



KOD	BİLANÇO FİKRİ	ARACI KURUM-BANKACILIK / YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ISMEN	OLUMLU	İş Yatırım 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 486 milyar TL hasılat, 4,81 milyar TL FAVÖK ve 1,85 milyar TL net kâr elde etti. Şirket, pay piyasasındaki pazar payını 160 baz puan artırarak %11,5'e yükseltti ve bu alanda 3. sıraya yerleşti. Kredili işlem hacmi ise %52 artarak 13,83 milyar TL'ye ulaştı. Borçlanma araçları ve türev piyasalarında da faaliyetlerini sürdüren şirket, türev piyasasında %13 pazar payıyla 2. sırada yer aldı. Varant piyasasında liderliğini koruyan İş Yatırım, yeni ürünler ve hizmetlerle ağını genişletmeye devam etti. Ayrıca, İş Portföy tarafından yönetilen fon büyüklüğü %73 artışla 943 milyar TL'ye ulaşırken, pazar payı %11 oldu. Gelecek finansallar daha iyimser olduğunu takip ediyoruz. (Hedef Fiyat: 84,43/Tavsiye: TUT) Bankanın net faiz gelirleri %8,36 artışla 18,57 milyar TL'ye ulaşırken , kümülatif net faiz marjı 50 baz puan daralarak %3'e geriledi. Net ücret ve komisyon gelirleri ise yıllık %61,25 artışla 25,8 milyar TL'ye yükseldi ve operasyonel giderleri karşılama oranı neredeyse %100'e ulaştı. Ticari zararlar da ise türev işlemlerden kaynaklanan zararın azalmasıyla %23'lük bir düşüş görüldü. Bilanço değerlendirmesinde dikkat çeken bir diğer nokta, 844 milyon TL'lik batık kredi tahsilatı sayesinde karşılıkların çözünmesi oldu. Banka, kurumlar vergisi ödemelerindeki ertelenmiş vergi giderleri etkisiyle efektif vergi oranını %25'lerden %10'un altına indirdi. Ancak, RoE çeyreklik bazda 1253 baz puan düşüşle %17,97 olarak beklentilerin altında kaldı. Banka, yıl sonu hedeflerinde bazı revizyonlar yaptı; yabancı para kredi büyümesi beklentisini yüksek %10'lu seviyelerden orta tek haneli seviyelere indirdi, net faiz marjı beklentisini %5'e yakınsamadan %3-3,5'e düşürdü. Buna karşın, net ücret ve komisyon artışı beklentisini %40'lı seviyelerden %60'a çıkardı ve takipteki krediler oranı beklentisini %3,5'te sabit bıraktı.	10,99	2,50	3,14
AKBNK	NÖTR	(Hedef Fiyat: 20,14 TL/Tavsiye:AL) Bankanın net faiz gelirleri, %5,3 artışla 3,91 milyar TL seviyesine ulaştı. Kredi tarafındaki büyüme sayesinde net faiz marjı %5 seviyesinde güçlü bir gelir artışı sağladı. Net ücret ve komisyon gelirleri ise halka arzların olmaması gibi faktörlerle %45,6 düşüşle 90,87 milyon TL oldu. Ticari tarafta ise geçen sene 748 milyon TL zarar eden banka, kambiyo katkısıyla kâra geçti. Bankanın diğer faaliyet gelirleri, elektrik sektöründen bir takipteki kredinin tahsil edilmesiyle %1178 artarak 1,44 milyar TL'ye yükseldi. Bu durum, takipteki krediler oranını da %1'in altına çekerek sektörün çok altında bir sonuç elde edilmesini sağladı. Şirket, makroekonomik koşullar nedeniyle karşılıklarını güçlü tutmaya devam ediyor. Güçlü sonuçların süreceğini değerlendiriyoruz. (Hedef Fiyat:206,23 TL/Tavsiye:AL) Net faiz gelirleri yıllık %108,49 artışla 29,81 milyar TL'ye ulaştı ve beklentilerle uyumlu oldu. Yabancı para (YP) kredi büyümesinde yukarı yönlü revizyon riski artarken , net faiz marjı beklentilerle uyumlu olarak çeyreklik bazda 50 baz puan daralmayla %4,8'e geriledi. Net ücret ve komisyon gelirleri, %60,37'lik artışla 34,48 milyar TL'ye ulaşarak beklentileri karşıladı. Özellikle ödeme sistemlerindeki %63'lük büyüme dikkat çekti. Ticari kâr, geçtiğimiz seneye göre %78,43 daralarak 1,83 milyar TL'ye geriledi. İştirak gelirleri ise beklentilerin aksine %46,62 artışla 7,14 milyar TL'ye yükselerek olumlu bir sürpriz yaptı. Operasyonel giderler %71,5 artışla 35,07 milyar TL'ye çıktı, ancak net ücret ve komisyon gelirlerinin bu giderleri karşılama oranı %98,32 olarak gerçekleşti. Banka, takipteki alacaklardan 5,94 milyar TL tahsilat yaparak net kârın beklentileri aşmasında önemli bir rol oynadı. Ayrıca, 1,66 milyar TL'lik takipteki kredi satışı da gerçekleştirdi. Güçlü tahsilat sayesinde net kredi riski maliyeti 146 baz puan olarak gerçekleşirken, RoE yıllık 400 baz puan düşüşle %30,7 ile beklentiler aralığında kalmayı sürdürdü.	8,43	1,40	A.D
TSKB	OLUMLU	(Hedef Fiyat:206,23 TL/Tavsiye:AL) Net faiz gelirleri yıllık %108,49 artışla 29,81 milyar TL'ye ulaştı ve beklentilerle uyumlu oldu. Yabancı para (YP) kredi büyümesinde yukarı yönlü revizyon riski artarken , net faiz marjı beklentilerle uyumlu olarak çeyreklik bazda 50 baz puan daralmayla %4,8'e geriledi. Net ücret ve komisyon gelirleri, %60,37'lik artışla 34,48 milyar TL'ye ulaşarak beklentileri karşıladı. Özellikle ödeme sistemlerindeki %63'lük büyüme dikkat çekti. Ticari kâr, geçtiğimiz seneye göre %78,43 daralarak 1,83 milyar TL'ye geriledi. İştirak gelirleri ise beklentilerin aksine %46,62 artışla 7,14 milyar TL'ye yükselerek olumlu bir sürpriz yaptı. Operasyonel giderler %71,5 artışla 35,07 milyar TL'ye çıktı, ancak net ücret ve komisyon gelirlerinin bu giderleri karşılama oranı %98,32 olarak gerçekleşti. Banka, takipteki alacaklardan 5,94 milyar TL tahsilat yaparak net kârın beklentileri aşmasında önemli bir rol oynadı. Ayrıca, 1,66 milyar TL'lik takipteki kredi satışı da gerçekleştirdi. Güçlü tahsilat sayesinde net kredi riski maliyeti 146 baz puan olarak gerçekleşirken, RoE yıllık 400 baz puan düşüşle %30,7 ile beklentiler aralığında kalmayı sürdürdü.	3,27	1,01	A.D
GARAN	OLUMLU	(Hedef Fiyat:39,51 TL/Tavsiye: AL) Bankanın net faiz gelirleri yıllık bazda %82 büyüyerek 30,99 milyar TL'ye ulaştı. Bu büyüme, 2024'ün ikinci çeyreğindeki düşük baz etkisinden önemli ölçüde faydalandı. Bankanın net faiz marjı çeyreklik bazda 20 baz puan daralsa da, yıllık bazda 100 baz puanın üzerinde genişleme kaydetti. YKBK, net faiz marjı beklentisini 300 baz puandan 200-225 baz puana indirerek daha muhafazakâr bir yaklaşıma geçti. Net ücret ve komisyon gelirleri, %47,65'lik güçlü bir büyümeye 26,79 milyar TL'ye yükseldi. Bu kalemden en büyük büyümeyi, %62'lik artışla bankasürans gösterirken, ödeme sistemleri %52 büyümeye kaydetti. Ticari zarar, türev işlemlerden kaynaklı zararın azalmasına rağmen, kambiyo tarafındaki zarar artışıyla sınırlı kaldı. Bankanın bilançosunda dikkat çeken bir diğer nokta ise tahsilatlar oldu. YKBK, 2025'in ikinci çeyreğinde 7,4 milyar TL'lik tahsilat yaparak, NPL rasyosunu %3,4 seviyesinde yatay tuttu. RoE geçen seneye göre düşüş gösterse de (%16,98), çeyreklik bazda 138 baz puanlık bir artış kaydedilmesi olumlu karşılandı.	6,22	1,66	0,00
YKBK	SINIRLI OLUMLU	(Hedef Fiyat:39,51 TL/Tavsiye: AL) Bankanın net faiz gelirleri yıllık bazda %82 büyüyerek 30,99 milyar TL'ye ulaştı. Bu büyüme, 2024'ün ikinci çeyreğindeki düşük baz etkisinden önemli ölçüde faydalandı. Bankanın net faiz marjı çeyreklik bazda 20 baz puan daralsa da, yıllık bazda 100 baz puanın üzerinde genişleme kaydetti. YKBK, net faiz marjı beklentisini 300 baz puandan 200-225 baz puana indirerek daha muhafazakâr bir yaklaşıma geçti. Net ücret ve komisyon gelirleri, %47,65'lik güçlü bir büyümeye 26,79 milyar TL'ye yükseldi. Bu kalemden en büyük büyümeyi, %62'lik artışla bankasürans gösterirken, ödeme sistemleri %52 büyümeye kaydetti. Ticari zarar, türev işlemlerden kaynaklı zararın azalmasına rağmen, kambiyo tarafındaki zarar artışıyla sınırlı kaldı. Bankanın bilançosunda dikkat çeken bir diğer nokta ise tahsilatlar oldu. YKBK, 2025'in ikinci çeyreğinde 7,4 milyar TL'lik tahsilat yaparak, NPL rasyosunu %3,4 seviyesinde yatay tuttu. RoE geçen seneye göre düşüş gösterse de (%16,98), çeyreklik bazda 138 baz puanlık bir artış kaydedilmesi olumlu karşılandı.	8,42	1,31	A.D



