vergi geliri kaydedildi. Dolayısıyla net kârdaki güçlü artışın önemli bölümü, 2027'den itibaren üretim faaliyetlerini uygulanacak kurumlar vergisi oranının %25'ten %12,5'e indirilmesinden kaynaklanan nakit dışı vergi etkisine dayanıyor. İlk yarıda satış gelirleri %31,2 artışla 124,57 milyar TL'ye, FAVÖK %50,1 artışla 12,40 milyar TL'ye ve ana ortaklık net kârı %415,5 artışla 8,93 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı %8,7'den %10'a çıktı. Ham çelik kapasite kullanım oranının %77'den %95'e yükselmesi üretim ve satış hacimlerini destekledi. Yassı ürün satışları %13,4 artışla 3,75 milyon tona, uzun ürün satışları %34,6 artışla 494 bin tona ulaşırken, toplam çelik satış hacmi yaklaşık %15,5 büyüyerek 4,24 milyon ton oldu. İkinci çeyrekte ton başına FAVÖK'ün geçen yılki 64 doldardan 75 dolara ve ilk çeyrekteki 73 doların üzerine çıkması operasyonel normalleşmenin sürdüğünü gösteriyor. İşletme faaliyetlerinden 21,29 milyar TL nakit girişi sağlanırken, 4,78 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı yaklaşık 16,50 milyar TL oldu; önceki yılın aynı döneminde bu tutar 26,35 milyar TL seviyesindeydi. Nakit üretimindeki gerilemede, geçen yıl ve 2026'nın ilk çeyreğinde sağlanan güçlü işletme sermayesi katkısının normalleşmesi etkili oldu. Finansman faaliyetlerinden 18,90 milyar TL nakit çıkışı gerçekleşirken, bu tutar 9,83 milyar TL net kredi geri ödemesi, 4,36 milyar TL temettü ödemesi ve net faiz ödemelerini içeriyor. Toplam finansal borç 161,07 milyar TL ile yıl sonuna göre sınırlı artarken, net borç 39,51 milyar TL'ye yükseldi. Son 12 aylık net borç/FAVÖK oranı yaklaşık 1,6x ile yönetilebilir seviyede bulunuyor. Cari oranın 2,14'ten 1,78'e gerilemesi ve hedge dâhil net yabancı para açık pozisyonunun 6,31 milyar TL'ye yükselmesi izlenecek unsurlar olmakla birlikte, güçlü nakit mevcudu bilanço esnekliğini destekliyor. Şirket ilk yarıda 225 milyon dolar yatırım tahakkuku gerçekleştirirken, Erdemir 2 No'lu Yüksek Fırın ve Sıcak Haddehane modernizasyonu ile İsdemir limanı, enerji verimliliği ve kok kuru söndürme yatırımlarına devam ediyor. Artan kapasite kullanımı, satış hacmindeki büyümeye, ton başına FAVÖK'teki iyileşme olumlu görünürken; net kârdaki ertelenmiş vergi etkisi ve serbest nakit akımındaki normalleşme ayrıştırılarak değerlendirilmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını operasyonel açıdan sınırlı pozitif olarak değerlendiriyoruz.
	EUPWR	(%12,0)	%99,2	%319,6	Europower Enerji'nin ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %12 azalarak 1,47 milyar TL'ye geriledi. Buna karşın ürün ve proje karmasındaki iyileşmeyle brüt kâr %37,6 artışla 379 milyon TL'ye yükselirken, brüt kar marjı %16,5'ten %25,8'e çıktı. Esas faaliyet karı yaklaşık beş kat artarak 248 milyon TL'ye, esas faaliyet kar marjı ise %16,9'a ulaştı. FAVÖK 222,2 milyon TL, FAVÖK marjı %15,1 seviyesinde gerçekleşti. Ana ortaklık net karı ise %319,6 artışla 134,5 milyon TL'ye yükseldi. İlk yarıda satış gelirleri %37,5 artışla 7,07 milyar TL'ye çıktı. Brüt kar %144,4 artışla 2,60 milyar TL'ye, esas faaliyet karı ise %173,9 artışla 1,86 milyar TL'ye ulaştı. Marjlardaki güçlü iyileşme, operasyonel performansı destekleyen ana unsur oldu. Finansman gelir-gider dengesindeki iyileşme sonuçlara katkı sağlarken, net parasal kayıp karlılığı sınırladı. Nakit akışı tarafında işletme faaliyetlerinden 548,5 milyon TL nakit girişi sağlanırken, yatırım harcamaları sonrası serbest nakit akımı 140,9 milyon TL negatif gerçekleşti. Geçen yılın aynı dönemindeki 1,32 milyar TL negatif serbest nakit akımına kıyasla belirgin iyileşme görülmektedir. Ancak işletme sermayesi ihtiyacı yüksek seyretmeye devam etti. Özellikle stok artışının nakit akışına 3,24 milyar TL negatif etkisi oldu. Haziran sonunda stoklar 8,19 milyar TL'ye ulaşarak yıl sonuna göre %65,5 arttı ve dönen varlıkların yaklaşık %46'sını oluşturdu. Bu nedenle önümüzdeki dönemde stokların satışa ve tahsilata dönüşme hızı yakından izlenecektir. Düzeltilmiş net borç yaklaşık 2,94 milyar TL seviyesinde bulunurken, net borç/FAVÖK oranı 0,68x ile yönetilebilir seviyededir. Özette Europower Enerji'de marjlardaki güçlü iyileşme olumlu görünürken, ikinci çeyrek satışlarındaki yıllık gerileme, yüksek stok seviyesi ve işletme sermayesi ihtiyacı dikkatle izlenmelidir.
	FORTE	%194,6	%1.007,7	%884,9	Şirket 2Ç26'da operasyonel karlılıkta belirgin toparlanma sağlayarak güçlü sonuçlar açıklamıştır. Ciro yıllık %194,6 artışla 1,03 milyar TL'ye ulaşırken, net kâr 202,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK son çeyreğe göre %367,9 artışla 327,5 milyon TL'ye yükselmiş, FAVÖK marjı %31,8 olmuştur. Net kâr marjı ise 1Ç26'daki %1,0 seviyesinden %19,7'ye yükselmiştir. İlk yarıda hasılat %3,0 artarken, FAVÖK'teki güçlü yükselişte kontrat teslimatları ve finansal giderlerdeki iyileşme etkili olmuştur. 2Ç26'da brüt kâr marjı %16,9'dan %30,5'e yükselirken, esas faaliyet kârı 267,0 milyon TL'ye ulaşmıştır. Finansal giderlerdeki ve parasal kayıplardaki gerileme de net karlılığı desteklemiştir. Özette, 2Ç26 sonuçlarını özellikle operasyonel karlılık açısından güçlü buluyoruz. 2Ç25'te %83,12 olan SMM/Ciro oranının %69,5'e gerilemesi ve faaliyet giderlerindeki %25'lik azalış net karlılığı desteklemiştir. Önümüzdeki dönemde yüksek marjların sürdürülebilirliği, kontrat teslimatlarının seyri ve ciro büyümesinin ivmesi önemli olacaktır.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	GENİL	%22,9	%25,9	%377,1	Geni ila'ın ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %22,9 artışla 6,97 milyar TL'ye yükseldi. Brüt satış kırılımında yurt dışı satışlar %24,4 artışla 3,87 milyar TL'ye, yurt içi satışlar %8,1 artışla 3,97 milyar TL'ye ulaşırken yurt dışı satışların toplam brüt satışlar içindeki payı %45,9'dan %49,4'e çıktı. Satış iadelerinin 1,13 milyar TL'den 870 milyon TL'ye gerilemesi de net hasılat büyümesini destekledi. İhracatın toplam satışlar içindeki artan ağırlığı, şirketin coğrafi çeşitlendirme ve döviz bazlı gelir yaratma kapasitesi açısından olumlu görünmektedir. Brüt kâr %25,9 artışla 1,49 milyar TL'ye yükselirken brüt kâr marjı 49 baz puan artışla %21,3 seviyesinde gerçekleşti. Faaliyet giderlerinin satışlara oranının %13,0'ten %10,4'e gerilemesiyle esas faaliyet kârı %62,5 artarak 764 milyon TL'ye, esas faaliyet kâr marjı ise %8,3'ten %11,0'e yükseldi. Bununla birlikte esas faaliyet kârındaki büyümenin bir bölümü amortisman giderlerinin karşılaştırma dönemine göre oldukça düşük gerçekleşmesinden kaynaklandı. Satışların maliyeti ve faaliyet giderleri içinde muhasebeleştirilen toplam amortisman gideri yaklaşık 162 milyon TL'den 5 milyon TL civarına gerilerken dipnotlarda bu değişime ilişkin ayrıca bir muhasebe politikası veya tahmin değişikliği açıklanmadı. Esas faaliyet kârına amortisman ve itfa paylarının eklenmesiyle hesaplanan FAVÖK %25,9 artışla 765 milyon TL'ye yükseldi; FAVÖK marjı ise 12 baz puan gerileyerek %11,0 seviyesinde kaldı. Dolayısıyla faaliyet kârındaki güçlü artışa karşın FAVÖK marjının yatay seyretmesi, çekirdek operasyonel marj iyileşmesinin faaliyet kârının gösterdiğinden daha sınırlı olduğuna işaret ediyor. Ana ortaklık net kâr 103 milyon TL'den 490 milyon TL'ye yükseldi. Net kâr artışında net parasal pozisyonun 58 milyon TL kayıptan 74 milyon TL kazanca dönmesi ve 295 milyon TL ertelenmiş vergi geliri etkili oldu. Ertelenmiş vergi gelirinde, üretim faaliyetlerine uygulanacak kurumlar vergisi oranının 2027'den itibaren %25'ten %12,5'e indirilmesinin ertelenmiş vergi hesaplarına yansıtılması belirleyici oldu. Söz konusu kalemin nakit etkisi bulunmadığından net kârın kompozisyonu değerlendirilirken ayrı ele alınması gerektiğini düşünüyoruz. Kredi faiz giderlerinin 265 milyon TL'den 552 milyon TL'ye yükselmesi ise finansman maliyetlerinin kârlılık üzerindeki baskısının devam ettiğini gösteriyor. İşletme sermayesi tarafında alacak gün sayısı 48'den 62'ye yükselirken ticari borç gün sayısı 98'den 53'e geriledi ve nakde dönüşüm süresi negatif 12 günden pozitif 46 güne çıktı. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 130 milyon TL nakit çıkışı gerçekleşirken 317 milyon TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı 447 milyon TL negatif oldu; önceki yılın aynı döneminde serbest nakit akımı 335 milyon TL negatifti. Haziran sonunda net borç yaklaşık 5,10 milyar TL'ye yükselirken finansal borçların yaklaşık %96'sının kısa vadeli olması refinansman ihtiyacını artırmaktadır. Şirketin 2,23 milyar TL net yabancı para açık pozisyonu bulunurken korunma amaçlı türev araç kullanılmaması kur hareketlerine duyarlılığı artırıyor. İlişkili taraflardan ticari ve diğer alacakların 5,36 milyar TL ile toplam varlıkların %22,7'sine ulaşması da bilanço kalitesi açısından takip edilmesi gereken bir diğer kalemdir. Özetle; ihracat ağırlıklı satış büyümesi, brüt kâr marjındaki iyileşme, satış iadelerindeki gerileme ve faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki düşüşü olumlu değerlendiriyoruz. Buna karşılık FAVÖK marjının yatay kalması, net kâr artışındaki ertelenmiş vergi etkisi, işletme sermayesi kaynaklı nakit çıkışı ve kısa vadeli borçluluk görünümü yakından izlenmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını operasyonel büyüme bakımından olumlu, nakit akışı ve bilanço tarafında ise dengeli değerlendiriyoruz.
