

▪ Sağlık, Savunma, Perakende ve Petro Rafineri Sektörleri Bu Çeyrekte Ön Planda.

I Ç26 Finansal Sonuçları Türkiye Sigorta ile Başladı...

Borsa İstanbul'da I Ç26 bilanço dönemi 20 Nisan itibarıyla Türkiye Sigorta <TURSG TI> ile başlangıç yaptı. Finans dışı sektörde ise ilk sonuçları 21 Nisan'da Tab Gıda <TABGD TI> ile almaya başladık. Borsa İstanbul'da birinci çeyrek finansallarının son açıklanma tarihleri, konsolide olmayan şirketler için 30 Nisan, konsolide olan şirketler ve bankalar için 11 Mayıs olarak belirlendi.

Orta Doğu'daki Jeopolitik Riskler I Ç26'da Şirket ve Sektör Bazlı Ayrışmayı Öne Çıkıyor...

Yılın ilk çeyreği, küresel ölçekte artan jeopolitik risklerin belirleyici olduğu, enerji fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketin yeniden enflasyonist baskıları tetiklediği ve bu gelişmelerin başta büyük merkez bankaları olmak üzere para politikası beklentilerini yeniden şekillendirdiği bir dönem olarak öne çıktı. Bu çerçevede, küresel finansal koşullardaki sıkılaşma eğilimi ve artan belirsizlikler, gelişmekte olan piyasalara yönelik risk iştahını sınırlarken, Borsa İstanbul üzerinde de dalgalı ve temkinli bir görünümün hakim olmasına neden oldu. Yurt içinde, TCMB yılın başında politika faizinde indirime gitmiş olsa da, küresel şokların etkisiyle fonlama kompozisyonunda yukarı yönlü bir kayma gözlemlendi. Bu durum, piyasa faizleri üzerinde beklenen gevşemenin sınırlı kalmasına yol açarken, finansal koşulların öngörülenden daha sıkı seyretmesine neden oldu. Makroekonomik aktivite tarafında, Şubat ayında imalat PMI verisinin 49,3 seviyesine yükselerek son 22 ayın en yüksek düzeyine ulaşması, üretim tarafında toparlanma sinyalleri vermişti. Ancak Mart ayında Orta Doğu kaynaklı artan jeopolitik gerilimlerin etkisiyle üretim ve yeni siparişlerde gözlenen ivme kaybı, bu olumlu görünümü kısmen zayıflattı. Özellikle dış talep koşullarındaki belirsizlikler ve tedarik zincirine yönelik riskler, sanayi üretimi üzerinde sınırlayıcı bir unsur olarak öne çıkıyor. Fiyat dinamikleri tarafında ise, yılın ilk üç ayında enflasyonun kümülatif olarak %10,04 seviyesinde gerçekleşmesi, enflasyon muhasebesi uygulamalarının finansallar üzerindeki etkisinin bu çeyrek özelinde daha belirgin hissedilebileceğine işaret ediyor. Genel olarak değerlendirildiğinde, I Ç26 döneminde şirket finansallarının; küresel risklerdeki artış, finansal koşullardaki görece sıkılık, talep görünümündeki dalgalanma ve enflasyon muhasebesi etkilerinin birlikte şekillendirdiği daha karmaşık bir makro arka plan altında oluşmasını bekliyoruz.

Sağlık, Savunma, Perakende ve Petro Rafineri Sektörleri I Ç26'da Öne Çıkıyor...