ISCTR	NÖTR	(Hedef Fiyat:18,65/Tavsiye:TUT) Net faiz gelirleri yıllık %73,57 artışla 14.89 milyar TL olarak beklentilerin altında kalırken, mevduat maliyetlerindeki artış nedeniyle net faiz marjı 40 baz puan daralarak %1,2 oldu. Banka, net faiz marjı genişlemesi beklentisini 350 baz puandan 250 baz puana revize etti. Komisyon gelirleri %52,4 büyümeyle 32.77 milyar TL'ye ulaşarak beklentilerle uyumlu bir seyir izledi. Ticari zarar, swap maliyetlerindeki %12,3'lük daralma sayesinde %19,49 azalarak 5.5 milyar TL oldu. Operasyonel giderler, yıllık %36,09 artışla 34.58 milyar TL olarak beklentiler dahilinde gerçekleşti. Banka, tahsilatlar ve aktif çözünmeler sayesinde brüt 5.35 milyar TL, net 2.19 milyar TL ek kâr elde etti. Özsermaye karlılığı 1253 baz puan düşüşle %12,27'ye gerilerken , banka yılsonu ROE beklentisini %30'dan %25'e çekti.	8,27	1,06	A.D
VAKBN	OLUMLU	(Hedef Fiyat:36,77 TL/Tavsiye:AL) Net faiz gelirleri yıllık %50,12 büyümeyle 28 milyar TL'ye ulaşırken, net faiz marjı 145 baz puan artışla %2,59'a yükseldi. Banka, mevduat maliyetlerindeki düşüşle TL kredi/mevduat makasını 660 baz puan artırarak 420 baz puan seviyesine getirdi. Net ücret ve komisyonlar %65,11 artışla 17,35 milyar TL'ye ulaşarak sektör ortalamasının üzerinde bir büyüme gösterdi. Ticari kâr tarafında ise, geçen sene 7 milyar TL net zarar açıklayan banka, bu çeyrekte 4,21 milyar TL net ticari kâr elde ederek sektörden pozitif ayrıştı. Operasyonel giderler %59,93 artışla 28,22 milyar TL'ye çıktı ancak gider/kâr ve gider/aktifler rasyoları sektör ortalamasının altında kaldı. Karşılıklar, makroekonomik koşullar nedeniyle %127,94 artışla 18,85 milyar TL'ye yükseltildi. RoE, %24,99 ile özel sektöre göre daha diri bir seyir izledi.	5,61	1,17	A.D
ALBRK	OLUMLU	(Hedef Fiyat:11,97 TL/Tavsiye:AL) Kar payı gelirlerinde fonlama maliyetlerindeki artış nedeniyle %77,23'lük bir düşüş yaşanırken, net ücret ve komisyon gelirleri %42,76 artışla 1,19 milyar TL'ye ulaşarak bu zayıflığı telafi etti. Ticari tarafta ise menkul kıymetleştirilen varlıkların değerlemeleri ve yatırım fonlarının katkısıyla 1,11 milyar TL net kâr elde edilerek sektörden pozitif ayrışıldı. Diğer gelirler de prim karşılıklarındaki realizasyonlar ve gayrimenkul satışlarıyla %214,31 artarak 2,08 milyar TL'ye yükseldi. Banka, makroekonomik koşullar nedeniyle karşılıklarını %402,79 artırarak 658 milyon TL'ye çıkardı. NPL, 25 baz puan düşüşle %1,41'e geriledi. RoE ise yıllık bazda 2492 baz puan artışla %63,44 olarak gerçekleşti, ancak çeyreklik bazda hafif bir düşüş yaşandı.	1,86	1,08	A.D
HALKB	OLUMLU	(Hedef Fiyat:50,96/Tavsiye:AL) Net faiz gelirleri, menkul kıymet gelirlerindeki %89'luk büyümenin de etkisiyle yıllık %135 artarak 22,92 milyar TL'ye ulaştı. Swap düzeltilmiş net faiz marjı 320 baz puan artışla %2,8 seviyesinde gerçekleşirken, TL mevduat maliyetlerindeki düşüşle spread 700 baz puana çıktı. Net ücret ve komisyon gelirleri, %46,9'luk büyüme ile 14,07 milyar TL'ye ulaştı. Ticari zarar, swap maliyetlerindeki düşüşle yıllık %51,2 azalarak 4,07 milyar TL oldu. Faaliyet giderleri, sektör ortalamasının hafif üzerinde %89,7 artışla 26,34 milyar TL'ye yükselse de, maliyet/gelir rasyosu 32,3 puan düşüşle 70 puana geriledi. Makroekonomik koşullar nedeniyle karşılıklar artırılırken, NPL rasyosu 130 baz puan artışla %2,8'e yükseldi. RoE, %13,24 ile yılsonu beklentisi olan %10,90'ın üzerinde seyretmeye devam etti.	10,67	1,20	A.D



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	BİLİŞİM-BOŞ ZAMAN / YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KAREL	OLUMLU	Şirket, kârlılığı düşük gruptaki satışları azaltırken , kurumsal projeler, savunma ve iletişim sistemleri gibi alanlardaki satışlarını artırdı. Bu optimizasyon çabaları sayesinde brüt kâr yıllık bazda %48 artışla 313 milyon TL'ye yükseldi. Operasyonel kârlılıkta dipten dönüş sinyalleri görülürken, FAVÖK yıllık %123,74 artışla 215 milyon TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı ise çeyreklik bazda 308 baz puan artışla %5,76 seviyesine çıktı. Şirket, finansman giderlerini %103,7 artışla 729,21 milyon TL'ye yükseltti de , vergi öncesi 110 milyon TL net kâr elde etmesi, gelecek dönemde sürecin pozitifliğe yöneleceğini gösteriyor. Net zarar, efektif vergi oranındaki artış ve net parasal kayıp nedeniyle gerçekleşmiş olup, operasyonel iyileşme devam ettikçe geçici bir durum olarak değerlendiriyoruz. Bu sonuçlar ışığında, Karel'in her geçen çeyrek iyileşerek piyasada önemli bir oyuncu olarak konumlanacağını vurgulamak isteriz.	A.D	4,66	A.D
DESPC	OLUMLU	Şirket, 2,3 milyar TL hasılat, 208 milyon TL FAVÖK ve 6 milyon TL net kâr elde etti. Şirketin, HP, Canon, Samsung gibi global markaların distribütörlüğünü üstlenmesi, satışların %40,49 artışla 2,73 milyar TL'ye ulaşmasında önemli rol oynadı. Artan maliyetlere rağmen, satışlardaki güçlü büyüme sayesinde kârlılıklar desteklendi. Brüt kâr %102,11 artışla 261 milyon TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı 291 baz puan artışla %9,56'ya çıktı. Operasyonel kârlılık da belirgin bir şekilde güçlendi; FAVÖK %123,86 artışla 208 milyon TL'ye, FAVÖK marjı ise 284 baz puan artışla %7,62'ye ulaştı. Şirketin net zarar açıklaması, 2024 ikinci çeyrekteki yüksek baz etkisi ve enflasyon muhasebesi zararı nedeniyle gerçekleşti. Gelecek dönemde enflasyon muhasebesi endeksinin düşmesiyle net kârda toparlanma bekliyoruz.	0,00	3,39	2,56
HTTBT	OLUMLU	Hitit Bilgisayar, 2025'in ikinci çeyreğinde 10,2 milyon dolar hasılat, 4,7 milyon dolar FAVÖK ve 2,8 milyon dolar net kâr elde ederek beklentilere paralel sonuçlar bildirdi. Şirketin altı aylık satışları %31 artışla 19,8 milyon dolara ulaşarak 2024 yılını aştı. Gelirlerinin %60'ı yurt dışından, %40'ı ise yurt içinden gelmektedir ve %65'i dolar bazlıdır. Operasyonel verimlilik, FAVÖK'ün %28,58 artışla 4,7 milyon dolara yükselmesiyle devam etti. Şirket, yıl sonu dolar bazlı hedefleri olarak ciroda %33-38 büyüme, FAVÖK marjında %43-48 ve net kâr marjında %25-30 büyüme beklemektedir. Şirket, dolar bazlı finansal tabloları nedeniyle enflasyon muhasebesine tabi değildir	45,33	5,82	25,05
LOGO	OLUMLU	Logo Yazılım 2025 yılı ikinci çeyreğinde 1,3 milyar TL ciro, 539 milyon TL FAVÖK ve 277 milyon TL net kâr elde ederek beklentileri karşıladı. Türkiye'deki güçlü performansı devam eden şirketin faturalanan gelirleri yıllık %1 artışla 1.4 milyar TL'ye, satış gelirleri ise %5 artışla 1.3 milyar TL'ye ulaştı. Ancak, FAVÖK ve net kârda sırasıyla %11 ve %12'lik düşüşler yaşandı. Finansal tablolar olumlu değerlendirilirken, makroekonomik belirsizliklere rağmen şirketin geleceğe yönelik beklentilerini koruması, fintek ve diğer yeni ürünlerin pazara girişiyle birlikte iyimserliği artırıyor. Şirketin tekrarlayan gelirleri, toplam faturaların %85'ine ulaşarak önemli bir gösterge haline geldi ve bu gelirler yıllık bazda %12 artışla 1.8 milyar TL'ye yükseldi. Ayrıca, SaaS dönüşüm planları doğrultusunda, faturalanan gelirlerin %53'ünü oluşturan SaaS gelirleri %41 oranında büyüdü. Şirket, Ar-Ge yatırımlarına devam ederek PaaS ve yeni nesil ERP paketleri üzerinde çalışıyor ve finansal teknolojiler segmentindeki payını artırıyor. Jeopolitik gelişmeler nedeniyle ise Hindistan pazarından çıkma kararı alındı.	14,77	5,52	10,45
DGATE	OLUMLU	Datagate Bilgisayar, 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 3 milyar TL hasılat, 222 milyon TL FAVÖK ve 20 milyon TL net zarar açıkladı. Şirketin satışları, daralan pazara rağmen dağıtım ağı gücüyle %43,75 artarak 3 milyar TL'ye ulaştı. Özellikle yurt dışı satışları %85,62 artış gösterdi. Artış hızını geçen maliyetlere rağmen, brüt kâr %114,83 artışla 311,35 milyon TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı 259 baz puan artışla %7,24 olarak gerçekleşti. Vodafone ile yapılan distribütörlük anlaşması onayı sayesinde iş modelinin büyüyeceği ve operasyonel verimliliğin artacağını vurgulamak isteriz.	0,00	11,25	5,49