	JANTS	%13,7	%349,9	%1.839,6	Jants'a'nın ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %13,7 artışla 1,84 milyar TL'ye yükseldi. Yurt dışı satışlar %13,4 artışla 1,34 milyar TL olurken ihracatın toplam satışlardaki payı %73,2 ile yatay seyretti. Bölgesel bazda Avrupa satışlarının %18,4 artması ihracat büyümesini desteklerken Amerika satışları %26,2 geriledi. Avrupa pazarındaki güçlü görünüm olumlu olmakla birlikte bölgesel talepteki farklılaşmanın önümüzdeki dönemlerde de izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. JMW Jant'ın 18 Mayıs 2026 tarihinden itibaren tam konsolidasyona dahil edilmesi nedeniyle çeyreklik gelir ve bilanço verilerinde kapsam değişikliği bulunduğunu, şirketin JMW'nin dönemsel katkısını ayrıca açıklamadığını belirtmek gerekir. Brüt kâr %46,8 artışla 320 milyon TL'ye yükselirken brüt kâr marjı %13,5'ten %17,4'e çıkarak 393 baz puan iyileşti. Marj artışında ilk madde ve malzeme giderlerindeki gerileme belirleyici olurken personel ve kıdem giderlerindeki artış iyileşmeyi kısmen sınırladı. Faaliyet giderlerindeki kontrollü görünümün de desteğiyle esas faaliyet kârı %257 artarak 153 milyon TL'ye ulaştı. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin net katkısı önceki yılın altında kalsa da brüt kârda büyüme faaliyet kârlılığındaki toparlanmanın sürmesini sağladı. Ana ortaklık net kârı 40 milyon TL'den 771 milyon TL'ye yükseldi. Bununla birlikte net kârın 881 milyon TL'lik bölümü, üretim faaliyetlerine uygulanacak kurumlar vergisi oranındaki değişiklik nedeniyle oluşan ve nakit etkisi bulunmayan ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı. Ayrıca bedelsiz pay devrine bağlı olarak kaydedilen 125 milyon TL'lik tek seferlik kazanç vergi öncesi kârı destekledi. Bu iki kalemin haric tutulduğunda net kârda artış manşet rakama göre daha sınırlı kalmakla birlikte operasyonel kârlılığa belirgin bir iyileşme bulunduğu görülmüyor. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 28 milyon TL nakit çıkışı gerçekleşirken 196 milyon TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı yaklaşık 224 milyon TL negatif oldu. Önceki yılın aynı dönemindeki negatif serbest nakit akımının yaklaşık 333 milyon TL olduğu dikkate alındığında nakit akışında iyileşme kaydedildi. İşletme sermayesi tarafında ticari alacaklar ve stoklardaki artış nakit üretimini sınırlandırırken ticari borçlardaki yükseliş bu etkinin bir kısmını dengeledi. Haziran sonunda net borç yaklaşık 969 milyon TL'ye yükseldi. Artışta uzun vadeli avro kredisi ile JMW'nin konsolidasyona dahil edilen finansal borçları etkili olurken cari oran 1,95x ile likidite açısından makul seviyesini korudu. Şirketin 372 milyon TL net yabancı para açık pozisyonu bulunurken korunma amaçlı türev araç kullanılmaması kur hareketlerine duyarlılığı artırmaktadır. JMW'nin yıllık tek vardiya yaklaşık 714 bin adet jant üretim kapasitesi, şirketin ürün çeşitliliği ve orta vadeli büyümesi açısından destekleyici olabilir. Özetle; ihracat ağırlıklı satış yapısı, brüt ve faaliyet kâr marjlarındaki belirgin iyileşme ile serbest nakit akımındaki toparlanmayı olumlu değerlendiriyoruz. Net kârın önemli bölümünün ertelenmiş vergi ve tek seferlik gelirlerden oluşması ile konsolidasyon sonrası yükselen net borç yakından izlenmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını operasyonel açıdan olumlu, kâr kompozisyonu ve bilanço açısından dengeli değerlendiriyoruz.
	KCHOL	%12,8	%42,6	%93,2	Koç Holding'in ikinci çeyrek konsolide gelirleri yıllık %12,8 artışla 904,15 milyar TL'ye yükseldi. Ticari faaliyetlerden elde edilen brüt kâr %32,7 artarken finans sektörü faaliyetlerinden elde edilen brüt kâr yatay seyretti. Buna bağlı olarak konsolide brüt kâr marjı %17,2'den %18,5'e yükseldi. Şirketin açıkladığı konsolide FAVÖK %42,6 artışla 91,66 milyar TL'ye ulaşırken FAVÖK marjı %8,0'den %10,1'e çıktı. Ana ortaklık net kâr %93,3 artışla 19,75 milyar TL, ilk yarı net kârı ise %146,5 artışla 20,31 milyar TL olarak gerçekleşti. Çeyreklik kâr artışının ana kaynağını enerji segmenti oluşturdu. Enerji segmentinin ana ortaklık net kârına katkısı 19,01 milyar TL ile konsolide net kârın yaklaşık %96'sına karşılık geldi. Tüpraş'ın güçlü ürün marjlarının desteğiyle 21,4 dolar/varile ulaşan net rafineri marjı enerji segmentindeki yükselişte belirleyici oldu. Otomotiv segmenti pozitif katkı sağlamayı sürdürmekle birlikte katkı önceki yılın altında kaldı. Dayanıklı tüketim segmenti ise ilk çeyrekte zararın ardından yeniden pozitif katkıya döndü. Finans segmentinin katkısı, parasal etkiler ve satın alma fiyatı dağıtımı kaynaklı kalemler nedeniyle daha sınırlı kaldı. Konsolide sonuçlarda bazı tek seferlik ve faaliyet dışı etkiler de bulunmaktadır. Arçelik'in koşullu yükümlülüklerinin sonlandırılmasından kaynaklanan 6,66 milyar TL'lik gelir faaliyet kârını desteklerken net parasal pozisyon geçen yılki 4,20 milyar TL kayıptan 915 milyon TL kazanca döndü. Net finansman giderinin 10,02 milyar TL'den 4,48 milyar TL'ye gerilemesi de net kâr artışına katkı sağladı. Dolayısıyla enerji segmentindeki güçlü operasyonel performansın yanında karşılaştırma dönemine göre olumlu yönde değişen finansal ve tek seferlik kalemlerin de sonuçlarda etkili olduğunu düşünüyoruz. Koç Holding'in solo net nakdi ikinci çeyrek sonunda 989 milyon dolar seviyesine yükseldi; bu tutar ilk çeyrek sonunda 969 milyon dolar, 2025 yıl sonunda ise 815 milyon dolar seviyesindeydi. Güçlü solo net nakit pozisyonu, temettü kapasitesi, yeni yatırımlar ve portföy yönetimi açısından önemli bir finansal esneklik sağlamaktadır. Özetle; enerji segmentindeki güçlü kâr artış, konsolide FAVÖK marjındaki genişleme, dayanıklı tüketim segmentinin yeniden pozitif katkıya dönmesi ve holding seviyesindeki güçlü net nakit pozisyonunu olumlu değerlendiriyoruz. Kâr katkısının büyük ölçüde enerji segmentinde yoğunlaşması ve otomotiv ile finans segmentlerindeki daha sınırlı görünüm izlenmelidir. Bununla birlikte güçlü solo bilanço ve çeşitlendirilmiş portföy yapısı dikkate alındığında ikinci çeyrek sonuçlarını pozitif değerlendiriyoruz.