Havacılık sektöründe, mevsimsellik etkisiyle bir önceki çeyreğe kıyasla operasyonel ivmede sınırlı bir yavaşlama gözlenirken, Mart ayından itibaren artan jeopolitik risklerin jet yakıtı fiyatları üzerindeki yukarı yönlü etkisinin bu çeyrek özelinde görece sınırlı kaldığını değerlendiriyoruz. Bu görünüm içinde, **Türk Hava Yolları'nın** Orta Doğu kaynaklı gelişmelere karşı kapasitesini Asya ve Afrika hatlarına yönlendirebilme esnekliği, kargo gelirlerindeki toparlanma ve yolcu birim gelirlerindeki iyileşme sayesinde sektörün üzerinde bir performans sergilemesini bekliyoruz. Buna karşın, **Pegasus'un**, artan jeopolitik gerilimlerin etkisiyle dış hat yolcu büyümesinde zayıflama ve birim gelirlerde öngördüğümüz %8'lik daralma doğrultusunda operasyonel açıdan daha zayıf sonuçlar açıklayabileceğini öngörüyoruz. Öte yandan, petrol ve jet yakıtı fiyatlarının yüksek seyrini koruması halinde, 2Ç26 döneminde maliyet baskılarının sektörde daha belirgin hale gelebileceğini düşünüyoruz. **Sağlık sektöründe** ise Ramazan etkisine rağmen yılın ilk çeyreğinde hasta trafiğinde gözlenen toparlanmanın, Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) ve Türk Tabipleri Birliği (TTB) katsayılarındaki artışla birlikte reel ciro büyümesini desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, **MLP Sağlık'ın** %4 ciro ve %16 FAVÖK büyümesi ile sektörde pozitif ayrışmasını öngörüyoruz. Genel olarak I Ç26 döneminde sağlık sektöründe gelir ve karlılık tarafında görece güçlü bir görünümün öne çıkabileceği kanaatindeyiz. **Teknoloji ve bilişim sektöründe**, beklentilerle uyumlu şekilde reel ciro büyümesinin sürmesini beklerken, **Hitit'in** USD bazlı gelir artışı ve FAVÖK marjındaki iyileşme ile ön plana çıkacağını değerlendiriyoruz. **Gayrimenkul sektöründe** yılın ilk üç ayında toplam konut satışlarının yıllık bazda yatay seyretmesine rağmen, enflasyonun üzerinde gerçekleşen kira artışlarının sektörel performansı desteklediğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, şirket bazlı finansallar üzerinde teslim tarihleri ve proje tamamlanma takvimlerinin belirleyici olmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Bu nedenle sektör genelinde görünüm olumlu olsa da, finansal performansın şirketler arasında belirgin şekilde ayrışabileceğini değerlendiriyoruz.