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

ARDYZ	NÖTR	ARD Yazılım, 2025 yılı ikinci çeyreğinde 543 milyon TL hasılat, 188 milyon TL FAVÖK ve 18 milyon TL net kâr ile beklentilere paralel sonuçlar açıkladı. Şirket, e-dönüşüm ve dijitalleşme çözümleri sunan bir Türk teknoloji şirkettir. Makroekonomik koşullar nedeniyle ihale sayısının az olduğu bu çeyrekte, hasılat %3,14 artış gösterdi. Ancak, artan maliyetler nedeniyle operasyonel kârlılık zayıfladı. Bu durum, FAVÖK'te %39,82'lik bir daralmaya ve FAVÖK marjının 1130 baz puan azalarak %47,7'ye düşmesine neden oldu. Yine de, şirket aktif bir net kâr varlığına sahip ve net kârının önümüzdeki dönemlerde artarak devam edeceğini değerlendiriyor. Özellikle Haziran ve sonrasında imzalanan yeni iş ilişkilerinin ilerleyen çeyreklerde finansallara olumlu yansımalarını bekliyoruz.	10,86	1,42	6,22
PENTA	OLUMLU	Şirket, 184 milyon dolar hasılat, 6 milyon dolar FAVÖK ve 650 bin dolar net kâr ile beklentilerle uyumlu sonuçlar elde etti. Şirketin satışları, mevsimselliğin getirdiği düşük seyre rağmen, %24,23'lük bir artışla 184 milyon dolara ulaştı. Maliyet artışlarına rağmen brüt kâr marjı %7,09 olarak kaydedildi. Operasyonel kârlılık canlı kaldı ve FAVÖK %20,01 artışla 6 milyon dolar seviyesine yükseldi. Net kâr, geçtiğimiz yıla göre yatay bir seyir izleyerek 650 bin dolar bandında kaldı. Yılsonu finansallarının daha iyi olacağını değerlendiriyoruz.	20,99	1,71	6,04
ATATP	NÖTR	Şirketin finansallarındaki artış, Ata Ekspres'ten gelen 1,8 milyar TL'lik değerleme kârından kaynaklanıyor, ancak bu bir defalık bir etki olup kasaya nakit girişi sağlamadı. Değerleme kârı dışarıda bırakıldığında, hasılat bir önceki yıla göre %13,11 daralarak 530 milyon TL'ye geriledi. Buna rağmen, FAVÖK %28,1'lik artışla 155 milyon TL'ye yükseldi ve FAVÖK marjı 941 baz puan artarak %29,25 seviyesine çıktı. Net kar, esas faaliyetlerden gelen destekle önemli ölçüde arttı. Şirketin finansallarının ayrıştırılarak değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamakla birlikte, ATP Yazılım'ın iş modeline önemsiyoruz.	9,15	3,73	4,81
KFEIN	NÖTR	Şirket 477 milyon TL hasılat, 7 milyon TL FAVÖK zararı ve 36 milyon TL net zarar kaydetti. Hasılat, zorlu makroekonomik koşullara rağmen bir önceki yıla göre %7,18 artış gösterdi. Faaliyet giderlerinin artması, kur farkı giderleri ve diğer giderlerin yükselmesiyle birlikte bir miktar FAVÖK zararı oluştu. Şirketin önümüzdeki dönemlerde makroekonomik koşulların iyileşmesi ve yeni odak alanlarına girmesiyle birlikte daha güçlü sonuçlar elde etme potansiyeli taşıdığını vurgulamak isteriz. Şirket özelinde yılsonunda 2,35 milyar TL hasılat, 400 milyon TL FAVÖK ve 280 milyon TL net kar bekliyoruz.	58,33	2,12	11,06
MOBTL	OLUMLU	Şirket, 3,15 milyar TL ciro, 188 milyon TL FAVÖK ve 2 milyon TL net kâr elde etti. Yeni iş modellerine yönelik çalışmaların henüz finansallara etkisi görülmedi. Zorlu pazar koşullarına rağmen, şirketin cirosu bir önceki yıla göre %52,28 artışla 3,15 milyar TL'ye yükseldi. Hem gayrimenkul hem de telekomünikasyon faaliyetlerindeki büyüme olumlu değerlendiriliyor. Artan maliyetlere rağmen, satış büyümesi maliyetlerin gerisinde kaldığı için brüt kâr %111,52 artarak 331 milyon TL'ye ulaştı. FAVÖK ise hem baz etkisi hem de brüt kâr ve ciro desteğiyle %2439,05 artış göstererek 188 milyon TL seviyesine çıktı. Bu güçlü operasyonel performans, önümüzdeki dönemde daha iyi finansal sonuçlar getirme potansiyeli taşıyor	28,24	1,18	15,89



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



İNDES	SINIRLI OLUMLU	(Hedef Fiyat:13,53/Tavsiye:AL) 2025 2.çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %4,7 artış gösterirken yılın ilk yarısına baktığımızda ise %3 daralma görmekteyiz. INDES özelinde 2025'e baktığımızda ikinci çeyreğin görece daha iyi geçtiğini görmekteyiz.İNDES özelinde baktığımızda ise yılın ilk yarısında %3 daralma ile sektöre göre sınırlı daralmayı sınırlı pozitif değerlendirmekteyiz ve açıklanan sonuçları 2025 yılı için büyüme hedefleri doğrultusunda pozitif değerlendirmekteyiz. Faaliyet karlılığı görece yatay seyrini sürdürürken 2.çeyrek özelinde finansal giderler ve net parasal pozisyon zararının da etkisiyle vergi öncesi net zarar açıkladığını görürken beklenti üzeri net kar gelmesinin sebebi olarak ise ertelenmiş vergi geliri etkisi olarakgörmekteyiz. sektördeki lider konumu ve sektöre göre sınırlı daralmanın etkisiyle, defansif yapının korunduğu izlenmektedir. Dijitalleşme ve teknoloji kullanımının artmasının da oluşturduğu tema ile birlikte lojistik avantajlarını da kullanıp ek maliyet avantajıyla beraber sektöre göre ayrışan performansını sürdürmesini beklemekteyiz. Yılın ikinci yarısında ise INDES ve sektör özelinde faiz indirim döngüsünün de getirmiş olduğu talep yönlü toparlanmayla beraber marjlarda toparlanmanın oluşacağını düşünmekteyiz.	24,19	1,07	2,67
MACKO	OLUMLU	Maçkolik'in 2025 yılı ikinci çeyrek sonuçları, beklentilerin üzerinde bir performans sergiledi. Şirket, normalde liglerin sakın olduğu bu dönemde satışlarını bir önceki yıla göre %37,69 artırarak 263,96 milyon TL'ye çıkardı. FAVÖK %27,56 artışla 134,95 milyon TL'ye ulaştı ve FAVÖK marjı beklentimiz olan %55'in üzerinde seyretti. Yılın ilk yarısında, Maçkolik platformunun aylık ortalama kullanıcı sayısı 7,78 milyon, günlük ise 3,8 milyon olarak kaydedildi. Şirketin gelirlerinin büyük bir kısmı, %85'lik pay ile Maçkolik platformundan geldi. Yapay zeka ve Ar-Ge gibi teknoloji odaklı büyüme faaliyetleri, 1 Temmuz 2025'te tescil edilen Maçkolik Teknoloji şirketiyle hız kazanmasını bekliyoruz. Ayrıca, net kârı destekleyen önemli bir faktör, ana ortak Mediazz üzerinden elde edilen faiz gelirlerinin 19,9 milyon TL'den 32,7 milyon TL'ye yükselmesi oldu. Bu olumlu sonuçlara rağmen, 2026'daki şampiyona yılı, asıl büyüme ve ayrışmanın gerçekleşeceği dönem olarak değerlendiriyoruz.	12,59	7,65	8,14



KOD	BİLANÇO FİKRİ	ELEKTRİK, GAZ VE BUHAR / YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
NTGAZ	OLUMLU	Şirket, 1,33 milyar TL hasılat, 213,45 milyon TL FAVÖK ve 56 milyon TL net kâr elde etti. Şirketin faaliyetleri genellikle yılın ilk ve son çeyreklerinde yoğunlaşmasına rağmen, bu çeyrekteki satış artışı olumlu bir gösterge olarak kabul edildi. Satışlar %16,62 artışla 1,33 milyar TL'ye ulaşırken , dökme CNG ve LNG satışlarındaki baskıya karşın, şehir gazı tarafında büyüme gözlemlendi. Altı aylık satış hacmi %25,11 artarak 195,11 milyon metreküpe ulaştı ve brüt kâr/satış hacmi rasyosu 29 baz puan artışla 5,27 olarak gerçekleşti. Operasyonel kârlılık da diri kalmaya devam etti; FAVÖK %11,93 artışla 213,45 milyon TL'ye yükselirken , FAVÖK marjı 410 baz puan artarak %23,8'e çıktı. Şirketin operasyonel verimliliği artırma çabalarına örnek olarak, 25 Temmuz itibarıyla üretime başlayan GES yatırımı gösterildi. TMS 29 hariç, Naturelgaz'ın 2025 yılı için gelirlerinde %20-40, FAVÖK'te ise %30-50 artış beklentisi bulunuyor ve şirketin üst bant hedeflerine yakınsayacağını değerlendiriyoruz.	11,05	1,82	5,32
GWIND	NÖTR	Sektördeki fiyat ortalamalarının dolar bazında düşmesi, şirketin cirosunun yatay seyretmesine neden oldu. Üretimler %3,33 artışla 403 GWh'ye ulaşırken, rüzgar hızlarındaki beklentinin altındaki seyir etkili oldu. Artan maliyetlerle birlikte brüt kâr %7,34 düşüşle 255,6 milyon TL'ye, FAVÖK ise %1,98 azalışla 420 milyon TL'ye geriledi. FAVÖK marjı 301 baz puan azalışla %70,06 seviyesinde gerçekleşti. Şirket, karbon sertifikası satışlarını erteleyerek stok tutmaya devam ediyor ve iç piyasada satış potansiyelinin arttığını gözlemliyor. Şirketin 1090-1200 MW'a giden büyüme yolculuğu, Galata Wind'in yenilenebilir enerji şirketleri arasında yer alması gerektiğini gösteriyor.	21,99	1,23	10,78
AKSEN	OLUMLU	(Hedef Fiyat:64,30/Tavsiye:AL) 2025 2.çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %22 satış büyümesi görürken geçtiğimiz çeyreğe göre ise paralel sonuçlar görmekteyiz. 2025'in ilk yarısı sonuçlara baktığımızda geçtiğimiz yıla göre %20 satış büyümesi gerçekleşirken Türkiye %28 büyüme gösterirken Afrika %28 daralma göstermiştir , Asya'da ise %45'lik güçlü büyüme meydana gelmiştir. Şirket 2025 2.çeyrekte 929 milyon TL Net Kar elde ederken alt kalemlerin negatif etkilerini daha az gördüğümüz için net kar marjında çeyreklik anlamda toparlanma görmekteyiz. Y.dışı operasyonlarında çeşitlendirilmiş portföyü ve döviz bazlı sabit anlaşmalarının olması ve hem içeride y.enerji hem de y.dışında kapasite artışı yatırımlarının devam etmesinin önümüzdeki dönemlerde karlılık anlamında pozitif katılırlarının devam etmesini beklemekteyiz. BOTAŞ'ın %25 zammının karlılık üzerinde bir miktar baskısı olsa da iç pazarda artan elektrik üretimi sonucu durumun nötrlendiğini görmekteyiz. AKSEN için 64.30 TL hedef fiyatla AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	39,05	1,05	10,26
KLYPV	OLUMLU	Kalyon PV, 2025'in ikinci çeyreğinde 61 milyon dolar gelir elde etti ve 17,35 milyon dolar net zarar bildirdi. Şirketin satışları %395,84 artış gösterirken , brüt karı %68,21 artarak 22,4 milyon dolara ulaştı. Faiz, amortisman ve vergi öncesi karı (FAVÖK) %1.138,03 artarak önemli bir ivme kazandı. Şirketin satışlarındaki güçlü artışa rağmen maliyet artışları sınırlı kaldı. Bu durum, şirketin operasyonel verimliliğinin devam ettiğini gösteriyor. Şirket, dolar bazlı finansal tabloları nedeniyle enflasyon muhasebesine tabi değildir	A.D	2,40	40,62
ENJSA	NÖTR	Genel olarak baktığımızda beklentinin hafif aşağısında sonuçları NÖTR yorumlamaktayız. Yılın ikinci yarısında faiz indirim patikasıyla beraber karlılıkta artış beklemekteyiz. 2026'da başlayacak yeni tarife döneminde elektrik dağıtım şebekelerine yatırımları teşvik eden politikaların devamı beklenirken enerji yatırımlarının hızlanmasını beklemekteyiz. Sektördeki diğer enerji şirketlerinin de beklentisi ve isteği olan potansiyel PTF fiyat düzenlemesinin karlılık üzerinde olumlu etkilerini de varsayarsak ENJSA'yı defansif iş modeli , öngörülebilir nakit akışı ve sürdürülebilir kar marjlarıyla birlikte beğenmeye devam ediyoruz.	A.D	1,02	4,20
TATEN	OLUMLU	Tatlıpınar Enerji 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 16,3 milyon dolar hasılat, 9,5 milyon dolar FAVÖK ve 7 milyon dolar net zarar açıkladı. Şirket, Balıkesir, Amasya, Yalova ve Bursa'daki faaliyetleri sayesinde iklim koşullarından iyi bir şekilde faydalanan. Üretimden gelen güçle satışlarını %22,81 oranında artırarak 16.3 milyon dolara çıkardı. Artan maliyetlere rağmen brüt kârlılık sınırlı bir düşüş gösterirken, 3,4 milyon dolarlık yatırımlardan kaynaklanan amortisman girişleri sayesinde FAVÖK, geçen yıla kıyasla yatay kalarak 9,5 milyon dolar olarak gerçekleşti. Net zararın ana nedeninin artan finansman giderleri olduğu ve bu durumun yatırımlardan kaynaklandığı belirtilerek, net zarara aldanılmaması gerektiği vurgulamak isteriz.	23,45	3,48	14,95



SMRTG	NÖTR	Smart Güneş Teknolojileri, 2025 yılı ikinci çeyreğinde 1,5 milyar TL hasılat, 302 milyon TL FAVÖK ve 180 milyon TL net zarar ile beklentilere paralel sonuçlar açıkladı. Hasılat, sektördeki kurulum faaliyetlerinin 3 aydan 20 aya çıkmasıyla yaşanan gecikmelerden dolayı bir önceki yıla göre %36,56 geriledi. Ancak şirket, 2024 yılı satış hedeflerini iş ilişkileri bazında çoktan aştı ve yeni satışların %110,03 olması geleceğe yönelik iyimserlik yaratıyor. Şirket, maliyetleri düşürmeye odaklanarak brüt kârlılığı önemli ölçüde artırdı. Bu stratejiyle brüt kâr %450 artışla 397 milyon TL'ye yükselirken , brüt kâr marjı %20,46'ya gerilese de son 4 çeyreğin en iyi marjı olarak kaydedildi. Şirket, bir önceki yılın aynı çeyreğindeki FAVÖK zararının aksine, bu çeyrekte 302 milyon TL FAVÖK kârı elde etti. Maliyet optimizasyonu sayesinde hacim daralmasına rağmen operasyonel kârlılıkta toparlanma gözlemlendi ve FAVÖK marjı %16,42'ye yükseldi. Bu sonuçlar, finansalların nötr olarak değerlendirilmesine yol açsa da, önümüzdeki çeyreklerin kademeli olarak daha iyi olacağını bekliyoruz. Biotrend, 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 674 milyon TL hasılat, 103 milyon TL FAVÖK ve 234 milyon TL net zarar açıkladı. Şirketin toplam kurulu gücü 114,17 MW olmasına rağmen, net elektrik üretimi Doğu Star, Harmandalı ve Uşak tesislerindeki düşüşler nedeniyle %4,94 gerileyerek 279,43 GWh'a düştü. Bu üretim daralmasına rağmen, satışlar fiyatlar ve üretim kapsamında dengeli bir seyir izleyerek %16,03 gerilemeyle 674 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Şirket, ana faaliyetlerinde zarar kaydetse de, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen Maven ve Landfill'den gelen FAVÖK katkısı ve artan amortismanlar sayesinde operasyonel kârlılığı pozitifte çevirdi. Bu sayede FAVÖK marjı 286 baz puanı artışla %14,05'e yükseldi. Ayrıca, net zararın bir önceki yıla göre %65,73 oranında azaldığı görüldü. Şirketin piroliz yağı yatırımı devam etmekte olup, 9,2 milyar TL'lik teşvik sağlanan bu tesisin devreye girmesiyle finansalların daha da güçlenmesini bekliyoruz.	A.D	5,37	18,66
BIOEN	OLUMLU		A.D	2,65	44,26
ENTRA	OLUMLU	Şirket, hasılatını %14,92 artırarak 1,6 milyar TL'ye çıkardı. Amortisman girişleri ve maliyet dengelenmesi sayesinde FAVÖK, %27,17 artışla 1,3 milyar TL'ye yükseldi ve FAVÖK marjı %77,32'ye ulaştı. Şirketin toplam 488 MW kurulu gücü bulunuyor ve bunun büyük bir kısmı (388 MW) HES'lerden geliyor. IC Enterra, 2026 yılına kadar kurulu gücünü 1200 MW'a çıkarmayı hedefliyor. Şirketin finansallarını olumlu değerlendirerek, gelecekteki büyüme planlarıyla birlikte finansal performansın daha da iyileşeceğini vurgulamak isteriz.	A.D	0,85	15,01
ALFAS	OLUMSUZ	Şirket 1,74 milyar TL hasılat, 114 milyon TL FAVÖK ve 59 milyon TL net kâr açıkladı. Hasılat ve operasyonel kârlılıkta gözle görülür bir daralma yaşandı. FAVÖK, %84,51 oranında düşüşle 114 milyon TL'ye geriledi ve FAVÖK marjı %8,07 olarak kaydedildi. Üretim de zayıflayarak 186 milyon MWp'ye düştü ve kapasite kullanım oranı son dönemin en düşük seviyesine ulaştı. da, Finansalları olumsuz değerlendirsekte yeni iş ilişkileri sayesinde özellikle üçüncü ve dördüncü çeyrekte güçlü sonuçlar verme ihtimalinin arttığı görülmektedir. Şirket, TMS 29 hariç, yıl sonunda 10 milyar TL hasılat ve %70 kapasite kullanım oranı hedefliyor.	A.D	3,62	52,79



KOD	BİLANÇO FİKRİ	TASARRUF FİNANSMAN-GYO-GY / YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KTLEV	OLUMLU	Katılımevim, 2025'in ikinci çeyreğinde 1,71 milyar TL net kâr elde ederek beklentilere paralel sonuçlar bildirdi. Şirketin net kârı bir önceki yıla göre %6479,34 oranında artış gösterdi. Şirketin sözleşme hacmi %240,91 artışla 61,85 milyar TL'ye ulaştı. Ev sözleşmelerinin oranı 4 puan artarak %40'a, araç sözleşmelerinin oranı ise 4 puan azalarak %60'a geriledi. Faaliyetlerinde 186 bin sözleşme ve 184 bin aktif üye bulunurken, 41 bin üyeye teslimat gerçekleştirildi. Şirketin özsermaye kârlılığı, yıllık bazda düşüş göstermesine rağmen %103,8 ile son dört çeyreğin en iyi seviyesine ulaştı. Şirketin finansalları olumlu değerlendirilmekle birlikte, öncü Temmuz ayı verileri geleceğe yönelik beklentileri daha da iyimser kılıyor.	4,56	3,49	1,45
DZGYO	NÖTR	Beklentilerimize paralel sonuçlar paylaştı. Le Chic setleri, İstanbul Bahçeşehir AVM ve Karaköy Otel Binası gelecek dönemde önemli bir değerlendirme potansiyeli taşıyor.	7,93	0,65	25,63
MRCYO	OLUMLU	(Hedef Fiyat:4,2 TL/Tavsiye:AL) Şirketin finansal dönemi sakın geçen ilk çeyrekte bile otel doluluk oranları sektör ortalamasının üzerinde kaldı. Bu durum, Martı'nın daha iyi fiyatlama deneyimine sahip olmasından kaynaklanıyor. Gelecek dönemler için asıl hareketin Haziran-Eylül ve Ocak-Mart aylarında olacağı belirtmek ve özellikle 2. ve 4. çeyrek finansallarının önemli olduğu vurgulamak isteriz	1,34	0,31	39,22
ISGYO	NÖTR	(Hedef Fiyat:24,26 TL/Tavsiye:AL) Beklentilerimizin hafif altında sonuçlar. 55 milyar TL yılsonu net aktif değer beklentimiz mevcuttur.	A.D	0,44	22,06
BEGYO	SINIRLI OLUMLU	Sinpaş grubu içerisinde yer alması nedeniyle prim varlığı sürmekle birlikte 7 milyar TL'lik net aktif değer beklentimiz mevcuttur.	12,03	1,88	18,35
VKGYO	SINIRLI OLUMLU	Beklentiler dahilinde sonuçlar paylaşıldı. Yılsonunda 58,5 milyar TL net aktif değer bekliyoruz. GYO'lar arasında en iskontolu şirketlerden birisi olarak karşımıza çıkıyor. Kamu GYO'ları bu dönemde portföyleriyle ön plana çıkıyor.	12,83	0,44	6,16
AHSGY	OLUMLU	Portföy değeri, Çamlıca Okul Binası, Pendik Arsa ve Gaziosmanpaşa'daki mülkler gibi varlıklarla 4,15 milyar TL'den 4,158 milyar TL'ye yükseldi. Şirketin İstanbul Gaziosmanpaşa'daki güçlü portföyü sayesinde, Konut Fiyat Endeksi'nden pozitif ayrılmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz.	0,00	1,25	53,37
ALGYO	OLUMLU	Şirket, 90,1 milyon TL hasılat, 21,9 milyon TL FAVÖK ve 1 milyon TL net kâr bildirdi. Alarko GYO'nun portföy değeri 20,4 milyar TL'ye yükselirken , NAD ise 14,87 milyar TL'den 16,07 milyar TL'ye çıktı. Şirketin portföyündeki en değerli varlıklar arasında Hillside Beach Club Tatil Köyü ve Bodrum Otel yer alıyor. Yıl sonu NAD beklentisini 16 milyar TL ve ardından 18 milyar TL seviyesine yükseltmiş bulunuyoruz. Şirketin, turizm sezonunun en yoğun olduğu üçüncü çeyrekte daha güçlü finansallar açıklamasını bekliyoruz. Alarko GYO, sektörüne göre 20 puanın üzerinde iskonto sunmaya devam ediyor.	11,59	0,41	40,00
KRGYO	OLUMLU	Şirket, 123 milyon TL hasılat, 81 milyon TL FAVÖK ve 121 milyon TL net kâr elde etti. Körfez GYO'nun portföy değeri 817,8 milyon TL olarak gözlemlenirken, NAD; 1,32 milyar TL'den 1,47 milyar TL'ye yükseldi. Yıl sonu için 1,75 milyar TL net aktif değer beklentisi korunuyor. Finansal tabloların bedelli sermaye artışı henüz içermediği ve bu durumun şirkete 30 puanlık ek bir iskonto alanı yarattığı belirtildi. Sektör genelinde ortalama %45 iskonto ile işlem görülürken, Körfez GYO'nun %30 iskonto bandında olduğu görmekteyiz.	17,73	2,35	24,57
MSGYO	NÖTR	Şirket, 27 milyon TL hasılat, 15 milyon TL FAVÖK ve 21 milyon TL net kâr bildirdi. Portföy değeri 3,8 milyar TL'ye ulaşırken, NAD 3,96 milyar TL'den 4,38 milyar TL'ye yükseldi. Bu sonuçlar doğrultusunda, yıl sonu için 5,8 milyar TL net aktif değer beklentisi koruyoruz. Mistral GYO, sektör ortalamasının 15 puan üzerinde iskontolu işlem görmeye devam ederken, devam eden proje portföyünün gelecekteki performansı desteklemesi bekleniyor.	A.D	0,67	41,44



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

AVPGY	OLUMLU	(Hedef Fiyat:93,31 TL/Tavsiye:AL) 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilerle paralel, 1,75 milyar TL hasılat, 1,15 milyar TL FAVÖK ve 1,7 milyar TL net kâr açıkladı. Şirketin portföy değeri 37,79 milyar TL'den 39,79 milyar TL'ye yükselirken, NAD 37,29 milyar TL'den 37,85 milyar TL'ye çıktı.	A.D	0,69	9,77
KZBGY	OLUMLU	Kızılıbük GYO, 2025'in ikinci çeyreğinde beklentilerle uyumlu finansal sonuçlar açıkladı. Şirket, 318 milyon TL hasılat, 574 milyon TL FAVÖK ve 171 milyon TL net kâr elde etti. Şirketin portföy değeri 27.096.844.475 TL'ye yükselirken , NAD 25.066.588.661 TL olarak gerçekleşti. Şirketin Balıkesir yatırımlarıyla gelecekte daha da ayrışmasını ve SNGYO'nun konsolide sonuçlarına gözle görülür katkı sağlamasını bekliyoruz.	37,67	0,86	5,17
SURGY	OLUMLU	Sur Tatil Evleri GYO, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 181 milyon TL net kâr elde etti ve bu sonuçlar analist beklentileriyle paralellik gösterdi. Şirketin portföy değeri 8,675 milyar TL olup, bu değerin büyük bir kısmı 8,199 milyar TL ile devremülklerden, geri kalanı ise 475,5 milyon TL ile ticari binalardan oluşmaktadır. Şirketin net aktif değeri 8,604 milyar TL olarak belirlenmiştir. Şirketin finansallarını olumlu değerlendirirken, net aktif değer beklentimizi 11,8 milyar TL'den 11,3 milyar TL seviyesine revize ediyoruz.	6,49	1,26	A.D
ZRGO	OLUMLU	Şirket, 563 milyon TL hasılat, 490 milyon TL FAVÖK ve 1,98 milyar TL net kâr bildirdi. Şirketin portföy değeri 64,3 milyar TL'ye ulaşırken, vergi öncesi net aktif değeri 66,04 milyar TL olarak gerçekleşti. 73 milyar TL net aktif değer beklentisini sürdürüyoruz.	21,81	1,67	52,03
AKFGY	OLUMLU	Akfen GMYO, 2025 yılının ikinci çeyreğinde beklentilere paralel finansal sonuçlar elde ettiğini açıkladı. Şirket, bu çeyrekte 406,3 milyon TL hasılat, 353,7 milyon TL FAVÖK ve 247,5 milyon TL net kâr kaydetti. Şirketin portföy değeri 20,03 milyar TL'ye ulaşırken, NAD ise 24,98 milyar TL olarak gerçekleşti. Yılsonunda 32 milyar TL'lik net aktif değer beklentisi korundu. Sektörüne göre 20 puan daha fazla iskontolu işlem görüyor.	86,90	0,47	19,32
SNGYO	OLUMLU	(Hedef Fiyat:6,2 TL/Tavsiye:AL) Sinpaş GMYO, 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel bir şekilde 1,33 milyar TL hasılat, 567 milyon TL FAVÖK ve 416 milyon TL net kâr elde etti. Şirketin portföy değeri 48,91 milyar TL'ye ulaşırken, VÖKNAD 68.17 milyar TL olarak gerçekleşti. Yılsonunda 81 milyar TL'lik net aktif değer beklentisinin korundu. Şirket ayrıca sektörüne göre 35 puan daha fazla iskontolu işlem görmeye devam ediyor.	19,04	0,45	311,45
YGGYO	OLUMLU	Yeni Gimat GMYO, 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilerle uyumlu finansal sonuçlar açıkladı. Şirket, bu dönemde 710 milyon TL hasılat, 551 milyon TL FAVÖK ve 731 milyon TL net kâr elde etti. Şirketin portföy değeri 17,83 milyar TL'ye ulaşırken , NAD ise 16,45 milyar TL olarak gerçekleşti. da, Yılsonunda 21 milyar TL net aktif değer beklentisi korundu. Sektöre göre nötr seyrediyor.	0,00	1,39	12,56
PSGYO	OLUMLU	Pasifik GMYO 2025'in ikinci çeyreğinde 1,7 milyar TL net kâr elde ederek beklentileri karşıladı. Şirketin NAD 27,27 milyar TL'ye yükseldi ve yılsonu çin 36 milyar TL NAD beklentisini korundu. Şirketin sektörüne göre 10 puan daha fazla iskontolu işlem görüyor.	5,41	0,56	A.D
OZGYO	OLUMLU	Özderici GMYO, 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 25 milyon TL hasılat, 10 milyon TL FAVÖK ve 2 milyon TL net kâr açıkladı. Portföy değeri 5,06 milyar TL'ye, NAD ise 5,31 milyar TL'ye ulaştı. Şirketin sektörüne göre yaklaşık 25 puan iskontolu işlem gördüğünü takip ediyoruz.	A.D	0,40	79,41