	KRDMĐ	%7,7	%67,1	%242,2	Kardemir'in ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %7,7 artışla 20,79 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kâr %89,8 artarak 2,00 milyar TL'ye ulaşırken, brüt kâr marjı %5,5'ten %9,6'ya çıktı. Faaliyet kârı %158,2 artışla 1,59 milyar TL, FAVÖK ise %67,1 yükselişle 2,54 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK marjı yıllık 4,7 puan artarak %12,3'e yükselmekle birlikte, ilk çeyrekteki %12,7 seviyesinin hafif altında kaldı. Ana ortaklık net kâr %242 artışla 5,95 milyar TL'ye ulaştı. Bununla birlikte net kâr, 2027'den itibaren imalat faaliyetlerine uygulanacak kurumlar vergisi oranının %25'ten %12,5'e indirilmesi sonucunda kaydedilen 4,92 milyar TL tutarındaki nakit dışı ertelenmiş vergi geliri destekledi. İlk madde ve malzeme giderlerindeki %14'lük gerileme, operasyonel marjlardaki toparlanmayı destekledi. Esas ürün satış hacmi %62 artışla 1,26 milyon tona yükselirken, ton başına FAVÖK yaklaşık 2.492 TL'den 3.684 TL'ye çıktı. Bununla birlikte satış hacmindeki büyümenin ağırlıklı olarak ham çelikten gelmesi ve haddelenmiş ürün satışlarının %5,8 azalması, ürün karmasının önümüzdeki dönem açısından takip edilmesini gerektiriyor. Haziran sonu net borç yaklaşık 317 milyon TL'ye gerilerken, net borç/FAVÖK oranı 0,04x ile oldukça düşük seviyede gerçekleşti. Nisan ayında devreye alınan 2 No'lu Sürekli Döküm Makinesi ve KOCKS Block yatırımlarının üretim verimliliği ile katma değerli ürün kapasitesine katkı sağlaması bekleniyor. Güçlenen operasyonel marjlar, ton başına FAVÖK'teki artış, nakit akışındaki iyileşme ve düşük borçluluk olumlu görünürken; ürün karması ile net kârda yüksek ertelenmiş vergi etkisinin ayıştırılması gerektiğini düşünüyor ve ikinci çeyrek sonuçlarını operasyonel açıdan olumlu değerlendiriyoruz.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	KTLEV	%85,0	-	%1.043,8	Katılımevim Tasarruf Finansman gelirleri ikinci çeyrekte yıllık %85 artışla 5,17 milyar TL'ye yükseldi. Brüt faaliyet karı %69,5 artışla 3,09 milyar TL oldu. Net faaliyet karı ise yıllık bazda %1199 artışla 28,59 milyar TL'ye yükseldi. Artışta en büyük etken diğer faaliyet geliri oldu. Aynı dönemde 25,51 milyar TL diğer faaliyet geliri kaydedildi; bunun 23,56 milyar TL'si sermaye piyasası işlemleri karından, 1,88 milyar TL'si diğer gelirlerden ve 732 milyon TL'si yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışından oluştu. İkinci çeyrek net dönem karı ise 1,70 milyar TL'den 19,57 milyar TL'ye çıktı. Toplam varlıklar yıl sonundaki 47,46 milyar TL'den 92,86 milyar TL'ye, özkaynaklar 12,46 milyar TL'den 34,36 milyar TL'ye, tasarruf finansman alacakları 18,90 milyar TL'den 37,58 milyar TL'ye ve tasarruf fon havuzu yükümlülüğü 28,26 milyar TL'den 42,68 milyar TL'ye yükseldi. İşletme faaliyetlerinden nakit akışı 4,80 milyar TL'den 760 milyon TL'ye geriledi; tasarruf finansman alacaklarındaki artış 18,80 milyar TL nakit çıkışı, fon havuzundaki artış ise 14,41 milyar TL nakit girişi oluşturdu. Yıllıklandırılmış ana ortaklık özkaynak karlılığı yaklaşık %206 olarak hesaplandı. Net faaliyet karındaki güçlü artışı, özellikle diğer faaliyet gelirlerinin katkısıyla olumlu değerlendiriyoruz. Diğer faaliyet gelirleri hariç bakıldığında da esas faaliyet tarafında pozitif seyrin korunduğunu söylemek mümkün. Yüksek faiz ortamının bir süre daha devam etmesi, sektöre yönelik talebin sürekliliği açısından destekleyici olabilir. Bu bağlamda politika faizinin seyri, şirketin faaliyet performansı üzerinde önemli faktörlerden biri olmaya devam edecektir.
	NETAS	%51,4	%304,8	%723,2	2Ç26'da zarardan kâra geçişin sağlandığı ve operasyonel toparlanmanın belirginleştiği olumlu bir performans ortaya koymuştur. Şirketin net satışlar yıllık bazda %51,4 artışla 5.177 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. SMM/Ciro oranının %93,9'dan %88,9'a gerilemesiyle brüt kâr marjı 5,0 puan genişleyerek %11,1'e ulaşmış; faaliyet giderlerindeki artışın ciro büyümesinin altında kalması operasyonel kaldıraç etkisi yaratmıştır. Bu doğrultuda FAVÖK %304,8 artışla 414 mn TL'ye yükselmiş, FAVÖK marjı 2Ç25'teki %3,0 seviyesinden %8,0'e çıkmıştır. Ana ortaklık net kârı, geçen yılın aynı dönemindeki 29 mn TL ve önceki çeyrekteki 76 mn TL zararını ardından 183 mn TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Şirketin net kâr marjı %3,5'e yükselmiştir. Kârlılıktaki toparlanmada yurt dışında yürütülen altyapı projesinin, kamu ve savunma segmentindeki bakım sözleşmelerinin ve artan sunucu talebi etkili olmuştur. Şirketin 2026 yılının ilk yarısında sipariş hacmi TL bazında yaklaşık iki katına çıkarak 11 milyar TL'ye ulaşmış, dolar bazında ise %64 artışla 248 mn USD seviyesine yükselmiştir. Sipariş büyümesinin gelir büyümesinin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşmesi, önümüzdeki dönemler için gelir potansiyelini desteklemektedir. Buna karşılık, 93 mn TL'ye yükselen net finansal gider yükü, donanım ağırlıklı iş modelinin görece düşük marj yapısı ve işletme sermayesi ihtiyacı risk unsurları olarak takip edilmelidir. Genel değerlendirmemiz, 2Ç26 sonuçlarının uzun süredir zayıf seyreden kârlılıkta anlamlı bir dönüm noktasına işaret ettiği yönündedir; önümüzdeki dönemde %8,0'e ulaşan FAVÖK marjının sürdürülebilirliği, güçlü sipariş hacminin gelire dönüşüm hızı ve finansman yükünün yönetimi temel takip başlıkları olacaktır.
	NETCD	%17,8	%9,5	%1,4	2Ç26 döneminde gelir büyümesini sürdürmekle birlikte gider tarafındaki artış operasyonel kârlılığı baskılamıştır. Konsolide net satışlar yıllık bazda reel %17,8 artışla 410 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, brüt kâr %17,0 artışla 383 mn TL olmuş ve %93,5 düzeyindeki brüt kâr marjı, şirketin yazılım odaklı iş modelinin sağladığı istisnai kârlılık yapısını göstermektedir. Buna karşılık faaliyet giderlerinin yıllık %53,9 artması ve OPEX/Ciro oranının %37,9'dan %49,5'e yükselmesi, esas faaliyet kârının daralmasına yol açmıştır. Şirketin FAVÖK rakamı 307 mn TL ile yıllık bazda yatay seyrederken, FAVÖK marjı %74,9 ile çeyreklik bazda korunmuş ancak geçen yılın aynı dönemindeki %87,6 seviyesinin altında kalmıştır. Net finansal gelir/gider dengesinin pozitiften negatife dönmesine rağmen ana ortaklık net kârı 193 mn TL ile yıllık bazda yatay gerçekleşmiş, net kâr marjı %47,1 ile yüksek seviyesini sürdürmüştür. Çeyreklik bazdaki gerilemede iş modelinin proje ve kontrat teslimat takvimine bağlı mevsimsellik etkili olmuştur. Kontratların ağırlıklı olarak yılın üçüncü ve dördüncü çeyreğinde realize olmasıyla ikinci yarıda güçlü sonuçlar getirebilir. Bilanço tarafında şirketin net nakit pozisyonuna sahip olması ve borçsuz yapısıyla katılım endeksinde dahil olması, finansal esneklik açısından destekleyici unsurlardır. Özetle 2Ç26 sonuçları, gelir büyümesinin korunmasına karşın faaliyet giderlerindeki yüksek artış nedeniyle operasyonel kârlılık açısından zayıf görünmektedir. FAVÖK marjının %75 civarında korunması olumlu olmakla birlikte, ikinci yarıda kontrat teslimatlarının hızlanması ve gider artışının normalleşmesi temel takip başlıkları olacaktır.
	OBAMS	(%16,1)	%250,0	%256,6	Oba Makarnacılık, ikinci çeyrekte satış gelirlerindeki gerilemeye karşın karlılık göstergelerinde toparlanma kaydetti. Net satışlar yıllık %16,1 azalışla 7,37 milyar TL'ye gerilerken, brüt kar %128,6 artışla 706 milyon TL'ye yükseldi. Brüt kar marjı ise %3,5'ten %9,6'ya çıktı. Şirket, geçen yılın aynı dönemindeki 193,9 milyon TL negatif FAVÖK'e karşılık bu çeyrekte 290,9 milyon TL pozitif FAVÖK açıkladı. Ana ortaklık ise 595 milyon TL net zarardan 932 milyon TL net kara döndü. Net kardaki artışta, ertelenmiş vergi bakiyelerinin yeniden ölçülmesinden kaynaklanan 798 milyon TL'lik gelir etkili oldu. Bilanço tarafında yaklaşık 3,8 milyar TL net nakit pozisyonu şirketin finansal esnekliğini desteklemektedir. Buna karşın cari oran 4,63'ten 3,67'ye gerilerken, ihracatın satışlar içindeki payı %66,6'dan %52,4'e düştü. Özetle; marjlardaki toparlanma, FAVÖK'ün pozitifte dönmesi ve güçlü net nakit pozisyonunu olumlu değerlendiriyoruz. Ancak satış hacmi, ihracat kârı ve vergi etkisinden arındırılmış karlılık performansı önümüzdeki dönemde yakından izlenmelidir.