IÇ26 Kar Tahminleri

milyon TL			IÇ26T			Yıllık Değişim (%)			Çeyresel Değişim (%)			Yorum
Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Tahmini Açıklanma Tarihi	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	
PGSUS*	EUR	11 Mayıs	31,948	-1,657	-8,716	35%	a.d.	a.d.	-20%	a.d.	a.d.	Orta Doğu'da artan jeopolitik gerilimlerin etkisiyle dış hat yolcu büyümesinde gözlenen zayıflama ve birim gelirlerde öngördüğümüz %8'lik daralma doğrultusunda, net satış gelirlerinin yıllık bazda yatay seyrederek 625 milyon Euro seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Petrol ve jet yakıtı fiyatlarındaki sert yükselişin bu çeyreğe etkisinin görece sınırlı kaldığını değerlendirsek de, yakıt dışı maliyetlerdeki artış ve cironun büyüme kaydedememesi operasyonel karlılığı baskılamaya devam ediyor. Bu görünüm altında şirketin operasyonel tarafta zayıf bir performans sergileyerek -32 milyon Euro FAVÖK ve -170 milyon Euro net zarar açıklayacağını tahmin ediyoruz.
THYAO*	USD	29 Nisan	250,175	14,191	1,541	42%	40%	a.d.	-5%	-64%	-96%	AKK'nin %9,4, ÜYK'nin ise %13,4 oranında artmasıyla birlikte yolcu doluluk oranı 2,9 puan yükselerek %83,5 seviyesine ulaştı. Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmelerin etkisiyle kapasitenin Asya ve Afrika hatlarına kaydırılabilme esnekliği, kargo gelirlerindeki toparlanma ve yolcu birim gelirlerinde %2 civarında artış beklentimiz doğrultusunda, toplam gelirin %17,4 artışla 5,73 milyar dolara ulaşacağını öngörüyoruz. Petrol ve jet yakıtı fiyatlarındaki sert yükselişin bu çeyrek özelinde sınırlı etki oluşturduğunu değerlendirsek de, özellikle yıl başı ücret düzenlemelerine bağlı olarak personel giderleri başta olmak üzere diğer maliyet kalemlerindeki artışın altını çiziyoruz. Bu çerçevede, şirket hesaplamalarına göre FAVÖK'ün 615 milyon dolar, FAVÖK marjının ise %11 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, petrol ve jet yakıtı fiyatlarının yüksek seyrini koruması halinde 2Ç26 döneminde maliyet baskısının daha belirgin hale gelebileceğini düşünüyoruz.
HTTBT*	USD	5-11 Mayıs	578	214	97	67%	60%	48%	29%	22%	-4%	Orta Doğu'da artan jeopolitik risklere rağmen, havayolu şirketlerinin kapasitelerini Asya ve Afrika gibi alternatif destinasyonlara yönlendirmesi SaaS gelirlerini desteklemeyi sürdürüyor. Güçlü SaaS katkısının etkisiyle, toplam cironun USD bazında %18 artışla 11,3 milyon dolara ulaşmasını bekliyoruz. Operasyonel performanstaki iyileşme ve disiplinli maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK'ün %29 artışla 4,18 milyon dolara yükselmesini, FAVÖK marjının ise yaklaşık %37 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bununla birlikte, Orta Doğu kaynaklı jeopolitik risklerin partner kazanım sürecini uzattığını da not etmek isteriz.
EREGL*	USD	Mayıs İlk Hafta	55,987	5,818	63	5%	41%	-85%	-8%	-22%	a.d.	2025 dördüncü çeyrek sonuçlarına paralel olmasını bekliyoruz. Ürün fiyatlarındaki artışın etkisini yılın ikinci çeyreğinde görülmesini bekliyoruz
ALBRK*	TL	8 Mayıs			948			-88%			-72%	Trading ve diğer gelirler kalemlerinin etkisini net kar tarafına yansımaları bekliyoruz. Bir önceki çeyreğe göre net kar payı gelirlerinde azalış olsa da yıllık bazda artışın sürmesini bekliyoruz
LOGO	TL	Mayıs İlk Hafta	1,526	532	25	11%	3%	-97%	-17%	40%	-68%	IÇ26 döneminde, genel olarak beklentilerle uyumlu şekilde reel bazda %11 seviyesinde ciro büyümesinin sürmesini öngörüyoruz. Ar-Ge yatırımlarının devamı ve SaaS dönüşümünün etkisiyle FAVÖK marjının %35 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Net kar tarafında ise, geçen yılki Total Soft satışına bağlı oluşan yüksek baz (tek seferlik gelir) etkisinin bu dönemde bulunmaması nedeniyle 25 milyon TL seviyesinde daha normalize bir karlılık öngörüyoruz.

*TMS-29 hariç finansal sonuçları temsil etmektedir.