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

TRGYO	OLUMLU	(Hedef Fiyat:95,08 TL/Tavsiye:AL) Torunlar GYO, 2025 yılının ikinci çeyreğinde beklentilerle uyumlu ve güçlü finansal sonuçlar açıkladı. Şirket, 2,1 milyar TL hasılat, 1,6 milyar TL FAVÖK ve 3,46 milyar TL net kâr elde etti. Şirketin hasılatı bir önceki yıla göre %3,25 artış gösterirken , brüt kârı da %4,35 artışla 2,832 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK ise %3,95 artışla 2,777 milyar TL'ye yükseldi. Şirketin portföy değeri 149,06 milyar TL olarak kaydedilirken , aktif değeri 163,18 milyar TL'ye, net aktif değeri ise 162,71 milyar TL'ye yükseldi. Torunlar GYO'nun güçlü finansal yapısı ve olumlu performansı dikkate alınarak, hisse için 95,08 TL hedef fiyat ve "AL" tavsiyesi sürdürülmeye devam ediyor. Şirketin, sektöre göre 25 puan daha iskontolu işlem görüyor.	4,22	0,64	7,93
RYGYO	NÖTR	Reysaş GMYO, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 812 milyon TL hasılat, 731 milyon TL FAVÖK ve 376 milyon TL net kâr açıklayarak beklentilere paralel sonuçlar bildirdi. Şirketin portföy değeri 65,66 milyar TL'ye ulaşırken, net aktif değeri 63,8 milyar TL olarak kaydedildi.	2,76	0,76	20,07
PAGYO	OLUMLU	Panora GMYO, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 246 milyon TL hasılat, 186 milyon TL FAVÖK ve 272 milyon TL net kâr ile beklentilere paralel güçlü sonuçlar açıkladı. Şirketin net aktif değeri 12,47 milyar TL'ye yükselmiştir.	10,50	0,61	12,50
SRVGY	NÖTR	Şirket, 243 milyon TL hasılat, 135 milyon TL FAVÖK ve 86 milyon TL net kar bildirdi. Servet GMYO'nun portföy değeri 18.8 milyar TL, net aktif değeri ise 20,7 milyar TL'ye yükseldi. Mevcut beklentileri koruyoruz. Ayrıca, şirket sektörüne göre 20 puan iskontolu işlem görmektedir.	A.D	0,77	24,38
AKSGY	SINIRLI OLUMLU	Şirket, 1 milyar TL hasılat, 707 milyon TL FAVÖK ve 631 milyon TL net kar elde etti. Şirketin portföy değeri 41,27 milyar TL'ye, net aktif değeri ise 37,60 milyar TL'ye yükseldi. AKSGY, sektöre göre 15 puan iskontolu seyrediyor	5,52	0,49	8,86
EKGYO	OLUMLU	(Hedef Fiyat:26,89 TL/Tavsiye:AL) Şirket, 23,7 milyar TL hasılat, 7,43 milyar TL FAVÖK ve 6 milyar TL net kâr elde etti. , EKGYO'nun finansallarını sorunsuz olarak nitelendiriyoruz. EKGYO, sektöre göre 25 puan daha fazla iskontolu seyrediyor.	4,00	0,67	6,93
OZKGY	SINIRLI OLUMLU	Şirket, 904 milyon TL hasılat, 178 milyon TL FAVÖK ve 402 milyon TL net kâr elde etti. Şirketin portföy değeri 47,09 milyar TL'ye, net aktif değeri ise 58,79 milyar TL'ye ulaştı. Özak GYO'nun sektöre kıyasla 30 puan iskontolu işlem gördüğünü vurgulamak isteriz.	10,72	0,35	15,00
HLGYO	OLUMLU	Şirket, 1 milyar TL hasılat, 608 milyon TL FAVÖK ve 2,64 milyar TL net kâr elde etti. Halk GYO'nun finansal değerlemesi bu yıl önemli ölçüde yapılmış olup, sektöre göre yaklaşık 40 puan iskontolu işlem görmektedir. Şirketin portföy değeri 74.18 milyar TL'ye ulaşırken , net aktif değeri (vergi öncesi) 66,55 milyar TL olarak kaydedildi. Bu güçlü büyüme, şirketin finansal sağlığının ve operasyonel etkinliğinin devam ettiğini gösteriyor.	3,65	0,38	14,19
RGYAS	OLUMLU	(Hedef Fiyat:200,44/Tavsiye:AL) Şirket, 2,53 milyar TL hasılat, 1,59 milyar TL FAVÖK ve 2,78 milyar TL net kâr elde etti. Rönesans GMY'nin portföy değeri 118,98 milyar TL'ye ulaşırken, NAD ise 113,69 milyar TL olarak gerçekleşti. Yılsonunda 148 milyar TL net aktif değer beklentisi korundu. Şirketin ayrıca sektörüne göre 25 puan daha fazla iskontolu işlem görmeye devam ediyor.	57,19	0,44	11,66



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



KOD	BİLANÇO FİKRİ	GIDA - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
EFORC	OLUMLU	Çok çeşitli alanlarda faaliyet gösteren bir holding gibi hareket eden şirket, gelirlerinin %38'ini çaydan, %38'ini Efor Global Madencilik'ten ve %24'ünü Efor Gübre Madencilik'ten elde ediyor. Satış performansları güçlü bir şekilde devam ediyor; altı aylık tonaj bazında çay faaliyetleri %50, gübre %160 ve kömür faaliyetleri %86 artış gösterdi. Aynı dönemde, satış gelirleri bazında çay %66, gübre %44 ve kömür faaliyetleri %210 arttı. Operasyonel kârlılık da başarılı bir seyir izledi; FAVÖK, çeyreklik bazda %277,35 artışla 449 milyon TL'ye yükseldi ve FAVÖK marjı 277 baz puan artışla %11,74'e çıktı. Şirketin net zarar açıklaması, özsermaye artışlarının net parasal kayıp yazmasına neden olan TMS 29 kapsamında olağan karşılanırken, operasyonel verimliliğin devam etmesiyle bu durumun geçici olduğu belirtildi. Şirket özelinde beklentimiz, 13 milyar TL hasılat ve %15 FAVÖK marjıdır.	152,41	8,43	30,24
ARMGD	OLUMLU	(Hedef Fiyat: 59,88 TL/Tavsiye:AL) Şirketin satışları, mevsimselliğe rağmen %17,9 büyüyerek güçlü bir seyir izledi. Satış tonajı %25,26 artışla 155.846 ton olarak gerçekleşti. Şirket, satışlarının %74'ünü konvansiyonel, %26'sını ise organik ürünlerden elde etti. Organik buğday grubu, özellikle Avrupa ihracatındaki konumunu güçlendirdi. Gider optimizasyonu sayesinde FAVÖK marjı %11,71'e yükseldi. Sektör ortalamalarına göre daha düşük F/K, PD/DD ve FD/FAVÖK oranlarıyla, Armada Gıda cazip bir yatırım olmaya devam ediyor.	10,00	1,78	13,70
ATAKP	OLUMSUZ	Atakey Patates, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 962 milyon TL hasılat, 110 milyon TL FAVÖK ve 9,5 milyon TL net kâr açıkladı. İhracat ve üçüncü taraf faaliyetlerindeki daralma nedeniyle gelirler %4,08 oranında azaldı. Şirket, hammadde stoğunu 25,7 bin tondan 12,5 bin tona düşürerek operasyonel zemin oluşturdu. Soğan halkası ve peynir çubuğu gibi yeni ürün gruplarında 2.400 ton üretime ulaşıldı. Satışların maliyeti %4,61 arttığı için brüt kâr %44,27 düşüşle 99,4 milyon TL'ye geriledi. Bu durum, FAVÖK'te %48,5'lik bir daralmaya ve FAVÖK marjının %11,72'ye düşmesine neden oldu. Şirket, zorlu koşullara rağmen küresel ekonominin toparlanması ve TABGD'nin faaliyetleriyle kademeli olarak iyileşme gösterebilir.	53,88	1,39	17,76
GUNDG	OLUMSUZ	Gündoğdu Gıda, 2025'in ikinci çeyreğinde 342 milyon TL hasılat, 3 milyon TL FAVÖK ve 13,5 milyon TL net kâr elde etti ve bu sonuçlar beklentilere paralel geldi. Şirketin satışları, süt ve süt ürünleri grubunda yaşanan durgunluk nedeniyle %50,36 oranında daraldı. Bu düşüş, brüt kârın %61,05 oranında gerilemesine ve operasyonel verimliliğin azalmasına yol açtı. FAVÖK %93,9 oranında düşerken , FAVÖK marjı 322 baz puan azalarak %2,33'e geriledi. Ancak, 19 milyon TL'lik ertelenmiş vergi geliri sayesinde net kâr pozitif hale geldi. Şirketin finansallarını "olumsuz" olarak değerlendirmekteyiz.	0,00	4,61	101,11
CCOLA	OLUMLU	2025 2.çeyrekte toplam satış hacmi %4,7 artış göstererek 473 milyon ünite kasa olarak gerçekleşirken iç Pazar satış hacmi %5 daralma gösterip , uluslararası satış hacmi iste %10,6 artış göstermiştir. 2025 2.çeyrekte satış hacminin artış gösterdiği , satışların ise sınırlı daraldığı ortamda Konsolide ünite kasa başına gelir değişiminde %7'lik daralma görmekteyiz.. Bu daralmanın sebebini ise devam eden makroekonomik zorluklar , faaliyet gösterilen coğrafyalarda süren zayıf ortam ve tüketicilerin satın alma gücünde daralmadan kaynaklı satış stratejisini satın alınabilirlik odaklı değiştirip hacimsel artışı destekleme yönünde ilerlenmesi sonucu oluşmuştur. Ünite kasa başına gelirde daralma olsa dahi şirket beklentilerine paralel gerçekleştiği için nötr değerlendirmekteyiz. . Satış hacmi açısından beklentimizin hafif üzerinde gerçekleşen operasyonel sonuçları olumlu yorumlarken önümüzdeki dönemde faaliyet gösterdiği coğrafyalarda ve iç pazarda kar marjlarında toparlanma beklemekteyiz. 2025 yılının şirket için verimlilik ve sürdürülebilir marj temalı geçtiğini izlerken yılın ikinci yarısının daha güçlü geçmesini beklemekteyiz.	14,46	2,30	8,79



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

OFSYM	OLUMLU	4,76 milyar TL hasılat, 437 milyon TL FAVÖK ve 100 milyon TL net kâr elde etti. Satışlar, tonajdaki artışlarla birlikte %3,67 yükseldi. Gelirlerinin %61'i üretilen mallardan gelirken, %39'u ticari mal satışlarından sağlandı. Brüt kâr %1,84 azalsa da, brüt kâr marjı 32 baz puan artarak %12,94'e ulaştı. FAVÖK %3,2 azalarak 437 milyon TL'ye geriledi, ancak FAVÖK marjı %8,53 seviyesinde gerçekleşti. Net kâr ise, yatırım faaliyetlerinden elde edilen 23,35 milyon TL'lik gelir sayesinde %41,05 artış gösterdi.	15,72	2,33	6,75
AEFES	OLUMLU	Satış kırılımına baktığımız zaman 2025 2.çeyrekte konsolide satış hacmi %4,8 artış gösterirken bira grubu satış hacmi Rusya haricinde %5,3 artış gösterirken CCI grubunda ise %4,7'lik benzer artışlar görmekteyiz. Rusya'da hacimsel %3,3 artış görürken satış gelirleri %24,7 artış göstermiştir. Fiyatlandırma stratejisinin hacimsel artışa yol açtığını görsek de kar marjları üzerinde geçtiğimiz yılın aynı çeyreğine göre hafif de olsa baskılar görmekteyiz. Yılın ilk yarısının şirket açısından zorlu geçmesine rağmen operasyonel başarı elde edildiğini düşünmekteyiz, yılın ikinci yarısında ise aynı zorlu koşulların devamını beklerken AEFES özelinde takip edeceğimiz ana unsurların fiyatlandırma stratejisi, gider optimizasyonu odaklı olacaktır. Şirket yıl sonu için beklenti revizyonuna gitmezken Rusya ile ilgili herhangi bir gelişme oluşmamıştır. Rusya faaliyetlerinin hisse fiyatlaması üzerindeki baskı sürse de olumlu gelecek haber akışlarının cazip gördüğümüz şirket için güçlü fiyatlamaya algısı yaratacağını düşünmekteyiz.	11,58	1,12	5,67
TBORG	OLUMLU	Şirket, mevsimsel etkiyle artan tüketici talebi ve başarılı gider optimizasyonu sayesinde güçlü bir performans sergiledi. Hasılatı bir önceki yıla göre %9,79 artarak 11,5 milyar TL'ye, brüt karı ise %20,33 artışla 6,71 milyar TL'ye ulaştı. Operasyonel karlılıktaki artışla birlikte FAVÖK %15,85 büyüme ile 4,4 milyar TL seviyesine yükseldi. Bu güçlü mali tabloya ek olarak, TBORG'un sektör ortalamasının çok altında, 4,06 FD/FAVÖK değeriyle işlem görmesi, hissenin cazip olduğunu göstermektedir.	13,60	2,72	5,58
KRVGD	OLUMLU	Şirket, 3,6 milyar TL hasılat ve 412 milyon TL FAVÖK elde ederken, 167 milyon TL net zarar kaydetti. Konsolide tonaj hacmi %13,9 artarak 21,6 bin tona yükseldi. Hasılat ise %6,5 artışla 3,6 milyar TL seviyesine ulaştı. Şirketin operasyonel karlılığı verimlilik çabasıyla ilerliyor; FAVÖK %35,53 artarak 412 milyon TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı ise 250 baz puan artışla %11,5 olarak kaydedildi. Şirket, 9,8 milyon dolarlık ABD'deki depo projesi de dahil olmak üzere yatırım harcamalarını yönetiyor. Gelecekte Polonya'daki iyileşmelerle birlikte daha güçlü bir yapı bekliyoruz.	A.D	0,91	8,67
ULKER	NÖTR	Tonaj bazlı satışlara baktığımızda ise yılın ilk yarısında %3 daralmayla 344 bin ton satış gerçekleşirken 2025 2.çeyreğe baktığımızda %6 artış ile 162 bin ton satış gerçekleşmiştir. Genel olarak baktığımızda beklentiye paralel sonuçları NÖTR değerlendirmekteyiz. 1.çeyrekte oluşan gider optimizasyonu görece sürse de yurt dışı operasyonlarındaki kar marjlarındaki geri çekilmeyi sınırlı negatif yorumlamaktayız. Yılın ilk yarısında konsolide brüt kar ve favök marjı geçtiğimiz yılın ilk yarısına göre yatay seyretse de çeyreklik anlamda özellikle diğer faaliyet gelirleri ve finansal giderler baskının temel sebepleri arasındadır. Şirket 2025 yılını verimlilik odaklı ilerletip tedarik zinciri ve kanal maliyetlerinde gider optimizasyonunu sürdürmeyi amaçlamaktadır.	7,70	1,24	5,54
ELITE	SINIRLI OLUMLU	Şirket, 586 milyon TL hasılat, 184 milyon TL FAVÖK ve 104 milyon TL net kar elde etti. ABD tarifelerinin etkisiyle hasılat %10,38 düşüş gösterirken, ihracat oranı %83 olarak gerçekleşti. Şirket, operasyonel karlılıkta başarılı bir dip dönüşü sergiledi; FAVÖK marjı %26,97 ile son üç çeyreğin en iyi seviyesine ulaştı. Ankara'daki iki fabrikada üretimlerini sürdüren şirket özelinde gelecek çeyrekler için daha iyimser beklentilerimiz mevcuttur.	24,30	2,52	10,23
GOKNR	NÖTR	Şirket, 3,7 milyar TL hasılat, 261 milyon TL FAVÖK ve 271 milyon TL net kâr elde etti. Satış tonajlarında konsantre ve NFC ürün gruplarında artış gözlenirken, taze meyve, perakende ve diğer ürünlerde düşüş yaşandı. Operasyonel kârlılık, artan maliyetler nedeniyle baskı altında kaldı. FAVÖK %46,7 oranında daralarak 261 milyon TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı 270 baz puan düşüşle %15,95 olarak kaydedildi. , şirketin finansallarını nötr olarak değerlendirirken, gelecek çeyreklerde daha iyimser bir tablo beklediğini belirtiyor.	10,56	1,00	5,80



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



BORSK OLUMLU

Şirket, aktif sezonun olmadığı Nisan-Haziran döneminde 1,03 milyar TL ciro, 98 milyon TL FAVÖK ve 183 milyon TL net zarar açıkladı.. Satışlar güçlü seyretti ve ciroda %28,91'lik bir artış yaşandı. Özellikle şeker satışları %25,33 artarken, zirai tarım ürünleri satışları %44,55 ve küspe satışları %57,9 arttı. Melas satışları ise dönemi olmadığı için yatay seyretti. Maliyet artışlarına rağmen brüt kâr %7,24 artarak 117 milyon TL'ye ulaştı. FAVÖK, operasyonel olarak güçlü bir performans göstererek %23,48 artışla 98 milyon TL'ye yükseldi. Mevsimsel etkileri göz önüne alındığında, FAVÖK marjı %9,54 ile son 4 çeyreğin en yüksek seviyesine ulaştı. Net zararın oluşması, şirketin yeniden vergi ödemesine girmesi ve enflasyon muhasebesinden kaynaklanan zararlardan dolayıdır. Şirketin gelecekte mevsimsellikten arındırılmış, çoklu faaliyet alanlarına sahip bir şirket haline geleceğini değerlendiriyoruz.

41,38 0,95 16,54



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	HOLDİNG - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
TAVHL	SINIRLI OLUMSUZ	Beklentiye paralel satış ve favok rakamını pozitif yorumlasak da nakit dışı kalemlerden kaynaklı oluşan net zararı sınırlı negatif yorumlamaktayız. Operasyonel anlamda bozulma gözükmezken trafik verilerine baktığımızda güçlü yaz etkisinin devamını görmekteyiz. Antalya yatırımının pozitif etkisini önümüzdeki dönemde daha fazla göreceğimizi , Almatı potansiyeli ve küresel havacılık büyüme projeksiyonlarına da baktığımızda güçlü hikayenin devamını beklemekteyiz. Şirket yoğun yatırım dönemi içerisinde olduğu için finansal giderlerin baskısını hissetsek de sürdürülebilir büyümenin bu durumu törpülediğini düşünmekteyiz.	52,13	1,35	8,21
KCHOL	NÖTR	Bu kârın ana nedenleri vergi pozitifliği ve net parasal kazanç oldu. Bu unsurlar olmasaydı holdingin net zarar açıklayabileceğini vurgulamak isteriz. Holdingin enerji grubunda, güçlü yurtiçi talep, beyaz ürün verimindeki iyileşme ve artan kapasite kullanımı iyimserliği desteklerken, yatay ürün marjları baskı oluşturdu. Otomotiv sektöründe ise yoğun rekabet ve elektrikli araç talebinden kaynaklı marj baskısına rağmen, vergi artışı beklentisi, kampanyalar ve güçlü ihracat performansı sayesinde ayakta kalındı. Dayanıklı tüketim sektörü ise zayıf iç ve dış talep, fiyat baskısı ve artan rekabet nedeniyle zorlu bir dönem geçirdi. Konsolide kâra en büyük katkı 6,45 milyar TL ile otomotiv grubundan gelirken, enerji grubu 3,7 milyar TL ve finans grubu 132 milyon TL katkı sağladı. Dayanıklı tüketim ise konsolide kârda 2,32 milyar TL'lik negatif etkiye neden oldu. Gelecekte makroekonomik koşulların iyileşmesiyle birlikte, asıl olumlu finansalların iştiraklere, ardından da holdinglere yansıtacağı ve 3. çeyrek ve sonrasında görülebileceği değerlendiriyoruz.. Koç Holding hissesi, net aktif değerine göre ortalama %40 iskontoya sahip olmaya devam ediyor	0,00	0,79	8,76
GLYHO	OLUMLU	Holding, 6 milyar TL hasılat, 2.1 milyar TL FAVÖK ve 900 milyon TL net kâr bildirdi. En büyük katkısı 1.9 milyar TL FAVÖK katkısı sağlayan liman (GPH) operasyonları yaptı. Doğalgaz (NTGAZ) segmenti, mevsimi olmamasına rağmen Çaykur ihalesini tekrar kazanarak ve şehir gazı faaliyetlerindeki büyüme ile güçlü bir performans gösterdi, 230 milyon TL FAVÖK katkısı sağladı. Enerji üretimi (CONSE) faaliyetleri, doğal enerjinin sonlandırılması ve Bahama yatırımlarıyla dengeli bir seyir izlerken, 128 milyon TL FAVÖK katkısı sundu. Diğer faaliyetler arasında madencilikten 17 milyon TL, gayrimenkulden 38.5 milyon TL ve menkul kıymetlerden 77 milyon TL FAVÖK katkısı geldi.	4,82	1,68	8,95
ECILC	OLUMLU	Şirketin satışları, sağlık sektöründeki talep ve kur baskıları ile yıllık %6,87 düşüşle 2 milyar TL'ye geriledi. İlaç sektörünün brüt kârı %50,20 azalırken, brüt kâr marjı 1390 baz puan düşüşle %2,2'ye indi. Buna rağmen, bu marj sektörün en yüksek marjlarından biri olmaya devam ediyor. Şirket, Gensenta'daki dijitalleşme ve üretim faaliyetleri, Eczacıbaşı İlaç Pazarlama'daki dijital dönüşüm ve Dynavit aksiyonlarıyla faaliyetlerini canlı tuttu. Gayrimenkul tarafında Kanyon AVM'den 6 aylık 344,45 milyon TL kira geliri elde edilirken, Ayazağa Cendere Vadisi projesi çalışmaları da devam ediyor. Diğer faaliyetler kapsamında Vitra Karo'da üretim daralırken, ihracat faaliyetleri makroekonomik koşullardan sınırlı etkilendi. Gelecek dönemde ilaç sektöründeki DADS güncellemeleriyle sektörün tekrar pozitif dönebileceğini öngörüyoruz.	17,16	0,89	A.D
ECZYT	OLUMLU	Holdingin faaliyetleri çeşitli sektörlere yayılmış durumda. İlaç sektöründe, Gensenta'nın iş sürekliliği ve dijital faaliyetleri, Eczacıbaşı İlaç Pazarlama'nın dijital dönüşümü ve yeni projelerle canlılık korunmaya çalışılıyor. Gayrimenkul tarafında Kanyon AVM'den 6 ayda 344,45 milyon TL kira geliri elde edilirken, Ayazağa Cendere Vadisi projesi çalışmaları da devam ediyor. Diğer faaliyetlerde ise Vitra Karo'da üretim miktarının düşmesine karşın Ekom'daki dışsatım faaliyetleri makroekonomik koşullardan sınırlı etkilendi. İnşaat faaliyetlerinde ise önemli bir toparlanma gözlemlendi. Şirketin holding yapısı ve iştiraklerindeki bu canlılık nedeniyle, zorlanan sektörlerin katkılarının 3. çeyrekte itibaren daha pozitif sonuçlar vermesini bekliyoruz.. Ayrıca, 10 Haziran 2025'ten bu yana araştırma kapsamına alınan ECZYT'nin yaklaşık %40 iskonto ile işlem görmeye devam ediyor.	25,22	1,12	A.D