	PETKM	%38,5	%571,8	%630,2	Petkim'in ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %38,5 artışla 36,42 milyar TL'ye yükseldi. Yurt dışı satışlar 11,86 milyar TL'den 17,42 milyar TL'ye ulaşarak ciro büyümesini destekledi. Satışların maliyetindeki artışın hasılat büyümesinin altında kalması sonucunda geçen yıl 585 milyon TL zarar açıklanan brüt sonuç 3,12 milyar TL kâra dönerken brüt kâr marjı %2,2'den %8,6'ya yükseldi. Petrokimya ürün marjlarındaki toparlanma, daha uygun ham madde maliyetleri ve operasyonel verimlilik brüt kârlılıktaki iyileşmenin temel belirleyicileri oldu. FAVÖK 3,42 milyar TL, FAVÖK marjı %9,4 olarak gerçekleşti. Bu tutar, gelir tablosundaki esas faaliyet kârına yalnızca amortisman eklenerek bulunan 1,76 milyar TL'lik mekanik hesaplama farkıdır. Finansal tablodaki diğer faaliyet gelir ve giderleri sonrasında esas faaliyet sonucu 247 milyon TL zarar seviyesinde kalmakla birlikte geçen yılki 3,27 milyar TL zarara kıyasla belirgin bir toparlanma kaydedildi. Ticari işlemlerden kaynaklanan yaklaşık 2,01 milyar TL vade farkı gideri faaliyet kârındaki iyileşmeyi sınırlandırdı. Ana ortaklık net kârı geçen yılki 769 milyon TL zarardan 4,08 milyar TL kâra döndü. Net kârda operasyonel toparlanmanın yanında 4,15 milyar TL net parasal pozisyon kazancı, STAR Rafineri'den kaynaklanan 1,68 milyar TL özkaynak yöntemi geliri ve 1,38 milyar TL ertelenmiş vergi geliri etkili oldu. Bu kalemlerin toplam katkısının vergi öncesi kârın üzerinde olması, net kârın önemli ölçüde operasyonel olmayan unsurlarla desteklendiğini gösteriyor. Bununla birlikte brüt kâr ve şirket FAVÖK'ündeki dönüş, ana faaliyetlerde de anlamlı bir toparlanma bulunduğuna işaret etmektedir. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 4,02 milyar TL nakit girişi sağlanırken yaklaşık 1,23 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı 2,79 milyar TL pozitif oldu. Önceki yılın aynı döneminde işletme nakit akışı 4,77 milyar TL, serbest nakit akımı ise 7,85 milyar TL negatifti. Net borç 53,47 milyar TL'den 49,10 milyar TL'ye gerilemekle birlikte cari oran 0,59x seviyesinde kaldı. Banka kredilerinin 39,53 milyar TL'nin kısmının dolar cinsinden olması ve 36,42 milyar TL net yabancı para açık pozisyonu bilanço tarafında izlenmesi gereken kalemlerdir. Şirket 2026 için %60-65 kapasite kullanım oranı, 2,6 milyon ton üretim, 2,1 milyon ton satış, yaklaşık 100 milyon dolar FAVÖK ve 100 milyon dolar yatırım harcaması hedefini koruyor. Yıllık ortalama Petkim marjı beklentisi ton başına yaklaşık 402 dolar seviyesinde bulunurken ikinci yarı için yaklaşık 409 dolar öngörülmüyor. Yaklaşık 5 milyar dolarlık Master Plan yatırımı için nihai yatırım kararının 2027 yılında alınması beklenirken projenin tamamlandığında yıllık yaklaşık 1,6 milyar dolar cari açık katkısı sağlanmasını hedefliyor. Özetle; petrokimya marjlarındaki toparlanma, şirket FAVÖK'ünün pozitifte dönmesi, serbest nakit akımındaki belirgin iyileşme ve net borçtaki gerilemeyi olumlu değerlendiriyoruz. Buna karşılık likidite oranı, yabancı para açık pozisyonu ve net kâr içindeki parasal kazanç, iştirak geliri ve ertelenmiş vergi katkısının yükseliği izlenmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını operasyonel toparlanmanın belirginleşmesi nedeniyle temkinli pozitif değerlendiriyoruz.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	SAHOL	(%9,4)	%25,9	%512,1	Sabancı Holding'in ikinci çeyrek konsolide gelirleri yıllık %9,4 azalışla 315,31 milyar TL'ye gerilerken FAVÖK %25,9 artışla 28,34 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjındaki iyileşmede bankacılık ve banka dışı faaliyetlerin birlikte katkı sağlaması etkili oldu. Holdingin iştiraklerini sahipliği oranlarına göre yansıtan kombine gelirleri %9,7 azalışla 426,07 milyar TL, kombine FAVÖK'ü ise %13,1 artışla 54,07 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bankacılık segmentinin FAVÖK katkısı yıllık %27 artarken banka dışı faaliyetlerin FAVÖK'ü yaklaşık %20 büyüdü. Bankacılık tarafında marj ve komisyon gelirlerindeki toparlanma sonuçları desteklerken malzeme teknolojileri segmentinde de kârlılık artışı görüldü. Enerji segmenti görece yatay bir görünüm sergilemekle birlikte dağıtım faaliyetlerinin istikrarlı katkısı sürdü. Böylece gelirlerdeki gerilemeye karşın faaliyet kârlılığında iyileşme sağlandı. Ana ortaklık net kârı 2,31 milyar TL'den 14,16 milyar TL'ye yükseldi. Net kâr artışında Akçansa paylarının Heidelberg Materials'a satışından elde edilen yaklaşık 8,9 milyar TL'lik tek seferlik kazanç önemli rol oynadı. Şirketin açıkladığı verilere göre bu etki hariç temel net kâr yaklaşık 5,3 milyar TL'ye ulaşarak geçen yılın aynı döneminin iki katından fazla büyüdü. Dolayısıyla manşet net kâr tek seferlik gelir içermekle birlikte temel faaliyet performansında da belirgin bir iyileşme bulunduğunu düşünüyoruz. Net parasal pozisyon kayının 12,66 milyar TL'den 7,41 milyar TL'ye gerilemesi de net sonucu destekledi. Holding seviyesindeki net nakit ikinci çeyrek sonunda 35,3 milyar TL ile rekor seviyeye ulaşırken banka dışı net borç/FAVÖK oranı 1,7x ile şirketin 2,0x seviyesindeki politika sınırının altında kaldı. Akçansa pay satışından sağlanan yaklaşık 428 milyon dolarlık nakit girişi, yeni yatırımlar ve portföy yönetimi açısından finansal esnekliği güçlendirdi. Carrefoursa'dan çıkış işleminin temmuz sonunda tamamlanması da portföy sadeleştirme stratejisinin devam ettiğini gösteriyor. Enerjisa Enerji'nin 2026 operasyonel kâr, temel net kâr ve yatırım beklentilerini yukarı yönlü güncellemesi enerji segmenti açısından destekleyicidir. Enerjisa Üretim'in YEKA-2 kapsamında gerçekleştireceği 1 GW'lık yenilenebilir enerji yatırımı için sağlanan 1,4 milyar dolarlık finansman da orta vadeli büyüme görünümünü güçlendirmektedir. Özetle; temel kârlılıktaki iyileşme, bankacılık ve banka dışı faaliyetlerin birlikte katkı sağlaması, güçlü solo net nakit pozisyonu ve portföy yönetimi adımlarını olumlu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte temel net kârdaki büyüme ve holding seviyesindeki finansal esneklik doğrultusunda ikinci çeyrek sonuçlarını pozitif değerlendiriyoruz.
	SASA	%27,8	%115,1	%90,1	Sasa Polyester'in ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %27,3 artışla 21,53 milyar TL'ye yükseldi. Yurt içi satışlar %83,8 artışla 14,98 milyar TL'ye ulaşırken yurt dışı satışlar %25,3 azalışla 6,54 milyar TL'ye geriledi. Böylece ihracatın toplam satışlardaki payı %51,8'den %30,4'e indi. İç pazardaki güçlü büyüme ciroyu desteklerken ihracat gelirlerindeki gerileme, satış kompozisyonu ve döviz bazlı gelir yaratma kapasitesi açısından izlenmesi gereken bir gelişmedir. Brüt kâr yaklaşık 4,01 milyar TL'ye yükselirken brüt kâr marjı %9,5'ten %18,6'ya çıkarak 916 baz puanı ile yükseldi. Hasılatındaki büyümeye karşın direkt ilk madde ve malzeme giderlerinin %4,5, enerji giderlerinin ise %17,4 azalması marj artışının ana kaynağını oluşturdu. Esas faaliyet kârı 2,43 milyar TL, esas faaliyet kâr marjı %11,3 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK ise %114,9 artışla 5,47 milyar TL'ye ulaşırken FAVÖK marjı %25,4'e yükseldi. Finansman giderleri 32,32 milyar TL'den 13,38 milyar TL'ye gerilerken bu iyileşmede kur farkı giderlerindeki azalış etkili oldu. Net parasal pozisyon kazancı 16,49 milyar TL'ye ulaşarak vergi öncesi sonucun 12,50 milyar TL zarardan 5,77 milyar TL kâra dönmesini sağladı. Buna karşılık üretim faaliyetlerine uygulanacak vergi oranındaki değişikliğin ertelenmiş vergi varlıklarına yansıtılması sonucunda 7,13 milyar TL nakit dışı ertelenmiş vergi gideri oluştu ve şirket 1,36 milyar TL net zarar açıkladı. İlk yarının tamamında ise ana ortaklık net kâr 492 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Net parasal pozisyon kazancının yüksek payı nedeniyle net kâr ile operasyonel performans arasındaki ayrımın korunması gerektiğini düşünüyoruz. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 3,63 milyar TL nakit çıkışı gerçekleştiren 1,67 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı 5,30 milyar TL negatif oldu. Yatırım harcamalarının geçen yılki 16,92 milyar TL'den belirgin şekilde gerilemesi, büyük yatırım döngüsünün tamamlanma aşamasına yaklaşması açısından destekleyicidir. Bununla birlikte işletme sermayesi ihtiyacı ve 10,71 milyar TL'ye yükselen nakit faiz ödemeleri serbest nakit akımını sınırladı. Haziran sonunda net borç 155,38 milyar TL'den 136,16 milyar TL'ye gerilerken son 12 aylık net borç/FAVÖK oranı 20,2x'ten 10,4x'e iyileşti. Cari oran 0,28x'ten 0,58x'e yükselmekle birlikte kısa vadeli yükümlülükler dönen varlıkların üzerinde kalmaya devam etti. Sözleşme koşullarının sağlanmaması nedeniyle 5,85 milyar TL kredinin kısa vadeliye sınıflandırıldığı, ilgili finans kuruluşlarından feragat mektuplarının bilanço tarihinden sonra alındığı açıklandı. Net yabancı para açık pozisyonu yaklaşık 139,9 milyar TL seviyesindedir. Özetle; brüt ve FAVÖK marjlarındaki güçlü iyileşme, finansman giderlerindeki gerileme, yatırım harcamalarının normalleşmesi ve net borç/FAVÖK oranındaki toparlanmayı olumlu değerlendiriyoruz. Buna karşılık ihracat gelirlerindeki azalış, işletme nakit akımının negatif seyrini, yüksek faiz ödemeleri ve yabancı para açık pozisyonu izlenmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek operasyonel sonuçlarını pozitif, nakit akışı ve bilanço görünümünü ise dengeli değerlendiriyoruz.
	SAYAS	%11,8	%11,5	(%41,0)	Say Yenilenebilir Enerji, 2026 yılı ikinci çeyreğinde yıllık %11,8 artışla 811,7 milyon TL satış geliri elde etti. Brüt kâr %15,7 artışla 252,1 milyon TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı %31,1'e çıktı. Esas faaliyet kârı %16 artışla 220,4 milyon TL'ye, FAVÖK ise yaklaşık 234,2 milyon TL'ye ulaştı. Böylece şirket, ikinci çeyrekte operasyonel marjlarını güçlendirdi. Buna karşın ana ortaklık net kârı yıllık bazda %41 gerileyerek 104,2 milyon TL oldu. Operasyonel kardaki artışın net kara yansımamasında yatırım faaliyetlerinden gelirlerin ve finansman gelirlerinin gerilemesi, net parasal pozisyon kayının artması ve vergi giderindeki yükseliş etkili oldu. Yeni fabrikanın devreye alınmasıyla üretim süreçlerinde sağlanan verimlilik artışı, kapasite kullanımındaki yükseliş ve birim maliyetlerdeki iyileşme marjları destekledi. İlk yarı ana ortaklık net kâr %22,9 artışla 121,6 milyon TL olurken, net kâr marjı %7,7 seviyesinde gerçekleşti. Satışların %56,8'inin yurt dışı pazarlardan sağlanması, şirketin ihracat ağırlıklı yapısını koruduğunu gösteriyor. GE Amerika projelerinin toplam satışlar içindeki %32'lik payı, ABD rüzgar enerjisi pazarındaki güçlü konuma işaret ediyor. Nakit akışı tarafında belirgin iyileşme görüldü. Şirket ilk yarıda 195,5 milyon TL işletme nakit akışı yaratırken, sınırlı yatırım harcamaları sonrası serbest nakit akımı 192,3 milyon TL pozitif gerçekleşti. Geçen yıl aynı dönemde negatif olan nakit profilinin pozitif dönüşü, dönemin en güçlü finansal gelişmelerinden biri oldu. Haziran sonu itibarıyla şirketin 328,6 milyon TL nakdi, 94,6 milyon TL finansal yatırımı ve yaklaşık 310,5 milyon TL finansal borcu bulunuyor. Finansal yatırımlar da dahil edildiğinde şirket yaklaşık 112,7 milyon TL net nakit pozisyonundadır. Cari varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerin yaklaşık 2,5 katı seviyesinde olması da likidite görünümünü destekliyor. Genel olarak sonuçları operasyonel performans ve nakit üretimi açısından olumlu değerlendiriyoruz. Brüt kâr marjındaki iyileşme, ihracat ağırlıklı satış yapısı, pozitif serbest nakit akımına dönüş ve net nakit pozisyonu güçlü yönler olarak öne çıkıyor. Buna karşılık ikinci çeyrek net karındaki yıllık gerileme, ilk yarı FAVÖK marjındaki sınırlı daralma, GE Amerika projelerine yoğunlaşma ve parasal pozisyon kaybı izlenmesi gereken başlıca unsurlar olmaya devam ediyor.
	TAVHL	%36,9	%39,0	%1.936,6	TAV Havalimanları, 2026 yılının ikinci çeyreğinde piyasa beklentilerinin üzerinde sonuçlar açıkladı. Net satışlar yıllık %36,9 artışla 26,75 milyar TL'ye ulaşırken, brüt kâr %25,6 artışla 9,53 milyar TL oldu. Brüt kâr marjı 3,2 puan daralarak %35,6 seviyesinde gerçekleşmesine karşın, faaliyet giderlerindeki kontrollü seyrin sayesinde esas faaliyet kârı %45,5 artışla 6,09 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK yaklaşık 8,83 milyar TL ile beklentileri aşarken FAVÖK marjı %33 oldu. Ana ortaklık net kârı ise geçen yılın aynı dönemindeki 192 milyon TL zararından 3,52 milyar TL'ye ulaştı. Net kârdaki iyileşmede operasyonel büyümenin yanı sıra ertelenmiş vergi geliri de etkili oldu. Yolcu trafiği jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ikinci çeyrekte yıllık %2 gerilerken; Almatı dış hat trafiği ve tarife artışları, BTA'nın Antalya operasyonları ile Ankara'daki yeni imtiyaz koşulları gelirleri destekledi. Şirket, 2026 yılı ciro beklentisini 1,88-1,98 milyar avro seviyesinde korurken toplam yolcu beklentisini 112-118 milyona, FAVÖK beklentisini 580-630 milyon avroya revize etti; yatırım harcaması üst sınırını ise 330 milyon avrodan 300 milyon avroya indirdi. Net borç TL bazında çeyreklik 2,5 milyar TL artarak 90,4 milyar TL'ye yükselse de avro bazındaki değişim daha sınırlı kaldı. Güçlü kârlılık ve beklentiler üzeri sonuçları pozitif değerlendirirken, trafik görünümünü ile güncellenen operasyonel hedefleri yakından izlenecek başlıca unsurlar olarak görüyoruz.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	TECELL	%2,3	(%1,7)	(%5,7)	Turkcell'in ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %2,5 artışla 71,78 milyar TL'ye yükseldi. Grup dışı gelirler bazında Turkcell Türkiye segmenti %1,6, Techfin segmenti %5,9 büyürken uluslararası ve diğer faaliyetlerden elde edilen gelirlerde daha güçlü artış kaydedildi. FAVÖK %1,6 azalışla 30,01 milyar TL, FAVÖK marjı ise %43,5'ten %41,8'e geriledi. Turkcell Türkiye'nin FAVÖK'ü %3,5 azalırken Techfin segmentinin FAVÖK'ü %35 artarak ana faaliyetlerdeki daha sınırlı görünümü kısmen dengeledi. Faaliyet kârı %18,9 azalarak 9,45 milyar TL'ye, faaliyet kâr marjı %16,6'dan %13,2'ye geriledi. FAVÖK ile faaliyet kârı arasındaki ayrışmada amortisman ve itfa giderlerinin %9,1 artışla 20,56 milyar TL'ye ulaşması etkili oldu. 5G frekans lisansının iftasına nisan ayında başlaması amortisman giderlerindeki artışın önemli nedenlerinden biridir. Ana ortaklık net kârı %5,7 azalarak 5,24 milyar TL'ye gerilerken net kâr marjı %7,3 seviyesinde gerçekleşti. Net parasal pozisyon kazancının 1,09 milyar TL'den 4,86 milyar TL'ye yükselmesi ve efektif vergi oranındaki gerileme net kâr destekledi. Buna karşılık operasyonel kârlılıktaki sınırlı gerileme ve artan amortisman giderleri net kâr büyümesini sınırlandırdı. Operasyonel göstergelerde toplam abone sayısı çeyreklik 250 bin net artışla 44,8 milyona ulaştı. Mobil abone sayısı 40 milyon üzerine çıkarken faturalı abone sayısında 284 bin kişilik net artış gerçekleşti. Fiber hane erişimi 6,7 milyona yükselirken Superbox abone sayısındaki 64 bin kişilik artış sabit kablolu erişim tarafındaki büyümeyi destekledi. Abone kazanımının devam etmesi, orta vadeli gelir görünümü açısından olumlu değerlendirilebilir. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 44,76 milyar TL nakit girişi sağlandı. Nakit akışı tablosunda yer alan ve 5G lisans ödemelerini içeren 63,58 milyar TL yatırım harcaması sonrasında klasik serbest nakit akımı 18,82 milyar TL negatif oldu. Bununla birlikte lisans ödemeleri dışındaki operasyonel yatırım harcaması 33,63 milyar TL ve operasyonel yatırım harcaması/gelir oranı %23,2 seviyesindedir. Dolayısıyla serbest nakit akımındaki gerilemenin önemli bölümü, tekrar eden operasyonel harcamalardan ziyade 5G lisans yatırımdan kaynaklanmaktadır. Net borç 44,49 milyar TL'ye, net borç/FAVÖK oranı 0,36x'e yükselmekle birlikte kaldıraç düşük seviyesini korudu. Bilançoda ticari borçlar içerisinde gösterilen 35,93 milyar TL'lik 5G lisans yükümlülüğü standart finansal borç tanımına dahil edilmediğinden ayrıca takip edilmelidir. Korunma işlemleri ve avanslar dahil net yabancı para açık pozisyonu yaklaşık 1,3 milyar dolar ile şirketin artı/eksi 1,5 milyar dolarlık hedef bandında bulunmaktadır. Turkcell, 2026 için %5-7 reel gelir büyümesi, %40-42 FAVÖK marjı ve yaklaşık %25 operasyonel yatırım harcaması/gelir oranı beklentisini koruyor. Özetle; abone büyümesi, FAVÖK marjının hedef aralığa kalması, Techfin'in artan katkısı ve düşük kaldıraç oranını olumlu değerlendiriyoruz. Lisans yatırımlarının nakit akımı ve amortisman giderleri üzerindeki etkisi izlenmekle birlikte, şirketin yapmış olduğu 5G yatırımının gelecekte yatıracağı potansiyel dönüş ve şebeke etkisi olasılığını da göz önünde bulundurarak ikinci çeyrek sonuçlarını sınırlı pozitif olarak değerlendiriyoruz.
	TOASO	%9,0	(%32,8)	%33,7	Tofaş'ın ikinci çeyrek otomotiv gelirleri yıllık %9 artışla 100,02 milyar TL'ye, tüketici finansmanı dahil konsolide gelirleri %11 artışla 105,62 milyar TL'ye yükseldi. Yurt içi gelirler %0,4 azalışla 78,31 milyar TL seviyesinde kalırken yurt dışı gelirler %144 artışla 21,28 milyar TL'ye ulaştı. Toplam satış hacmi %19 artışla 98,8 bin adet olurken üretim hacmi %24 yükseldi. İhracat hacmi %110 artışla 22,9 bin adede, yurt içi satış hacmi ise %6 artışla 75,9 bin adede ulaştı. Bu görünüm, Stellantis markalarının konsolidasyonu ve ihracat faaliyetlerinin artmasıyla birlikte satış kompozisyonunun kademeli olarak çeşitlendiğini gösteriyor. Konsolide brüt kâr %0,9 azalışla 6,65 milyar TL olurken brüt kâr marjı %7,3'ten %6,7'ye geriledi. FAVÖK %32,8 azalışla 2,1 milyar TL'ye, FAVÖK marjı %3,5'ten %2,1'e indi. Faaliyet kârı %33,1 azalışla 566 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Entegrasyon süreci, ürün geçişleri, artan amortisman giderleri ve satış kompozisyonundaki değişim operasyonel marjları sınırladı. Ana ortaklık net kârı %33,7 artışla 3,09 milyar TL'ye yükseldi. Net kâr artışında tüketici finansmanı segmentinin katkısı, 1,17 milyar TL'ye yükselen net parasal pozisyon kazancı ve finansal gelirler etkili oldu. İlk yarıda konsolide gelirler %60,6 artışla 201,80 milyar TL'ye, FAVÖK %15,8 artışla 4,83 milyar TL'ye ve net kâr %197 artışla 6,29 milyar TL'ye ulaştı. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 7,20 milyar TL nakit çıkışı gerçekleşirken 4,43 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı 11,63 milyar TL negatif oldu; önceki yılın aynı döneminde 12,04 milyar TL pozitif serbest nakit akımı bulunuyordu. İşletme sermayesindeki 16,75 milyar TL'lik nakit çıkışında stoklardaki 23,52 milyar TL artış belirleyici oldu. Stok artışının yeni model hazırlıkları ve birleşme sonrası genişleyen faaliyet ölçeğiyle bağlantılı olduğu değerlendirilebilir. Haziran sonunda konsolide net borç 59,13 milyar TL'ye ulaştı. Bununla birlikte toplam finansal borcun 45,63 milyar TL'lik bölümü tüketici finansmanı şirketinin kredi fonlamasından oluştuğu için konsolide net borcun tamamının sanayi faaliyetlerine ait borç olarak değerlendirilmemesi gerekir. Şirket 2026 yurt içi otomotiv pazar beklentisini 1,2-1,3 milyon adetten 1,1-1,2 milyon adede, kendi yurt içi perakende satış beklentisini ise 320-350 bin adetten 300-320 bin adede indirdi. Buna karşılık ihracat beklentisi 70-80 bin adetten 75-85 bin adede yükseltildi. Üretim beklentisi 145-155 bin adet, yatırım harcaması hedefi yaklaşık 250 milyon avro ve vergi öncesi kâr marjı beklentisi %3-4 seviyesinde korunuyor. K9 modelinin sevk yatırımlarının ekim ayında, K0 modelinin Kuzey Amerika ihracatının ise yılın sonuna doğru başlaması bekleniyor. Egea üretiminin hazırlanma sona ermesiyle şirket önemli bir ürün geçiş döneminden geçmektedir. Özetle; ihracat ve üretim hacmindeki büyüme, Stellantis entegrasyonu ve yeni model takvimini orta vadeli görünüm açısından olumlu değerlendiriyoruz. Buna karşılık geçiş dönemine bağlı marj baskısı, stok artışı ve negatif serbest nakit akımı izlenmelidir. Otomotiv sektöründeki genel görünüm değerlendirildiğinde şirketin açıklaması olduğu ikinci çeyrek sonuçlarını pozitif olarak değerlendiriyoruz.
	TRALT	%25,9	%49,2	(%26,1)	Türk Altın İşletmeleri'nin ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %25,9 artışla 4,58 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kâr %65 artarak 3,01 milyar TL'ye ulaşırken, brüt kâr marjı %50,2'den %65,7'ye çıktı. FAVÖK %49,2 artışla 1,57 milyar TL, FAVÖK marjı ise %29'dan %34,4'e yükseldi. Bununla birlikte FAVÖK marjı, güçlü geçen ilk çeyrekteki %48,1 seviyesinin altında kaldı. Net dönem kârı yıllık %26,1 azalışla 1,11 milyar TL olurken, net kâr marjı %41,4'ten %24,3'e geriledi. Net kârdaki görünümde artan vergi giderleri ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerdeki sınırlı gerileme etkili oldu. İlk yarıda satış gelirleri %47,5 artışla 14,08 milyar TL'ye, brüt kâr %136,1 artışla 8,28 milyar TL'ye ve FAVÖK %212,8 artışla 6,15 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı %20,6'dan %43,7'ye, esas faaliyet kâr marjı ise %15,4'ten %35,4'e çıktı. Net dönem kârı %28 artışla 2,83 milyar TL olarak gerçekleşti. Vergi öncesi kâr %132,8 artmasına karşın, önceki dönemdeki 51 milyon TL vergi gelirinin bu dönemde 2,20 milyar TL vergi giderine dönüşmesi net kâr büyümesini sınırladı. İlk yarın altın üretimi %5,7 azalışla 69,2 bin ons, altın satış miktarı ise %1,5 gerilemeyle 61,5 bin ons oldu. Buna karşılık ortalama altın satış fiyatının %63,2 artarak 4.792 dolar/onsa yükselmesi, satış gelirleri ve marjlardaki büyümenin temel belirleyicisi oldu. Nakit birim maliyet yalnızca %5,3 artışla 2.727 dolar/onsa yükselirken, satış fiyatı ile nakit maliyet arasındaki farkın belirgin şekilde açılması operasyonel kârlılığı destekledi. İkinci çeyrekte üretim yıllık %8 artışla 29,3 bin onsa ulaşsa da birinci çeyrekteki 39,9 bin ons seviyesinin altında kaldı. Şirket haziran sonu itibarıyla 21,48 milyar TL ile net nakit pozisyonunu korudu. Ayrıca net yabancı para pozisyonunun 3,55 milyar TL uzun pozisyonda bulunması da kur hareketlerine karşı bilanço esnekliğini destekliyor. Temmuz ayında ilk altın dökmünün gerçekleştirildiği Mollakara tesisinde 2026 yıl sonuna kadar yaklaşık 32 bin ons üretim hedefleniyor. Projenin 471 bin ons görünür ve muhtemel rezervi bulunurken, şirketin toplam altın rezervi 2,89 milyon ons seviyesinde bulunuyor. Mollakara'nın üretime katkısı, yüksek altın fiyatları, güçlü net nakit pozisyonu ve devam eden rezerv geliştirme yatırımları orta vadeli görünümü destekliyor. Buna karşılık yatırım programının serbest nakit akımı üzerindeki etkisi ile çeyreklik üretim ve satış hacmi yakından izlenecektir. Genel olarak ikinci çeyrek sonuçlarını dengeli, ilk yarıdaki operasyonel performansı ise olumlu değerlendiriyoruz.