**THY şirket hesaplamalarına göre FAVÖK'ün 26.826 milyon TL (615 milyon dolar) olmasını tahmin ediyoruz.

*** Havacılık sektör raporu katılım endeksinde yapılan değişiklik öncesinde hazırlanmıştır.



1Ç26 Kar Tahminleri

milyon TL			1Ç26T			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksel Değişim (%)			Yorum
Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Tahmini Açıklanma Tarihi	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	
EBEBK	TL	30 Nisan	8,032	556	40	18%	81%	a.d.	-3%	-50%	180%	Yılın ilk çeyreğinde artan mağaza sayısı, yükselen müşteri trafiği ve satış adetlerindeki büyümenin hasılat üzerinde olumlu yansımalarını görmeyi bekliyoruz. FAVÖK tarafında ise özellikle Şubat ayında gerçekleştirilen promosyon ve indirim kampanyalarının marjlar üzerinde baskı oluşturması muhtemel görünüyor. Dönemsellik etkileri nedeniyle çeyrek bazda marjlarda bir miktar gerileme beklessek de, yıllık bazda 1Ç25'e kıyasla 2 puanın üzerinde bir iyileşme öngörüyoruz. Operasyonel göstergeler de bu görünümü destekler nitelikte. Yılın ilk çeyreğinde ebebek.com ziyaretçi sayısı %0,6, satış adedi %22 ve mağaza ziyaretçi sayısı yaklaşık %9 artış kaydetti.
TUPRS	TL	6 Mayıs	248,024	17,610	3,472	19%	38%	2633%	9%	12%	-53%	Ürün marjlarında yükselişin etkisiyle bilanço görünümünde toparlanma sürüyor. Gecikme etkisi nedeniyle marjlardaki yükselişin yılın ikinci çeyreğinde hissedilmesini bekliyoruz.
BIMAS	TL	11 Mayıs	214,088	8,349	3,702	11%	21%	5%	5%	-41%	-51%	FAVÖK marjında yükseliş ivmesinin sürmesini bekliyoruz. Mağaza açılış sayısının tahminlerimizle paralel olmasını öngörüyoruz.
LKMNH	TL	Mayıs İkinci Hafta	1,240	256	-25	9%	2%	a.d.	-2%	-17%	a.d.	Hasta trafiğindeki artış ile birlikte SUT ve TTB katsayılarındaki yükselişin katkısıyla reel ciro büyümesinin %9 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Devam eden verimlilik çalışmalarına rağmen FAVÖK'te sınırlı bir artış öngörüyoruz; yıllık bazda %2 büyüme ile FAVÖK marjının %20,6 seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz. Öte yandan, artan finansman gideri nedeniyle şirketin net zarar açıklayabileceğini düşünüyoruz.
MPARK	TL	6 Mayıs	15,970	4,467	1,287	4%	16%	-16%	2%	-8%	-9%	Ramazan etkisine rağmen yılın ilk çeyreğinde hasta trafiğinde gözlenen toparlanmanın, Sağlık Uygulama Tebliği (SUT) ve Türk Tabipleri Birliği (TTB) katsayılarındaki artışla birlikte reel ciro büyümesini desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Operasyonel verimlilik odaklı adımların katkısıyla FAVÖK'ün yıllık bazda %16 artış kaydetmesini öngörürken, FAVÖK marjının %28 seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Ayrıca, güçlü nakit üretimi ve dengeli borçluluk yapısının, şirketin finansal görünümünü destekleyen temel unsurlar olmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz.
CIMSA	TL	29 Nisan	11,638	1,450	628	0%	1%	77%	-7%	-40%	-12%	Jeopolitik kriz çimento sektörünü maliyet bazında negatif etkilemiş olup, Çimsa'nın mevcut yakıt stoklarının ve alternatif yakıt kullanımının enerji şokuna ilk çeyrekte direnç göstermesini bekliyoruz. Bu durumun sektöre yansımalarının 2. çeyrekte sonra takip edilmesini öngörüyoruz. İlk çeyrekte şirketin ciro ve FAVÖK'te yatay bir görünümle birlikte %12.4 FAVÖK marjı elde etmesini tahmin ediyoruz. Sabancı Holding hisselerinin etkisinin azalmasıyla net karda da güçlü toparlanma bekliyoruz.



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Ubeyde Safvan Erbaş
Yönetmen

Teknik Analist

Muhammet Çakmak
Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
Kıdemli Uzman

Perakende, Savunma, Sanayi

Ali Osman Okut
Uzman Yardımcısı
Çimento

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşamaz.