



4Ç25 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	BİLİŞİM SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
HTTBT	POZİTİF	FY25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre operasyonel metriklere baktığımızda Saas üzerinden işlem gören yolcu sayısında %26 artış, Yıl boyunca 11 partnerin kurulumu tamamlanırken 12 aktif kurulum projesinin devam ettiğini, Hitit Oxygen'de IATA standartlarındaki yeni e ticaret platformunda günlük 6mlr satış teklifi hacmi, Yatırım/Satış oranının ise %49 olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Açıklanan beklentiye paralel sonuçları POZİTİF değerlendirmekteyiz. HTTBT'yi A'dan Z'ye entegre çözüm, niş Pazar, defansif iş modeli, yolcu sayısında artış, etkin maliyet yönetimi ve sürdürülebilir ve tekrarlayan gelir yapısıyla beğenmeye devam etmekteyiz. Önümüzdeki dönemde ADS'nin payının %3'den %10'a çıkmasını beklerken şirketin iş modelinin sürdürülebilir ve sağlam zeminlere atılması sebebiyle 100m \$ ciro hedefinin gerçekçi olacağını ve büyümenin sürdürülebilir olacağını düşünmekteyiz.	29,76	3,90	16,09
İNDES	POZİTİF	Beklentilerimizin üzerinde sonuçları POZİTİF değerlendirmekteyiz. INDES özelinde sektördeki lider konumu ve sektöre göre ayrışması sebebiyle defansif yapısının korunduğunu izlerken artan kontratlarla beraber agresif büyümesinin de sürdürüldüğünü izlemekteyiz. 2025 yılında 2.1mlr \$ hasılat elde edilirken 2026'da 3mlr \$ 2030'da ise 5mlr \$ satış hedeflerini görmekteyiz. 2026 yılı için büyümenin altında Vodafone etkisi ve Apple'a yönelik agresif Pazar payı beklentisinin oluştuğunu görmekteyiz. Gelecek projeksiyonda ise büyüme alanlarını oluşturan faktörlerin 10'a yakın segmentte ve tüm markaların neredeyse içinde bulunduğu ürün portföyü, katma değeri yüksek ürün payının artırılması için oluşan projeksiyon, yeni iş segmentleri, lojistik yatırımlarındaki kira getirileri faktörlerinden oluştuğunu söyleyebiliriz. Geçtiğimiz çeyreklerde Avrupa, MEA ve Balkanlar'da en büyük 5 teknoloji distribütörü olma hedefinin en büyük 3 teknoloji distribütörü olma yönü revizyonunu ise hedef açısından pozitif değerlendirirken lokal oyunculara azalma, güçlü konumlanma, defansif yapısı ve etkin operasyonel yönetim ışığında gerçekleşeceğini düşünmekteyiz. Özetle stratejik iş birlikleri, güçlü konumlanma ve gelecekte oluşacak GYO değerlemelerinin de etkisiyle birlikte hedef fiyatımızı 13.53 TL'den 20.58 TL'ye revize ediyoruz ve şirketin iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz.	12,16	0,94	1,83
LOGO	SINIRLI POZİTİF	Logo Yazılım, 4Ç25'te 1,666 milyar TL hasılat, 346 milyon TL FAVÖK ve 71,73 milyon TL net kâr ile beklentilerimize paralel hasılat ve FAVÖK, beklentilerimizin üzerinde net kâr açıkladı. Genel olarak baktığımızda açıklanan finansalları SINIRLI OLUMLU buluyoruz. 4Ç25'te hasılat ve FAVÖK beklentilere paralel gerçekleşirken, net kâr beklentimizin üzerinde açıklandı. Reel büyüme korunurken, FAVÖK tarafındaki daralma faaliyeti giderlerindeki artıştan kaynaklandı. Net Kâr ise yatırım gelirlerindeki yükseliş ve daha düşük net parasal pozisyon kaybı destekledi. Operasyonel tarafta özellikle e-Servis ve İşbaşı segmentlerinde güçlü SaaS ivmesi dikkat çekti. MRR ve ARR büyümesi ile artan kullanıcı metrikleri, ölçeklenebilir iş modelinin çalıştığını gösterdi. Buna karşın marjlarda çeyrekssel bazda görülen gerileme ve Total Soft tarafından 2026 için öngörülen daha düşük marj beklentisi kârlılık görünümünü dengeliyor. 2026 yılına ilişkin beklentiler gelir artışının devamına ve dengeli bir marj yapısına işaret ediyor. Türkiye operasyonlarında çift haneli büyüme ve %31 FAVÖK marjı hedefi olumlu olmakla birlikte, konsolide tarafta marj kompozisyonunun yakından izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz.	8,66	3,48	5,78

KOD	GÖRÜŞ	ELEK. GAZ. BUH. SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AKSEN	POZİTİF	Yurt dışı operasyonlarındaki çeşitlendirilmiş portföyü, döviz bazlı anlaşmalarının olması ve Türkiye operasyonlarında yenilenebilir enerji yatırımı hikayesiyle beraber güçlü ve sürdürülebilir kârlılık yapısının devam edeceğini düşünürken, şirketi hikâye olarak agresif, yapı olarak defansif nitelendirmekteyiz. 2023 yılından bu yana 900 m \$ yatırım yapan şirket için yatırımların geri dönüşünü 2026 yılında göreceğimizi düşünmekteyiz. Mevcut kuruluş gücü 3 GW seviyesinde olan şirket, 2028 yılına kadar kapasitesini 5 GW'a çıkarmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda devreye alınan 10 proje toplamda 975 MW ek kapasite yaratırken, söz konusu kuruluş gücün 724 MW'lık bölümü dolar bazlı sabit getiri sunan yurt dışı operasyonlarından oluşmaktadır. AKSEN'in FAVÖK beklentileri sırasıyla 2026 – 394 m \$, 2027 – 558 m \$, 2028 – 660 m \$ olarak beklenirken, 2026 itibarıyla FAVÖK'ün %90'ını YEKDEM ve garantili iş bazlı kontratlardan oluşacağını ve FAVÖK marjının 2028'e kadar %42 seviyesine çıkmasını beklemekteyiz. Sonuç olarak baktığımızda AKSEN özelinde 2026 yılı ara geçiş yılı, 2028'in ise faal yıl olarak önem arz ettiğini görmekteyiz ve şirketin dönüşümünün gerçekleştiğini izlemekteyiz. Şirketin portföy yapısı gereği ve yurt dışı operasyonlarından sağlanan USD bazlı garanti gelirleri sebebiyle DEFANSİF ve GÜÇLÜ konumunu koruduğunu izlerken iç piyasada da YENİLENEBİLİR ENERJİ dönüşümünü gerçekleştirdiğini görmekteyiz. AKSEN için hedef fiyatımızı 64.30 TL'den 96 TL'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	26,04	1,60	11,87
AYDEM	POZİTİF	Aydem, 4Ç25'te 2,878 milyar TL hasılat, 747,27 milyon TL FAVÖK ve 3,130 milyar TL net kâr ile beklentilerimizin üzerinde hasılat, beklentilerimize paralel FAVÖK açıkladı. Hasılat tarafındaki artışın kârlılığa yansımamasının temel sebebi 1,763 milyar TL seviyesindeki kâr marjı düşük olan ilişkili taraf ile yapılan elektrik ticareti oldu. Böylece şirket, 2025 yılında elektrik ticareti kaynaklı 5,612 milyar TL gelir elde etti. Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUMLU buluyoruz. Şirket, 4Ç25 döneminde hasılatta beklentilerimizin üzerinde, FAVÖK tarafında ise beklentilerimiz dahilinde bir performans sergilerken, operasyonel tarafta üretim kompozisyonunu korumayı başardı. Her ne kadar düşük marjlı ilişkili taraf elektrik ticareti gelirleri ve yüksek finansal giderler kârlılığı baskılamaya devam etse de özellikle 2026 yılının ilk iki ayında hidroelektrik santraller kaynaklı güçlü üretim artışı gelecek dönem için operasyonel görünüm açısından pozitif sinyal veriyor. Üretim tarafındaki ivmenin sürmesi halinde önümüzdeki dönemde finansal performans daha dengeli bir katkı sağlanacağını, bu durumun da kârlılık tarafına yansımacağını düşünüyoruz.	A.D.	0,48	8,26
BIOEN	NEGATİF	Biotrend, 4Ç25'te 714,57 milyon TL hasılat, 42,206 milyon TL FAVÖK ve 670,693 milyon TL net zarar ile beklentilerimize paralel hasılat, beklentilerimizin altında FAVÖK ve Net Zarar açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUMSUZ buluyoruz. Biotrend, 4Ç25'te beklentilere paralel hasılat açıklarken, FAVÖK ve net zarar beklentilerin altında gerçekleşti; ertelenmiş vergi gideri net kârlılığı baskıladı. PTF'in zayıf seyrinin YEKDEM kapsamı sayesinde etkisi sınırlanmış olsa da İnegöl 1 ve Giresun santrallerindeki görece zayıf üretim sebebiyle hasılat düşüş gösterdi. 2026 yılı Ocak-Şubat döneminde toplam üretim, Bergama ve Sivas santrallerindeki güçlü performansına rağmen önceki yılların aynı dönemine kıyasla geriledi. Önümüzdeki dönemde santrallerdeki üretim rakamlarını yakından takip edeceğiz.	A.D.	3,18	39,94
CANTE	NÖTR	Çan2 Termik, 4Ç25'te 1,396 milyar TL hasılat, 409,33 milyon TL FAVÖK ve 1,417 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel hasılat ve FAVÖK açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları NÖTR buluyoruz. Hasılat ve FAVÖK tarafı beklentilerle uyumlu gerçekleşti. Kasım ayında 2026'nın ilk çeyreğinde yapılması planlanan rutin bakımın ticari avantajlar nedeniyle öne çekilmesi üretimi ve operasyonel kârlılığı sınırlarken, diğer faaliyet giderlerindeki artış FAVÖK üzerinde baskı yarattı. Buna karşın Denarius Pumping konsolidasyonundan kaynaklanan kur farkı geliri ve ertelenmiş vergi geliri net kârı destekleyen ana unsur oldu. Önümüzdeki dönemde, yerli kömür santrallerine sağlanan EÜAŞ teşviklerinin 2026 yılında şirketin üretim ve finansal performansına olumlu yansımaları bekliyoruz.	A.D.	0,55	7,14
CATES	NÖTR	Çates Elektrik, 4Ç25'te 1,677 milyar TL hasılat, 152,94 milyon TL FAVÖK ve 1,855 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde hasılat, beklentilerimizin altında FAVÖK açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları NÖTR buluyoruz. Hasılat beklentiler dahilinde gerçekleşirken, FAVÖK ve FAVÖK marjında genel yönetim giderleri nedeniyle baskılanma yaşandı. Santralin yeniden değerlemesi ise net kârı destekledi. Yerli kömür santrallerine sağlanan EÜAŞ teşviklerinin 2026 yılında şirketin üretim ve finansal performansına olumlu yansımaları bekliyoruz.	4,54	0,64	9,18





4Ç25 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	ELEK. GAZ. BUH. SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ENTRA	SINIRLI NEGATİF	IC Enterra, 4Ç25'te 657,48 milyon TL hasılat, 412,908 milyon TL FAVÖK ve 1,246 milyar TL net zarar ile beklentilerimize paralel hasılat ve FAVÖK, beklentilerimizin altında Net Zarar açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları KISMEN OLUMSUZ buluyoruz. IC Enterra, 4Ç25'te beklentilere paralel hasılat ve FAVÖK açıklarken, finansal giderler ve ertelenmiş verginin etkisiyle net zarar beklentilerin altında gerçekleşti. Piyasa Takas Fiyatı'nın zayıf seyri ve maliyetlerdeki artış net zarar desteklerken, üretimde Erzin GES'in katkısı görülmeye başladı. Şirket, yeni projeleri ile portföyünü 2030 yılına kadar 488 MW'tan 1.199 MW'a çıkarmayı hedefliyor. 2026'ya güçlü bir üretim başlangıcı yaparak ilk 2 ayda 222.416 MWh üretim gerçekleştirdi; yatırım ve üretim büyümesi orta-uzun vadede olumlu bir görünüm sunuyor. Hedef Fiyatımızı 18,70 TL, tavsiyemizi AL olarak sürdürüyoruz.	A.D.	0,54	9,82
GWIND	SINIRLI NEGATİF	Galata Wind, 4Ç25'te 610,92 milyon TL hasılat, 380,02 milyon TL FAVÖK ve 78,47 milyon TL net kâr ile beklentilerimizle paralel hasılat ve FAVÖK, beklentilerimizin altında net kâr açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMSUZ buluyoruz. 4Ç25'te hasılat ve FAVÖK beklentiler dahilinde gerçekleşirken net kâr tarafında beklentimizin altında kalan bir performans görüyoruz; bunda özellikle zayıf PTF seyri ve üretim tarafındaki gerileme etkili oldu. 2025 genelinde Piyasa Takas Fiyatı'nın yıllık bazda düşüş göstermesi ve 4. çeyrekte de zayıf kalması, YEKDEM kapsamı dışında kalan Mersin RES ve Şah RES kaynaklı PTF duyarlılığını artırarak kârlılığı baskıladı. Ayrıca Taşpınar ve Şah RES'teki düşük üretim performansı hasılatı aşağı çekerken, genel yönetim giderleri ve finansal giderlerdeki artış net kârdaki sert daralmayı beraberinde getirdi. Buna karşın Türkiye'de yenilenebilir enerjinin toplam üretimdeki payının artmaya devam etmesi, RES ve özellikle GES tarafındaki güçlü büyüme eğilimi sektörel görünümü destekliyor. Şirket özelinde ise 2030 projeksiyonunda kurulu gücün 1089,8 MW seviyesine çıkarılması yatırımları, mevcut kısa vadeli baskılara rağmen büyüme hikâyesinin ve kapasite artışı odaklı stratejinin devam ettiğini gösteriyor.	16,01	0,96	7,47
TATEN	NÖTR	Tatlıpınar Enerji, 4Ç25'te 583,04 milyon TL hasılat, 288,51 milyon TL FAVÖK ve 13,42 milyon TL net kâr ile beklentilerimizin biraz üzerinde hasılat, beklentilerimize paralel FAVÖK açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları NÖTR değerlendiriyoruz. Tatlıpınar Enerji'nin 4Ç25 finansallarında hasılat beklentilerin hafif üzerinde, FAVÖK ise beklentilere paralel gerçekleşti. Operasyonel tarafta çeyrek bazda üretimde daralma görüldü de yıllık bazda üretim artışı ve yenilenebilir enerji kaynaklarının üretimdeki payının yükselmesini olumlu buluyoruz. Şirketin YEKDEM kapsamında sabit fiyatlı satış yapması PTF'deki zayıf seyrinden korunmasına katkı sağlarken, son çeyrekte maliyet artışlarının hasılat büyümesinin üzerinde kalması kârlılık marjlarında daralmaya yol açtı. Artan finansman maliyetleri ve operasyonel kârlılıktaki görece zayıflamanın etkisiyle net borçluluk göstergelerinde yükseliş devam etti ve Net Borç/FAVÖK rasyosu 4,39x seviyesine ulaştı. Özetle, operasyonel görünüm yıllık bazda olumlu olsa da çeyrek bazda üretim daralması ve yükselen borçluluk kârlılığı sınırlıyor.	A.D.	2,56	13,48

KOD	GÖRÜŞ	GIDA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AEFES	NEGATİF	4Q25'de satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %18.6 artış gösterirken FY25'de %2.5 artış görmekteyiz. Satış hacminde ise FY25'de konsolide %7, Bira Grubu yatay ve CCI ise %8 artış gösterdiğini görmekteyiz. Açıklanan finansal sonuçları NEGATİF değerlendirmekteyiz. FY25'de Bira Grubunun zayıf seyrine rağmen CCI grubunda güçlü performansları izlerken 2026 yılında ise iç tarafta marj yönlü toparlanma beklemekteyiz. Özetle toparlanmanın hacimsel artıştan ziyade OPEX yönlü iyileşmeden kaynaklı kârlılık artışı olarak gerçekleşmesini beklemekteyiz. 2025 yılını şirket verimlilik ve sürdürülebilir marj temalı geçirirken 2026 yılında da aynı temanın sürmesini beklemekteyiz. Rusya operasyonlarındaki belirsizlik sürecinin hisse senedi fiyatlaması üzerindeki baskısı sürse de önümüzdeki dönemde gelecek her olumlu gelişmenin yukarı yönlükatalizör yaratma potansiyeli olduğunu düşünmekteyiz.	11,43	0,94	3,99
CCOLA	POZİTİF	4Q25'de satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %23.2 artış gösterirken yurt içi satışların %10.8, yurt dışı satışların ise %40.4 artış gösterdiğini görmekteyiz. 4Q25'de konsolide satış hacminin ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %5.4 artış göstererek 285 milyon ünite kasa olarak gerçekleştiğini izlerken yurt içi satış hacmi %3.6 daralma, yurt dışı satış hacminin ise %11 ile güçlü artış gösterdiğini görmekteyiz. FY25 olarak baktığımızda ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre TL satışlar %3.9 artış gösterirken yurt içi satışların yatay seyrettiğini yurt dışı satışların ise %7.5 artış gösterdiğini görmekteyiz. FY25 satış hacimlerinde ise konsolide satış hacminin %8 artışla 1.62 milyar ünite kasaya çıktığını izlerken iç pazarda %1 daralma, yurt dışı operasyonlarında ise %13.5 artış görmekteyiz. Yılın ilk yarısında hacim odaklı büyüme stratejisinin yılın ikinci yarısında fiyatlandırma odaklı stratejiye evrildiğini izlerken büyükpazarlardaki güçlü operasyonel performansı olumlu değerlendirmekteyiz. Özetle yılı sağlıklı sonuçlarla kapatırken 2026 yılında da güçlü operasyonel performansın devamını beklemekteyiz.	13,92	2,58	6,73
ULKER	NEGATİF	Satışlara baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %6.5 daralma izlerken FY25'de %2 artış görmekteyiz. FY25'de bölgesel satışlar yurtiçi %2.1, yurtdışı ise %0.7 artış gösterdiğini görmekteyiz. Segment bazlı baktığımızda ise FY25'de Çikolata %5.6, Kek %2.6 artış gösterirken Bisküvi %4.1 daralma gösterdiğini görmekteyiz. Hacim bazlı baktığımızda ise Bisküvi %2.3, Kek %5.3 artış gösterirken Çikolata %7.9 ve Konsolide Satış Hacmi ise %1.1 daralma gösterdiğini görmekteyiz. Beklentilerin altında açıklanan sonuçları NEGATİF değerlendirilmekteyiz. Yıl boyu devam eden gider optimizasyonu ve proaktif yönetimi pozitif değerlendirirken, hacimsel daralma, yurtdışı pazarda daralma ve marj daralmasını ise negatif olarak yorumlamaktayız. Yüksek finansman giderlerinin negatif etkisini görmeye devam etsek de yapının sürdürülebilir olduğunu düşünmekteyiz. 2025 yılı şirket için verimlilik odaklı bir geçiş yılı olarak geçtiğini izlerken 2026 yılında da aynı yapının görece sürmesini beklemekteyiz. 4Q25 itibariyle ULKER 4.12x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.	8,26	0,93	4,03

KOD	GÖRÜŞ	KÂĞIT VE BASIM SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
LILAK	NÖTR	Lila Kağıt, 4Ç25'te 3,065 milyar TL hasılat, 503,87 milyon TL FAVÖK ve 231,3 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Genel olarak bakıldığında sonuçları NÖTR değerlendiriyoruz. Zayıf küresel talep ve güçlü TL'nin yarattığı baskıya rağmen şirketin marjlarını büyük ölçüde koruyabilmesi operasyonel anlamda dirençli bir yapıya işaret ediyor. İhracat ve bobin hacmindeki gerileme konverting tarafındaki güçlü performansla kısmen dengelenirken, 2024'e göre kârlılıktaki sınırlı iyileşmeyi de olumlu buluyoruz. Devam eden yatırımlar ve 2026 hedefleri orta vadeye ilişkin daha iddialı bir tablo ortaya koysa da mevcut makro görünüm nedeniyle kısa vadede temkinli olmak gerektiğini düşünüyoruz.	10,67	1,12	5,35



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



4Ç25 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	KİMYA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AKSA	SINIRLI POZİTİF	Aksa Akrilik, 4Ç25'te 7,987 milyar TL hasılat, 2,342 milyar TL FAVÖK ve 1,322 milyar TL net kâr ile beklentilerimizin biraz altında hasılat, beklentilerimizin üzerinde FAVÖK ve konsensus beklentinin üzerinde Net Kâr açıkladı. Genel olarak sonuçları SINIRLI OLUMLU değerlendiriyoruz. Aksa Akrilik 4Ç25'te zayıf iç talep ve fiyat baskılarına rağmen ihracattaki güçlü performans, teknik elyaf segmentindeki dayanıklı talep ve katma değeri yüksek ürünlerin payının artması sayesinde operasyonel dayanıklılığını korumayı başardı. Aksa Carbon konsolidasyonunun ve yatırım gelirinin katkısıyla kârlılık tarafında belirgin iyileşme sağlanırken, satın alımın etkisiyle borçluluk rasyolarında artış görüldü. Önümüzdeki dönemde ihracat hacmindeki artış ve teknik elyaf segmentindeki gelişimin operasyonel performansa katkısını, buna paralel olarak borçluluk göstergelerindeki olası gelişimleri yakından takip edeceğiz.	10,47	1,28	10,99
BRISA	POZİTİF	4Q25'de satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %8.8 daralma gösterirken FY25'e baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %9 daralma görmekteyiz. Satış kırılımına baktığımız zaman, 2025 yılı toplam lastik satış tonajının 189.277 ton'a gerilediğini ve bir önceki yıla kıyasla %6 düşüş anlamına geldiğini görmekteyiz. Yurt içi satışlar %8 azalarak 120.128 ton'a inerken ihracat tarafındaki düşüş %3 ile sınırlı kalmış ve 69.149 tona ulaşmıştır. Beklentiyeye paralel açıklanan sonuçları POZİTİF değerlendirilmekteyiz. zorlu geçen yılın ilk yarısından sonra toparlanmanın sürdüğünü ve zorlu sektörel koşullara rağmen yurt dışı operasyonlarında devam eden Pazar payı kazanımı odaklı stratejisinin devamını beklerken operasyonel anlamda başarılı bir yılı kapattığını görmekteyiz. Sektör ve şirket olarak ise en kötünün geride kaldığını düşüncsek de otomotiv sektörü korelasyonu yüksek bir şirket yapısı içerisinde olduğu varsayımı altında haber akışını ve sektörel verileri takip etmeye devam edeceğiz.	A.D.	1,17	5,75
PETKM	NEGATİF	4Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışların %3 daraldığını izlerken FY25'e baktığımızda %12 daralma görmekteyiz. 4Q25'de toplam satış hacmi geçtiğimiz çeyreğe kıyasla %10 artış ile 592bin ton olurken FY25 olarak baktığımızda ise %14.6 artış görmekteyiz. Son gelişmelere baktığımızda özellikle yeni arz yönü haber akışlarının fiyatlar üzerinde baskı unsuru olmaya devam ettiğini izlerken jeopolitik gelişmelerin de sektörü ekstra baskıladığını görmekteyiz. Sektörel anlamda yumuşak iniş senaryosundan görece uzaklaştığını izlerken talep yönlü sorunları da eklediğimizde 2026 yılının da zorlu koşullar altında geçmesini beklemekteyiz. Ek olarak güncel marjların nafta yükselişi sonrasında daralmaya devam ettiğini görmekteyiz. Etilen nafta makasında zayıf seyir devam ediyor olsa da STAR Rafinerisinin etkisinin pozitif yansımalarını görmeyi beklemekteyiz. Özetle 2026 yılında da sektörel zorlu koşulların devam etmesini beklerken PETKM nezdinde gider optimizasyonu ve borçluluk yapısındaki değişimleri takip edeceğiz.	A.D.	0,80	0,00

KOD	GÖRÜŞ	METAL ANA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
EREGL	POZİTİF	Beklentilerin üzerinde açıklanan sonuçları SINIRLI POZİTİF değerlendirmekteyiz. Çeyrekssel olarak hem fiyat hem de hacimsel olarak artış sonucu artan marjların devamını 2026 yılında da beklesek de fiyat yönlü toparlanmanın getireceği etkinin görece sınırlı olacağını düşünürken ton başı favok'un 70-80\$ bandında gerçekleşmesini beklemekteyiz. EREGL özelinde Altın Madeni ile ilgili süreç devam ederken rezerv raporunun 2Q26'da gelinmesi beklenmektedir. 2025 yılında yüksek fırın , kok bataryası gibi büyük yatırımların tamamlandığını ve pozitif etkileri 2026'da görmeyi beklerken yatırımlara ek olarak dahili işlem rejiminin de pozitif etkilerini de 2Q26 itibarıyla görmeyi beklemekteyiz. Özetle EREGL için 3Q25 itibarıyla en kötünün geride kaldığını düşünürken 2026 yılı için ise karlılıkta oluşacak artışı sektörel canlanma sonucu oluşacak iç talebin artması ve yatırımların verimlilik üzerindeki etkilerinden dolayı oluşacağını sektörel anlamda ise ürün fiyatlarında dibe yakın seyir görsek de henüz toparlanmanın oluşmadığını ve sektörel pozitif ivmeden ziyade iç dinamiklerden kaynaklı oluşacağını beklemekteyiz.	388,43	0,69	11,82
KCAER	POZİTİF	Beklentilerin üzerinde sonuçları POZİTİF değerlendirmekteyiz. .4Q25'de FAVÖK marjındaki güçlü toparlanma ve ton başı FAVÖK'ün yıl içindeki en düşük seviyeden belirgin biçimde yukarı çekilmesi olumlu karşılanırken, net karın yalnızca erelenmiş vergi etkisiyle beklentilerin belirgin altında kalması kısa vadeli piyasa algısı üzerinde baskı yaratabileceğini , diğer yandan ise 2025 yılı bütününde brüt kar ve FAVÖK marjlarındaki yapısal iyileşme, %17,6'lık hacim büyümesi, katma değerli ürün payındaki artış ve 0,65x'e gerileyen Net Borç/FAVÖK çarpanı şirketin defansif özelliğini koruduğunu düşünmekteyiz. Orta uzun vade için KCAER'i niş ürün segmenti, artan katma değerli profil karması, 140 ülkeye dayanan geniş ihracat kasası, güçlü döviz doğal hedge yapısı ve sektörde defansif konumu nedeniyle beğenmeye devam etmekteyiz.	47,85	1,84	7,94
KRDMD	POZİTİF	Hacim bazlı baktığımızda ise FY25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre Ham Çelik %18.5 , Haddelenmiş Çelik %5.3 artış gösterirken Esas Ürünler Konsolide olarak %10.6 artış gösterdiğini görmekteyiz. Beklentilere paralel sonuçları POZİTİF değerlendirmekteyiz. Yılın ilk yarısı itibarıyla oluşan kademeli toparlanmanın devamını izlerken sektörel koşullardan kaynaklı zayıf fiyatların görece devam ettiğini izlemekteyiz . Negatif koşulların ürün fiyatlarına dahil olduğunu düşünsek de jeopolitik ve sektörel gelişmelerin fiyatlar üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak kalmaya devam ettiğini düşünmekteyiz. KRDMMD için orta uzun vadeli senaryoya baktığımızda ürün fiyatlarındaki toparlanmaya ek olarak iç tarafta makroekonomik toparlanmanın getirmiş olduğu talep yönlü aktivite ve ray satışlarındaki etkinin artmasını pozitif olarak yorumlamaktayız. 4Q25 itibarıyla KRDMMD 6.17x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.	A.D.	0,40	5,77

KOD	GÖRÜŞ	METAL EŞYA – MAKİNA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
FROTO	SINIRLI POZİTİF	Ford Otosan, 4Ç25'te 223,105 milyar TL hasılat, 13,765 milyar TL FAVÖK ve 10,649 milyar TL net kâr ile beklentiler dahilinde hasılat ve FAVÖK, beklentilerimizin %15 üzerinde net kâr açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMLU buluyoruz. Operasyonel tarafta güçlü üretim ve Avrupa ticari araç pazarındaki lider konum öne çıkarken, ihracatta ulaşılan rekor seviye şirketin ölçek ve rekabet avantajını gösteriyor. Buna karşın net kâr tarafında erelenmiş vergi giderinin yarattığı baskı ve marjlardaki sınırlı zayıflama finansalları bir miktar sınırladı. Güçlü serbest nakit akışı ve gerileyen kaldıraç oranı bilanço tarafında önemli bir iyileşmeye işaret ederken, 2026 beklentilerinde daha temkinli olunması büyümede normalleşmeye dikkat çekiyor. Orta vadede ise ihracat gücü ve ticari araç odağı şirketin temel hikâyesini desteklemeye devam ediyor.	11,33	2,47	9,29
TOASO	POZİTİF	Tofaş Otomobil, 4Ç25'te 121,695 milyar TL hasılat, 4,59 milyar TL FAVÖK ve 5,295 milyar TL net kâr ile beklentiler dahilinde hasılat, beklentilerin üzerinde FAVÖK ve net kâr açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUMLU buluyoruz. KO modelinin üretim ve ihracata etkisi belirgin olurken, yurt içi hafif araç pazarındaki liderlik sürdü. İhracatta özellikle Avrupa ülkelerindeki Pazar payı artışı öne çıkarken, yurt içi satışlarda Stellantis-Türkiye satın alımı ve bu birleşmeden doğan sinerji şirketin performansını olumlu etkiledi. 2026 yılı için beklentiler temkinli bir yaklaşımı işaret ederken şirket, özellikle ihracat tarafının katkısıyla kontrollü bir büyüme öngörüyor. Güçlü pazar konumu, stratejik ve heyecan verici yeni modelleri ve Stellantis ile yaratılan sinerji, orta vadede sürdürülebilir performans için yatırımcısına güven veriyor.	18,58	2,59	18,88



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli



www.marbas.com.tr



+90 (212) 286 30 00



4Ç25 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	METAL EŞYA – MAKİNA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
TTRAK	NEGATİF	TTRAK için yıl boyu Tier 3 – Tier 5 hikayesinin etkisiyle beraber üretim ve satış daralmasının sürdüğünü izlerken geçtiğimiz çeyreğe kıyasla satış verilerine baktığımızda toplam satışların %7.7 artış ile 6.291 adet olduğunu görmekteyiz. Geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre baktığımızda ise %32.4 daralma görürken yıla kümüle olarak baktığımızda ise %38.7 daralma ile 27.864 adet olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Şirket için talep ve faiz oranları gibi sektörel zorlukların yanı sıra Tier-3 modellerinin yıl boyu satılmaya devam edilmesinin adetsel satış anlamında negatif etkilerini yıl boyu izlerken geçişin tamamlanmasının etkisiyle beraber 2026'da görece kaybedilen Pazar payının yeniden oluşmasını beklemek de sektörel anlamda talep yönlü oluşan zorlukların devam etmesini beklemekteyiz. Sonuç olarak 2026'da baz etkisinden kaynaklı talep yönlü toparlanma beklentisi içerisinde olsak da faiz indiriminin getirmiş olacağı sağlıklı etkinin yılın ikinci yarısından önce oluşmasını beklememekteyiz.	101,21	2,75	11,05

KOD	GÖRÜŞ	PER. TİCARET SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
BIMAS	POZİTİF	FY25'de geçtiğimiz yıla kıyasla 890 yeni mağaza ile 14.472 mağazaya ulaşıldığını izlerken detaylara baktığımızda Bim Türkiye %5.5, File %20, Fas %18.2, Mısır %6.5 ve Konsolide olarak ise %6.55 büyümeyi takip ederken File ve Yurtdışı operasyonlardaki büyümenin devam etmesini pozitif değerlendirmekteyiz. Mağaza Satış verilerinde ise 4Q25'de geçtiğimiz yıla kıyasla TMS 29 hariç %32.7, Mağaza Sepet Hacminde %33.2 büyüme izlerken Mağaza trafiğinde %0.4 azalış ile daralmanın sürdüğünü görmekteyiz. FY25 olarak baktığımızda ise Mağaza Başına Satış %32.4, Mağaza Sepet Hacmi %35.6 artış izlerken Mağaza Trafiğinde %2.3 daralma görmekteyiz. Güçlü performansın sebeplerine baktığımızda Private Label ürünlerin defansifliği, File ve Yurtdışı operasyonlarında büyüme ivmesinin devam etmesi olarak görmekteyiz.	22,77	2,56	10,64
EBEBK	POZİTİF	4Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar %21.4 artış gösterirken 2025 yılına kümüle olarak baktığımızda ise %15.3 artış gösterdiğini görmekteyiz Operasyonel performansı etkileyen gelişmelere baktığımızda ise özellikle tedarik zinciri ve lojistik yönlü verimlilik artışı, stok ve nakit akış yönetimi, hızlı teslimat, çevrimdışı kasa, sadakat yönetimi gibi çalışmaların etkili olduğunu görmekteyiz. Sonuç olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları POZİTİF değerlendirmekteyiz. Enflasyonist koşullara rağmen mağaza büyümesi ve operasyonel verimliliğini büyüttüğünü izlerken önümüzdeki dönemde yapılan yatırımların verimlilik üzerinde etkili olacağını düşünmekteyiz. Önceki toplantı döneminde 2026 yılıyla ilgili 2025 yılında oluşacak yüksek bazdan endişe duyulmadığı ve buna paralel bütçeleme yapıldıklarını belirtirken sürdürülebilir büyümenin ön plana çıktığını görmekteyiz. EBEBK 4Q25 itibarıyla 2.86x FD/FAVOK çarpanlarıyla işlem görürken makul fiyatlandığını düşünmekteyiz. EBEBK için 136 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi başlatmaktayız.	179,90	2,19	2,91
MGROS	POZİTİF	Şirket için önemli katalizör olarak düşündüğümüz online segmenti oluşturan Migros One'ın büyümesinin devam ettiğini izlerken FY25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre toplam sipariş sayısında %17, Brüt Ticaret Hacminde %26 artışlar görmekteyiz. Özellikle son kilometre operasyonlarındaki iyileşmelerin de etkisiyle online market operasyonlarındaki 110bp'lık iyileşmeyi pozitif değerlendirmekteyiz. Migros Yemek için ise FY25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla Toplam Sipariş Adedinde %33, Brüt Ticaret Hacminde %63 artış görmekteyiz. Migros'un online operasyonlarını desteklemek amaçlı oluşan Paket Taxi'nin büyümeyi sürdürdüğünü izlerken karlılığa katkısının pozitif olduğunu görmekteyiz. Migros için Pazar Payına baktığımızda ise E-Ticaret Pazar Payının 180bp'lık artış ile %21.6'ya, Toplam FMCG payı 50bp artış ile %10.1'e, Modern FMCG payı ise 50bp artış ile %16.8'e yükseldiğini görmekteyiz. Yoğun rekabet koşulları altında oluşan etkin fiyatlandırma stratejisi, mağaza büyümesinin devamı, online segmentteki güçlü seyir gibi etkileri şirket için önemli katalizörler olarak yorumlamaktayız. Bir diğer önemli nokta ise yatırım harcamalarının teknoloji ve verimlilik odaklı ilerlenmesinin karlılık üzerindeki pozitif ayrıştırıcı unsur olduğunu düşünmekteyiz. MGROS nezdinde hedef fiyatımızı 761 TL'den 848 TL'ye revize edip AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	16,94	1,39	4,15
SOKM	SINIRLI POZİTİF	Şok Marketler, 4Ç25'te 71,74 milyar TL hasılat, 3,756 milyar TL FAVÖK ve 1,393 milyar TL net zarar ile beklentilerimize paralel hasılat ve FAVÖK, beklentilerimizin altında net zarar açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları KISMEN OLUMLU buluyoruz. Hasılat tarafında mağaza açılışlarının katkısı ve mağaza başına müşteri ile sepet büyüklüğündeki artışın etkisiyle büyüme ivmesinin sürdüğünü görüyoruz. Bununla birlikte maliyet artış hızının satış gelirlerinin gerisinde kalması brüt kâr ve FAVÖK marjlarında iyileşmeye katkı sağlarken, net nakit döngüsündeki toparlanma da operasyonel görünümü destekliyor. Öte yandan erelenmiş vergi gideri ve faaliyet dışı finansal giderler nedeniyle net zarar açıklanmış olsa da, şirketin uzun bir aranın ardından çeyreklik bazda faaliyet kârı üretmesini önümüzdeki dönem karlılık görünümü açısından olumlu değerlendiriyoruz.	A.D.	0,92	4,84
TKNSA	NÖTR	Genel olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları NÖTR yorumlamaktayız. Şirketin dönüşüm hikayesinin de etkisiyle baz oluşurken 2026 yılının ikinci çeyreği itibarıyla finansman giderlerinde faiz indirimlerine paralel geri çekilme ve talep yönlü toparlanmanın da etkisiyle canlanma görmeyi beklemekteyiz. Özetle sektörel zorluklar olsa da en kötünün geride kaldığını düşünürken şirketin cazip fiyatlandığını düşünmekteyiz. TKNSA özelinde hedef fiyatımızı 41.14 TL'ye revize ediyoruz ve AL görüşümüzü sürdürüyoruz.	A.D.	6,30	2,02

KOD	GÖRÜŞ	SAVUNMA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ASELS	POZİTİF	4Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar %17.4 artış gösterirken 2025 yılına kümüle olarak baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %15 artış gösterdiğini görmekteyiz. Yurt dışı satışlar %22.6 artış gösterirken yurt içi satışların ise %14.2 artış göstermiştir. Dolar bazlı baktığımızda ise toplam satışlarda %26 artış görmekteyiz. 4Q25'de yeni iş ilişkileri %17.3 artış ile 3.7mrlr \$ olarak gerçekleşirken 628m \$'ı ihracat olarak gerçekleşmiştir ve yeni alınan işlerin ihracattaki payı 2pt gelişerek %16.2 seviyesine yükselmiştir. 12A25 itibarıyla ASELS Toplam Backlog ise %45 artış ile 23.67mrlr \$ seviyesine yükselmiştir. Artan Backlog sonucu Backlog/Satışlar 2.2x seviyesine yükseldi. (Son iki yıl ortalama 2x). 12A25 itibarıyla Şirket Değeri / Backlog ise 1.23 seviyesine yükseldiğini görmekteyiz. ASELS nezdinde güçlü Backlog büyümesi ve yurt dışı payının her geçen çeyrek artıyıcı oluştunu pozitif değerlendiriyoruz. İhracat tarafı için ise Asya-Pasifik tarafında güçlü seyrin sürdüğünü izlerken Polonya ile yapılan anlaşma sonrası Avrupa'da da güçlenmenin başladığını görmekteyiz. Özellikle önümüzdeki dönemde hem Avrupa potansiyeli hem de Aselsan'ın hava savunma sistemleri kabiliyeti açısından Orta Doğu'nun önemli Pazar olduğunu düşünmekteyiz.	49,06	5,87	31,34



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli



www.marbas.com.tr



+90 (212) 286 30 00



4Ç25 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	TAŞ VE TOPRAK SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AKCNS	NÖTR	Geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %13 daralma izlerken çimento segmentinde %8,3, hazır beton segmentinde ise %21,4 daralma görmekteyiz. 4Q25'e baktığımızda geçtiğimiz çeyreğe göre ise çimento ve hazır betonda meydana gelen satış hacmi artışına paralel olarak %2,3 artış gösterdiğini görmekteyiz. Yıllık anlamda geçtiğimiz yıla göre daralmayı zayıf talep ve ürün fiyatlandırmasındaki sorunlar olarak açıklamaktayız. Sonuç olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları NÖTR değerlendirmekteyiz. Geçtiğimiz yıla kıyasla görece marj daralması görsek de çeyreksel anlamda toparlanmanın devam etmesi ve hacimsel satışlarda artışın sürmesini pozitif değerlendirirken 2026 yılı için iç tarafta hacimsel artışa ek olarak ürün fiyatlarında da artış ve gider optimizasyonunun devamını beklemekteyiz. Özetle toparlanma etkisinin sürmesini ve önümüzdeki dönemde faiz indiriminin getirmiş olduğu iç talepteki canlılık etkisiyle defansif yapının sürmesini beklemekteyiz.	54,97	1,59	11,63
CIMSA	POZİTİF	4Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar %2,1 artış gösterirken 12A25 olarak baktığımızda ise %25'lik artış görmekteyiz. Satış hacmine baktığımızda ise 4Q25'de Türkiye operasyonlarındaki %0,2'lik yatay seyrin yanında uluslararası operasyonlardaki %37,3'lik güçlü büyüme görmekteyiz. 2025 yılının tamamında konsolide satış hacmi %26,1 artarken, Türkiye operasyonlarında %5,6, uluslararası operasyonlarda ise %54,9 büyüme görmekteyiz. Mannok hariç baktığımızda ise 2025 yılı organik hacim artışı %17,4 olarak karşımıza çıkmaktadır. Mannok konsolidasyonu hacim ve karlılıkta karşımıza çıksa da alternatif yakıt kullanımının da rekabet avantajı yarattığını görmekteyiz. Gelecek projeksiyonu için Kratos ile katma değerli ürün payının genişlemesi, alternatif yakıt kullanımında artış sonucu maliyet avantajı etkisi, iç tarafta talep yönlü toparlanma, alt yapı üst yapı, kentsel dönüşüm projelerinin sürmesi, Mannok etkisiyle devam eden hacim büyümesi ve ürün fiyatlarındaki iyileşme seyri beklentisinden kaynaklı defansif yapının korunduğunu düşünmekteyiz. CIMSA için hedef fiyatımızı 62,51 TL'den 64,4 TL 'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	14,98	1,40	8,01
LMKDC	POZİTİF	4Q25'de satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %8 artış izlerken FY25'e geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %7 artış görmekteyiz. Genel olarak baktığımızda sonuçları POZİTİF değerlendirmekteyiz. Deprem sonrası yeniden yapılanma dinamiğinden beslenen bölgesel talep, Türkiye genelindeki sektör büyümesinin üzerinde seyreden Güneydoğu ve Doğu Anadolu bölge verileri ve klınker ihracatındaki ivme, şirketin önümüzdeki dönemlerde hasılat büyümesini sürdürmesini destekleyen ana unsurlar olmaya devam ederken Suriye gibi bölgelerin de potansiyel barındırdığını düşünmekteyiz. LMKDC özelinde. Hazır beton segmentine girilmesi, yeni GES kapasitesinin devreye alınması ve bölgedeki yapı ruhsatı artışı, şirketin büyüme profilini derinleştiren katalizörler olarak öne çıkmaktadır. Şirketin coğrafi konumlanması nedeniyle sektörün genelinden sınırlı etkilendiğini ve defansif karakterini koruduğunu izlemeye devam ediyoruz. Suriye'deki yeniden yapılanma sürecine olan yakınlığının orta vadede şirket ve sektör üzerinde potansiyel büyüme unsuru oluşturmayı sürdürdüğünü düşünmekteyiz.	8,91	2,38	4,55

KOD	GÖRÜŞ	TEKSTİL SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KORDS	NEGATİF	4Q25'de \$ bazlı bakınca satışların %20,3 daralma ile 179m \$'a gerilediğini görmekteyiz. Sebeplerine baktığımızda ise lastik güçlendirme segmentinin -%28 daralması, Endonezya sel felaketinin yarattığı üretim ve müşteri kaybı etkileri ve ABD gümrük tarifeleri dahil küresel ticaret politikalarındaki negatif etkiler olarak görmekteyiz. Diğer segmentlere baktığımızda ise Kompozit %27 artış gösterirken İnşaat Güçlendirme segmentinin ise %64,5 daralma gösterdiğini görmekteyiz. Segment bazlı detaylara baktığımızda ise Lastik Güçlendirme Segmentinde Endonezya tesisinin kademeli toparlanma sürecinde kaybedilen müşterilerin henüz tam olarak geri dönmemesi ve Çin menşeli ürünlerin küresel piyasalardaki rekabetçi baskısını görürken, Kompozit segmentinde ise enerji sektörü ve sivil havacılıktaki talep artışını görmekteyiz. İnşaat güçlendirmede ise Kratos'un devredilmesi sonucu sınırlı etki görürken KORDS için odak iş kolunun daralmasını pozitif yorumlamaktayız. ektörel anlamda toparlanma belirgin olmasa da riskler ve fiyatlamalar açısından en kötüsünün fiyatlandığını düşünmekteyiz. Önümüzdeki süreç için ana unsurun marj artışından ziyade borçluluk seviyesinde düşüş ve net kara geçilmesi olarak belirtmek isteriz.	A.D.	0,65	16,09
YATAS	POZİTİF	Yataş Yatak, 4Ç25'te 6.589 milyar TL hasılat, 1.005 milyar TL FAVÖK ve 241,65 milyon TL Net Kâr ile beklentilerimize paralel hasılat, beklentilerimizin üzerinde FAVÖK ve Net Kâr açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUMSUZ buluyoruz. Yataş, 4Ç25'te güçlü bir performans sergileyerek beklentilerin üzerinde FAVÖK ve Net Kâr açıkladı. Hasılat rekoru kırılırken, karlılık tarafında da marjlar güçlenmeye devam ediyor. Finansal yapı ve likidite dengesi ise duran borç yönetimi sayesinde iyileşmeye devam ediyor. Yatırım hikayesi de önemli bir potansiyel barındırıyor.	59,22	0,62	4,69

KOD	GÖRÜŞ	TELEKOM SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
TCELL	POZİTİF	Yılın ilk yarısında olduğu gibi ikinci yarısında da yoğun rekabete rağmen müşteri tabanı büyümesi ve buna paralel olarak ARPU artışının devamını izlerken 2026'da da güçlü seyrin devamını beklemekteyiz. Özellikle Google Cloud ile yapılan iş ilişkisi sonrası yapılan yatırımın 2032 yılına kadar veri merkezi gelirlerini \$ bazlı 6 katına çıkartması beklentisinin ek ve önemli katalizörlerden birisi olacağını belirtmek isteriz. Sektöre erken giriş ve önemli Pazar payıyla techfin segmentinin karlılık kalitesinin arttırmasını pozitif olarak değerlendirmekteyiz. TCELL için 160,7 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	13,60	0,92	2,78
TTKOM	POZİTİF	Açıklanan finansal sonuçları Pozitif değerlendirmekteyiz. Şirket yılın ilk yarısında olduğu gibi yılın ikinci yarısında da yoğun rekabet altında etkin yönetim ve güçlü operasyonlarını sürdürdüğünü izlerken önümüzdeki dönemde de 5G ile gelen gecikmesiz yüksek hızlı internet sonucu data kullanım oranlarının artması, genişleyen müşteri tabanı, Reel ARPU büyüme hedefinin sürdürülebilir olması ve fiberleşme – imtiyaz gibi başlıklar altında TTKOM için 82,10 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi korumaktayız. 4Q25 itibariyle TTKOM 2,78x FD/FAVOK çarpanlarıyla işlem görmektedir.	9,28	1,00	2,74

KOD	GÖRÜŞ	TOP. TİCARET SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
DOAS	SINIRLI NEGATİF	Doğuş Otomotiv, 4Ç25'te 77,48 milyar TL hasılat, 2,36 milyar TL FAVÖK ve 2,13 milyar TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde hasılat, beklentilerimizin altında FAVÖK ve Net Kâr açıkladı. Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUMSUZ buluyoruz. Her ne kadar 2025 yılında hem sektör genelinde hem de şirket özelinde rekor satış adetlerine ulaşılmış olsa da operasyonel karlılıktaki belirgin zayıflama finansal sonuçların kalitesini düşürmüştür. Özellikle yılın son çeyreğinde yoğun kampanya dönemi ve artan rekabet kaynaklı fiyat baskısı, FAVÖK'te yıllık bazda %35'i aşan daralmaya yol açarken marjlarda da belirgin gerilemeye sebep oldu. Buna ek olarak yüksek net finansman gideri ve ertelenmiş vergi giderinin etkisiyle net zarar açıklanması, güçlü satış rakamlarına rağmen karlılıktaki zayıf seyir şirket üzerinde baskı yaratıyor. Mevcut marj baskısı ve 2026 yılına ilişkin görece muhafazakar beklentiler kısa vadede hisse performansı üzerinde baskı unsuru olmaya devam edebilir.	13,90	0,65	4,68



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli



www.marbas.com.tr



+90 (212) 286 30 00



4Ç25 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	ULAŞTIRMA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
PGSUS	NÖTR	Sektörel etkilerden kaynaklanan karlılık makasının daralmaya devam ettiğini izlerken trafik verileri ve operasyonel performansın da etkisiyle beraber negatif etkinin görece nötrlendiğini izlemekteyiz. PGSUS için lowcost modelin de gereği olarak sektör üzeri trafik verileri göstermesini , agresif kapasite artışı ve tarihi doluluk oranları göstermesi , yan gelirlerdeki sürdürülebilir yapıyı pozitif değerlendirmekteyiz. PGSUS için 2026 HEDGE Oranının %61 olduğunu izlemekteyiz. Smartwings ile ilgili satın alım süreci tamamlansa da regülasyon onaylarının tamamlanması 6-8 ayı bulabildiğini tam konsolide için 3Q26-4Q26 sonunun bekleneceğini izlerken, yapılan satın alımın ise borçluluk üzerinde majör bir etkisinin oluşturulmadığını ve PGSUS için stratejik bir hamle olarak değerlendirmekteyiz. Özetle trafik verilerinin güçlü seyrettiğini izlerken yapılan yatırım etkisiyle beraber önümüzdeki süreçte büyüme ivmesinin devam edeceğini düşünürken RASK'da azalış trendine karşılık olarak yolcu başına yan gelir tarafındaki seyrin öneminin arttığını düşünmekteyiz.	6,45	0,76	6,74
THYAO	NÖTR	Sektörel etkilerden kaynaklanan karlılık makasının daralmaya devam ettiğini izlerken trafik verileri ve operasyonel performansın da etkisiyle beraber negatif etkinin görece nötrlendiğini izlemekteyiz. Sektör yüksek sezon olan 3Q25'de fiyat hareketini yapmazken artan jeopolitik riskler altında baskının sürdüğünü izlese de güçlü operasyonel performans ve iskontolu çarpanlar etkisiyle makul fiyatlamasını sürdürdüğünü görmekteyiz. THYAO için 498.5 TL hedef fiyat ile AL önerimizi sürdürmekteyiz. 4Q25 itibarıyla THYAO 5.6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 2026 için RASK'da toparlanma beklesek de bölgesel rekabet etkisi sonucu oluşan bilet fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilim sonucu etkinin sınırlı olacağını , CASK'da ise daha dengeli bir seyrin beklemekteyiz. Kargo tarafında 2025'in ardından 2026'da görece toparlanma ve geçtiğimiz yıla kıyasla 100m+ \$ ek katkı beklemekteyiz	3,41	0,44	5,68

KOD	GÖRÜŞ	YİYECEK & İÇECEK SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
TABGD	NÖTR	Operasyonel verilere baktığımızda, yıllık fiş sayısının %19 artışla 247 milyona ulaştığını görmekteyiz. Bu büyümenin önemli bir kısmı birebir restoranlardaki %13'lük trafik artışından kaynaklanmakta olup hacimsel büyümenin sürdürülebilirliğini kanıtlamaktadır. Paket teslimat kanalı ise %22 büyüyerek 57 milyon siparişe ulaştı ve toplam siparişlerin %22'sini oluşturduğunu görmekteyiz. Operasyonel momentum kuvvetli olurken vergi etkisiyle bozulan kâr görünümü ve marjlardaki sınırlı daralmasının genel tabloyu bozmayacağını düşünmekteyiz. Şirketin 2026 yılı hedeflerine baktığımızda ise enflasyonun %8-10 üzerinde ciro büyümesi ve FAVÖK marjının korunması yönündeki hedefleri, makul ve ulaşılabilir çıktılar olarak görüyoruz. Mevcut ağıın yaklaşık %10'u oranında (200 adet) yeni restoran açılışı planlanmakta olup franchise ağırlığının artırılması sermaye verimliliğini destekleyecektir. Düşen faiz ortamı, tüketim harcamalarını destekleyecek ve değer bilinçli tüketici segmentindeki konumlanmayı güçlendirecektir. Dijital satış penetrasyonu ve kiosk yaygınlaşmasının ortalama fiş büyüklüğüne yapacağı katkı, 2026 FAVÖK marjını destekleyen bir unsur olarak izlemeye devam edeceğiz.	25,68	3,03	6,94



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00 / 331

☎ +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