	TRENJ	%19,3	%51,1	%735,4	TR Doğal Enerji'nin ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %19,3 artışla 4,90 milyar TL'ye yükseldi. Gelirlerin 4,54 milyar TL'lik bölümünü altın satışları oluştururken altının toplam satışlardaki payı %92,5 seviyesinde gerçekleşti. Satış maliyetlerinin %17,2 azalmasının desteğiyle brüt kâr %61,7 artışla 3,08 milyar TL'ye, brüt kâr marjı %46,3'ten %62,8'e yükseldi. Buna karşılık araştırma ve geliştirme giderlerinin 465 milyon TL'den 875 milyon TL'ye, genel yönetim giderlerinin ise 489 milyon TL'den 718 milyon TL'ye çıkması faaliyet kârlılığındaki artışı sınırladı. Esas faaliyet kârı %12,9 artışla 1,00 milyar TL'ye yükselirken esas faaliyet kâr marjı %21,6'dan %20,4'e geriledi. Şirket ikinci çeyrekte 1,63 milyar TL yatırım faaliyeti geliri elde etti. Bu tutarın 907 milyon TL'si yatırım fonları ve paylardaki değer artışından, 523 milyon TL'si faiz gelirinden ve 341 milyon TL'si kur farkı gelirinden oluştu. Vergi öncesi kâr %11,4 artışla 2,05 milyar TL'ye ulaşırken toplam net kâr 1,75 milyar TL'den 1,63 milyar TL'ye geriledi. Ana ortaklık net kârı ise 150 milyon TL zarardan 955 milyon TL kâra döndü. Ana ortaklık kârındaki yükseliş, kontrol gücü olmayan paylara ayrılan kârın 1,90 milyar TL'den 672 milyon TL'ye gerilemesinden kaynaklandı. İlk yarıda satışlar %41,2 artışla 14,51 milyar TL'ye, esas faaliyet kârı %242 artışla 5,02 milyar TL'ye yükseldi. İlk yarı FAVÖK'ü yaklaşık 5,71 milyar TL, ana ortaklık net kâr 1,23 milyar TL oldu. İşletme faaliyetlerinden 6,27 milyar TL nakit girişi sağlanırken 5,93 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı yaklaşık 337 milyon TL pozitif gerçekleşti. Haziran sonunda nakit ve kısa vadeli finansal yatırımlar 21,10 milyar TL'ye ulaşırken finansal borçlar yaklaşık 117 milyon TL ile sınırlı kaldı. Net nakit pozisyonu yaklaşık 20,98 milyar TL oldu. Cari oran 4,35x, net yabancı para uzun pozisyonu 3,37 milyar TL seviyesindedir. Maddi duran varlıkların 30,57 milyar TL'ye yükselmesinde Mollakara Altın Madeni yatırımları etkili oldu. Mollakara'da ilk altın dökmünün temmuz ayında gerçekleştirilmesi projenin üretim aşamasına geçmesi açısından önemlidir. Özetle; altın satışlarındaki büyüme, brüt marjdaki güçlü artış, yüksek net nakit pozisyonu ve Mollakara'nın üretime geçmesini olumlu değerlendiriyoruz. Brüt marjdaki iyileşmenin artan faaliyet giderleri nedeniyle faaliyet marjına sınırlı yansımaya ve net kâr içindeki yatırım gelirlerinin yüksek payı izlenmelidir.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	TTKOM	%9,3	%2,1	(%7,4)	Türk Telekom'un ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %9,3 artışla 72,81 milyar TL'ye yükseldi. UFRYK 12 muhasebe etkisi hariç tutulduğunda gelir büyümesi %5,6 olarak gerçekleşti. Sabit genişbant gelirleri %14,8, genişbant abone başına ortalama gelir %15,2 artarak konsolide büyümeyi destekledi. Mobil gelirlerde daha sınırlı bir görünüm izlenmekle birlikte mobil abone sayısı yıllık %14,7 arttı ve faturalı abonelerin mobil portföy içindeki payı %80,3'e ulaştı. Toplam abone sayısının 57,6 milyona yükselmesi, şirketin sabit ve mobil taraftaki güçlü pazar konumunu koruduğunu gösteriyor. FAVÖK %2,1 artışla 28,45 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı %42,2'den %40,4'e geriledi. UFRYK 12 etkisi hariç FAVÖK marjı %43,3 seviyesinde gerçekleşti. Segment bazında sabit hat FAVÖK katkısı %37,1 artarken mobil segmentin FAVÖK katkısı %19,1 azaldı. Bu ayrışmada mobil gelirlerdeki daha sınırlı görünüm, frekans ve şebeke maliyetleri ile artan faaliyet giderleri etkili oldu. Faaliyet kârı %14,3 azalarak 12,62 milyar TL'ye, faaliyet kâr marjı %17,3'e geriledi. Amortisman ve itfa giderleri %25,8 artışla 16,81 milyar TL'ye ulaşırken imtiyaz süresinin uzatılması ve 5G frekans lisansının aktifleştirilmesi bu artışta etkili oldu. Ana ortaklık net kârı %7,4 azalışla 5,96 milyar TL, net kâr marjı %8,2 seviyesinde gerçekleşti. Net parasal pozisyon kazancının 4,97 milyar TL'den 16,15 milyar TL'ye yükselmesi net sonucu desteklerken net finansman giderlerinin artması ve lisans yükümlülüklerine ilişkin kur farkı giderleri kâr artışını sınırlandırdı. Kaldıraçsız serbest nakit akımı ikinci çeyrekte 3,9 milyar TL pozitif oldu. İlk yarıda ise 5G frekans lisansının ilk ödemesi ve bağlantılı KDV çıkışı nedeniyle serbest nakit akımı 46,4 milyar TL negatif gerçekleşti; önceki yılın aynı döneminde 20,4 milyar TL pozitif. Lisans ve KDV ödemeleri hariç tutulduğunda ilk yarı serbest nakit akımı 3,5 milyar TL pozitif seviyesindedir. Dolayısıyla nakit akımındaki bozulmanın ana kaynağı operasyonel faaliyetlerden çok lisans yatırımdır. Haziran sonunda net borç 119,4 milyar TL'de kalırken net borç/FAVÖK oranı 0,98x seviyesinde gerçekleşti. Lisans ve imtiyaz yükümlülükleri dahil edildiğinde şirketin yaklaşık 2,4 milyar dolar net yabancı para açık pozisyonu bulunmaktadır. Buna karşılık bu yükümlülükler hariç tutulduğunda 331 milyon dolar net uzun yabancı para pozisyonu oluşmaktadır. Bu nedenle döviz pozisyonundaki artışın büyük ölçüde uzun vadeli lisans ve imtiyaz yükümlülüklerinden kaynaklandığını söyleyebiliriz. Şirket 2026 için gelir büyümesi beklentisini önceki %8-9 aralığının alt sınırı olan yaklaşık %8 seviyesinde güncellerken %41-42 FAVÖK marjı beklentisini korudu. Yatırım harcaması/gelir oranının ise %33-34 aralığının üst sınırında gerçekleşmesi bekleniyor. Özetle; sabit genişbant gelirlerindeki büyüme, abone kazanımı ve FAVÖK artışının sürmesini olumlu değerlendiriyoruz. Mobil segmentteki marj görünümü ile lisans yatırımlarının borçluluk ve nakit akımı üzerindeki etkisi izlenmelidir. Nakit akımındaki zayıflamanın büyük ölçüde tek seferlik lisans ödemesinden kaynaklanması doğrultusunda ikinci çeyrek sonuçlarını sınırlı pozitif olarak değerlendiriyoruz.
	TUPRS	%59,7	%196,2	%290,9	Tüpraş'ın ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %59,7 artışla 386,42 milyar TL'ye yükseldi. Satış maliyetlerinin gelirlerin altında artması sonucunda brüt kâr %159 artışla 61,04 milyar TL'ye ulaşırken brüt kâr marjı %9,7'den %15,8'e çıktı. Esas faaliyet kârı %268 artarak 46,83 milyar TL'ye, esas faaliyet kâr marjı ise %5,3'ten %12,1'e yükseldi. Brüt kârdaki güçlü artış, faaliyet giderleri ve diğer faaliyet giderlerindeki yükselişi önemli ölçüde karşıladı. Konsolide FAVÖK %196,2 artışla 54,34 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı %7,9'dan %14,3'e çıktı. Stok etkisinden arındırılmış FAVÖK ise %201 artışla 54,84 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Ana ortaklık net kâr %291 artışla 45,88 milyar TL'ye, net kâr marjı %11,9'a yükseldi. Vergi öncesi kârın büyük bölümünün esas faaliyet kârından karşılanması, net kâr artışının ağırlıklı olarak operasyonel performansa dayandığını gösteriyor. İkinci çeyrekte net rafineri marjı 21,4 dolar/varile yükselirken kapasite kullanım oranı %96 ve beyaz ürün verimi %83 seviyesinde gerçekleşti. Üretim 6,9 milyon ton olurken toplam satış hacmi yıllık %4 artışla 7,9 milyon tona ulaştı. Güçlü orta distilat ve benzin marjları, yüksek kapasite kullanımı ve artan satış hacmi çeyreklik kârlılığın temel belirleyicileri oldu. Şirketin üçüncü çeyreğe yönelik 1,08 milyon varillik ürün marjı sabitleme işlemi gerçekleştirmesi de rafineri marjlarındaki olası dalgalanmalara karşı kısmi koruma sağlamaktadır. İlk yarıda satış gelirleri %43 artışla 662,79 milyar TL'ye, FAVÖK %120 artışla 73,28 milyar TL'ye ve ana ortaklık net kâr %320 artışla 49,85 milyar TL'ye yükseldi. İşletme faaliyetlerinden sağlanan nakit akışı 15,01 milyar TL'den 132,37 milyar TL'ye, yatırım harcamaları sonrası klasik serbest nakit akımı ise 4,07 milyar TL'den 120,51 milyar TL'ye ulaştı. Nakit üretiminde operasyonel kârlılığın yanında ticari borçlardaki artış ve işletme sermayesi hareketleri de etkili olduğundan serbest nakit akımının kompozisyonunun sonraki dönemlerde izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Haziran sonunda net nakit pozisyonu 64,71 milyar TL'den 130,72 milyar TL'ye yükseldi. Finansal tablolarda 99,32 milyar TL yabancı para açık pozisyonu görülmekle birlikte nakit akış riskinden korunma işlemleri ve doğal koruma kapsamında değerlendirilen stoklar dahil edildiğinde şirket yaklaşık 204 milyon TL net uzun pozisyona geçmektedir. Şirket, güçlü rafineri marjlarının ardından 2026 net rafineri marjı beklentisini 6-7 dolar/varilden 13-15 dolar/varile yükseltti. Yıllık 29 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış, %95-100 kapasite kullanım oranı ve yaklaşık 700 milyon dolar yatırım harcaması hedefleri korundu. Dördüncü çeyrekte İzmit Rafinerisi FCC/LPG ve platformer ünitelerinde gerçekleştirilmesi planlanan bakımların üretim ve marjlarda dönemsel dalgalanma yaratabileceğini belirtmek gerekir. Özetle; güçlü rafineri marjı, yüksek kapasite kullanımı, operasyonel kaynaklı net kâr büyümesi, güçlü serbest nakit akımı ve 130,72 milyar TL'ye ulaşan net nakit pozisyonunu olumlu değerlendiriyoruz. Yukarı yönlü revize edilen net rafineri marjı beklentisi de yılın geri kalanına ilişkin görünümü destekliyor. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını pozitif olarak değerlendiriyoruz.
	TUSG	-	-	%45,9	Türkiye Sigorta'nın brüt prim üretimi 2026'nın ilk yarısında yıllık %30 artarak 94,2 milyar TL'ye ulaştı. Prim büyümesi, şirketin hesaplamasına göre %16 seviyesindeki sigorta enflasyonunun 14 puan üzerinde gerçekleşirken, dolar bazında da %9 büyüme sağlandı. İkinci çeyrek prim üretimi %29 artışla 40,4 milyar TL oldu. Şirket %15 pazar payıyla sektör liderliğini korudu. Net kar ilk yarıda %44 artarak 13,5 milyar TL'ye, ikinci çeyrekte ise %46 artarak 7 milyar TL'ye ulaştı. İkinci çeyrek net karı, 6,1 milyar TL'lik analist konsensüsünün %15 üzerinde gerçekleşti ve şirket tarihinin en yüksek çeyreklik karı oldu. İkinci çeyrekte vergi öncesi kar %47 yükseldi. İlk yarı efektif vergi oranı %27 ile şirketin öngördüğü bandta gerçekleşti. Toplam teknik kar yıllık %33 artarak 16,5 milyar TL'ye ulaşırken, yatırım geliri hariç safi teknik kar %211 artışla 4,9 milyar TL'ye çıktı. Şirket ana sigortacılık faaliyetlerinden kar elde etmeye devam ediyor. İkinci çeyrekte ise safi teknik kâr %192 artarak 2,9 milyar TL oldu. Bileşik oran, 2025'in ilk yarısındaki %97 seviyesinden %88'e gerileyerek 900 baz puan iyileşti ve şirket tarihinin en iyi seviyesine ulaştı. Oran üst üste on çeyrektrik %100'ün altında kalırken, %92 seviyesindeki piyasa beklentisinden de 400 baz puan daha iyi gerçekleşti. Trafik branşı hariç tutulduğunda bileşik oran yaklaşık %81 seviyesine düşmektedir. Bileşik orandaki iyileşmenin ana kaynağı hasar oranının %74'ten %66'ya gerilmesi oldu. Komisyon oranı %12'den %11'e düşerken masraf oranı %12'de yatay kaldı. İyileşme ağırlıklı olarak fiyatlama, portföy seçimi ve hasar yönetiminin geldi. Genel anlamda şirketin açıkladığı finansal performansı olumlu değerlendiriyoruz. 2026 yılının ilk yarısı, 2025 yılının ilk yarısından on yılda bir görülen don hasarından olumsuz etkilenmiş olması nedeniyle pozitif anlamda baz etkisine maruz kaldı. 2026'da benzer büyüklükte bir olay yaşanmaması, özellikle genel zararlar branşındaki güçlü iyileşmenin önemli nedenlerinden biri oldu. Genel Zararlar branşında çeyreklik teknik kar 2,66 milyar TL'ye yükselirken (2Ç25: 122 milyon TL), kümüle hasar oranı %114 seviyesinden %37 seviyesine geriledi. Bileşik oran ise %112'den %46'ya iyileşme gösterdi. Arbitraj işlemleri hariç yatırım portföyü ise %26 artarak 88,4 milyar TL'ye, dolar bazında %8 artarak 1,9 milyar dolara ulaştı. Portföyün getirisi %35 ile %32 seviyesindeki enflasyonun yaklaşık üç puan üzerinde gerçekleşti. Net yatırım geliri ilk yarıda %13 artarak 14,5 milyar TL, ikinci çeyrekte ise %19 artarak 8,3 milyar TL oldu. Özetle şirket, teknik tarafta oluşturduğu dengeli yapıdan pozitif katkı almaya devam ederken, yüksek faiz ortamından da olumlu etkilenmeyi sürdürüyor. Türkiye Sigorta'nın açıkladığı finansalları olumlu değerlendiriyoruz.

2026 YILI 2. ÇEYREK FİNANSAL SONUÇLARDA ÖNE ÇIKANLAR

	PETKM	%38,5	%571,8	%630,2	Petkim'in ikinci çeyrek satış gelirleri yıllık %38,5 artışla 36,42 milyar TL'ye yükseldi. Yurt dışı satışlar 11,86 milyar TL'den 17,42 milyar TL'ye ulaşarak ciro büyümesini destekledi. Satışların maliyetindeki artışın hasılat büyümesinin altında kalması sonucunda geçen yıl 585 milyon TL zarar açıklanan brüt sonuç 3,12 milyar TL kâra dönerken brüt kâr marjı %2,2'den %8,6'ya yükseldi. Petrokimya ürün marjlarındaki toparlanma, daha uygun ham madde maliyetleri ve operasyonel verimlilik brüt kârlılıktaki iyileşmenin temel belirleyicileri oldu. FAVÖK 3,42 milyar TL, FAVÖK marjı %9,4 olarak gerçekleşti. Bu tutar, gelir tablosundaki esas faaliyet kârına yalnızca amortisman eklenerek bulunan 1,76 milyar TL'lik mekanik hesaplama farkıdır. Finansal tablodaki diğer faaliyet gelir ve giderleri sonrasında esas faaliyet sonucu 247 milyon TL zarar seviyesinde kalmakla birlikte geçen yılki 3,27 milyar TL zarara kıyasla belirgin bir toparlanma kaydedildi. Ticari işlemlerden kaynaklanan yaklaşık 2,01 milyar TL vade farkı gideri faaliyet kârındaki iyileşmeyi sınırlandırdı. Ana ortaklık net kârı geçen yılki 769 milyon TL zarardan 4,08 milyar TL kâra döndü. Net kârda operasyonel toparlanmanın yanında 4,15 milyar TL net parasal pozisyon kazancı, STAR Rafineri'den kaynaklanan 1,68 milyar TL özkaynak yöntemi geliri ve 1,38 milyar TL ertelenmiş vergi geliri etkili oldu. Bu kalemlerin toplam katkısının vergi öncesi kârın üzerinde olması, net kârın önemli ölçüde operasyonel olmayan unsurlarla desteklendiğini gösteriyor. Bununla birlikte brüt kâr ve şirket FAVÖK'ündeki dönüş, ana faaliyetlerde de anlamlı bir toparlanma bulunduğu işaret etmektedir. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 4,02 milyar TL nakit girişi sağlarken yaklaşık 1,23 milyar TL yatırım harcaması sonrasında serbest nakit akımı 2,79 milyar TL pozitif oldu. Önceki yılın aynı döneminde işletme nakit akışı 4,77 milyar TL, serbest nakit akımı ise 7,85 milyar TL negatifti. Net borç 53,47 milyar TL'den 49,10 milyar TL'ye gerilemekle birlikte cari oran 0,59x seviyesinde kaldı. Banka kredilerinin 39,53 milyar TL'lik kısmının dolar cinsinden olması ve 36,42 milyar TL net yabancı para açık pozisyonu bilanço tarafında izlenmesi gereken kalemlerdir. Şirket 2026 için %60-65 kapasite kullanım oranı, 2,6 milyon ton üretim, 2,1 milyon ton satış, yaklaşık 100 milyon dolar FAVÖK ve 100 milyon dolar yatırım harcaması hedefini koruyor. Yıllık ortalama Petkim marjı beklentisi ton başına yaklaşık 402 dolar seviyesinde bulunurken ikinci yarı için yaklaşık 409 dolar öngörülmüyor. Yaklaşık 5 milyar dolarlık Master Plan yatırımı için nihai yatırım kararının 2027 yılında alınması beklenirken projenin tamamlandığında yıllık yaklaşık 1,6 milyar dolar cari açık katkısı sağlaması hedefleniyor. Özetle; petrokimya marjlarındaki toparlanma, şirket FAVÖK'ünün pozitif dönüşü, serbest nakit akımındaki belirgin iyileşme ve net borçtaki gerilemeyi olumlu değerlendiriyoruz. Buna karşılık likidite oranı, yabancı para açık pozisyonu ve net kâr içindeki parasal kazanç, iştirak geliri ve ertelenmiş vergi katkısının yüksekliği izlenmelidir. Bu çerçevede ikinci çeyrek sonuçlarını operasyonel toparlanmanın belirginleşmesi nedeniyle temkinli pozitif değerlendiriyoruz.
--	-------	-------	--------	--------	--

YASAL UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.