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

TRCAS	OLUMLU	Şirket, hissedarı olduğu STAŞ Shell&Turcas Petrol'ün 2025'in ilk altı ayında 149 milyar TL satış geliri elde etmesiyle perakende sektöründe önemli bir oyuncu konumundadır. STAŞ, benzin satışlarında %29,5 pazar payıyla lider, madeni yağ satışlarında %24,5 ile ikinci ve dizel satışlarında %16,2 pazar payıyla üçüncü sıradadır. Turcas, ayrıca 800 MW kurulu güce sahip bir doğal gaz santralini işleten RWE&Turcas Güney Elektrik'te de %30 hissedardır. Bu çeyrekte, STAŞ grubundan 5,6 milyar dolar net temettü girişi ve geçen yıldan ek olarak 150 milyon TL gelir elde etti. Şirket, Mart ayında holdinge dönüşme kararı almıştır ve bu durumun finansal faaliyetlerini daha net yansıtmasına ve holding olarak piyasaya girmesine yardımcı olması beklenmektedir	8,31	0,73	A.D
DOHOL	NÖTR	2025'in ikinci çeyreğinde 75 milyon TL net kâr elde ederek beklentilere paralel sonuçlar bildirdi. Şirketin farklı sektörlerdeki faaliyetleri karışık bir performans sergiledi. Yenilenebilir enerji tarafında üretim %12 artarken, madencilikte FAVÖK marjı %39 olarak kaydedildi. Sigortacılık kolu olan Hepiyi, portföy büyüklüğünü 621 milyon dolara çıkararak %4.1 pazar payına ulaştı ve net kâr büyümesi %152 oldu. Ancak, mobilite grubunda Çin menşeli araçlara getirilen vergiler ve elektrikli araçlara yönelik düzenlemeler nedeniyle zayıf bir seyir izlendi. Finansal sonuçlar, maliyetler nedeniyle net kâr yaratmada zorluk yaşandığını gösterdiği için konsolide beklentiler enflasyon bandına çekildi. Şirket, aktif olarak %60 iskontolu işlem görmektedir.	38,09	0,70	5,01
SAHOL	NÖTR	Sabancı Holding, 2025 yılı ikinci çeyreğinde 1,8 milyar TL net kâr ile genel beklentileri aşmış olsa da, bu artışın ana sebepleri vergi ve net parasal kazançtaki artış oldu. da, Holdingin banka koluna olan bağımlılığının arttığını takip ediyoruz. Şirketin gelirleri yıllık %2,5 artışla 263,57 milyar TL'ye ulaşırken , operasyonel kârlılıkta banka tarafında %22'lik bir düşüş yaşandı. Bankacılık sektöründe öz sermaye kârlılıkları dip seviyeleri görürken , malzeme teknolojileri (çimento ve lastik) kollarında ise finansman giderleri net kârı baskıladı. Öte yandan, finansal hizmetler ve enerji sektörlerinden gelen sinyallerle iyileşme takip edildi. Şirket, aktif olarak %65 bandında iskontolu işlem görmektedir	A.D	0,65	6,15
AGHOL	NÖTR	2025 yılının ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 2.31 milyar TL net kâr açıkladı. Şirketin meşrubat ve bira grupları güçlü bir performans sergileyerek büyümeye devam ederken , perakende grubu da zorlu koşullara rağmen pazar payını korudu. Ancak, otomotiv grubunda GSR'a girişte yaşanan gecikmeler ve Türk lirasının reel değerlenmesi nedeniyle satış adetlerinde ve ihracat gelirlerinde düşüş yaşandı. Ayrıca, tarım, enerji ve sanayi kollarındaki yüksek finansman giderleri kârlılığı baskılamaya devam etti; bu giderler olmasaydı net kârın 3 milyar TL'nin üzerinde olacağı belirtildi.	94,17	0,71	3,09
SISE	OLUMLU	2025 2.çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre en büyük daralmanın cam-ev eşyası ve kimyasal grubunda gerçekleştiğini görürken 2025 2.çeyrekte görece zayıf seyreden endüstriyel cam ve cam ambalaj grubundaki zayıf seyrin yılın ilk yarısına baktığımızda hafif de olsa toparlanma gerçekleştirdiğini görmekteyiz. Üretim verilerinde ise yatay seyir hakim. Karlılığa baktığımızda hem çeyreklik hem de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre marjlarda toparlanma görmekteyiz. Marjlarda artışın sebeplerine baktığımızda ise gider optimizasyonu , yüksek katma değerli ürünlere odaklanılması , Avrupa'da görece fiyat iyileşmeleri ve verimlilikte meydana gelen artışlar olmuştur. Yılın ikinci yarısında iç pazarda faiz indirim döngüsüyle beraber sektörde bir toparlanma beklerken , ihracat pazarında ise majör değişiklikler için verileri takip etmekteyiz. Verileri takip ederken SISE'nin özellikle yapmış olduğu gider optimizasyonları , yatırımlar ve katma değerli ürünlere yöneliminin zorlu sürecidaha da hızlandıracağını düşünmekteyiz	52,90	0,61	20,95
GSDHO	SINIRLI OLUMSUZ	2025 yılı ikinci çeyreğinde 28 milyon TL net zarar açıklayarak beklentilere paralel ancak sınırlı olumsuz bir finansal performans sergiledi. Konsolide sonuçlara bakıldığında, bankacılık, denizcilik, holding ve varlık yönetimi faaliyetlerinin net zarar bildirdiği, sadece faktoring bölümünün 104 milyon TL net kar elde ettiği görülüyor. Şirket, ilk çeyrekteki zararın ardından ikinci çeyrekte SFVÖK tarafında pozitif dönüşüm görünüyor. Şirketin esas faaliyet karı, ilk altı aylık verilere göre 840 milyon TL olarak kaydedildi. da, holdingin net karının, varlık yönetimi ve bankacılık faaliyetlerinin katkısıyla önümüzdeki dönemde artacağını değerlendiriyoruz. Ayrıca, GSD Holding'in nakit pozisyonu ve portföyü sayesinde sektöre göre iskontolu kalmaya devam ettiğini hatırlatırız.	35,58	0,47	1,98



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

ALARK OLUMSUZ

Şirket bu çeyrekte 792 milyon TL, yılın ilk yarısında ise toplam 3,25 milyar TL net zarar kaydetti. Taahhüt ve enerji grupları sırasıyla 675 milyon TL ve 3,81 milyar TL net kar katkısıyla güçlü seyrini sürdürse de , sanayi ve ticaret grubunda 96 milyon TL, turizmde 67 milyon TL ve tarımda 1,36 milyar TL net zarar etkisi görüldü. Şirketin dönüşüm sürecinin devam ettiğini ve bu nedenle finansalların olumsuz sonuçlandığını vurgulamak isteriz. Tarım grubunun karlılığının en erken 2027 yılında oluşacağını hesaplıyoruz.

401,81 0,64 A.D

NTHOL OLUMLU

Net Holding, 2025 yılının ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 400 milyon TL net kâr elde etti. Şirket, turizm ve şans oyunları sektörlerinde güçlü bir performans sergilemeye devam ediyor. Turizmden elde edilen kâr 6 aylık dönemde 706 milyon TL, şans oyunlarından elde edilen kâr ise 112 milyon TL oldu. Gayrimenkul geliştirme gibi diğer faaliyetler ise 6 aylık dönemde 47,5 milyon TL zarar yazdı. Net Holding ayrıca makroekonomik koşullardan faydalanmak amacıyla elindeki bitcoin miktarını artırmaya devam ediyor. Şirket, 31 Aralık 2024 itibarıyla 352,67 adet bitcoin tutuyordu ve bu miktarı korumayı sürdürüyor. Finansallarda kripto varlıkların değerlendirme farkları henüz yer almıyor, ancak yıl sonunda yansıtılması bekleniyor. Şirket, sektördeki en iskontolu holdinglerden biri olarak öne çıkıyor.

11,50 0,41 4,94



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



KOD	BİLANÇO FİKRİ	İNŞAAT - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
GLRMK	OLUMLU	Gülermak Ağır Sanayi 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 8,75 milyar TL hasılat, 1,32 milyar TL FAVÖK ve 1,05 milyar TL net kâr elde etti. Şirketin güçlü backlog yapısı devam ederken, backlogun %78,1'ini metro, %16,2'sini demiryolu ve %4'ünün otoyol projeleri oluşturuyor. Hasılat, geçtiğimiz seneye göre %14,17 artışla 8,75 milyar TL'ye yükseldi ve Batı'dan gelen gelirlerin payı arttı. FAVÖK, %137,58 artışla 1,32 milyar TL seviyesinde kaydedilirken, FAVÖK marjı 219 baz puan düşüşle %15,6 olarak gerçekleşti. Şirket, yılsonu için 1,255 milyar avro hasılat ve 164 milyon avro FAVÖK beklentisini koruyor. Fiyat tespit raporuna paralel projeksiyonlar sürüyor.	14,83	3,68	14,51
EDIP	SINIRLI OLUMLU	Edip GMYO, 2025 yılının ikinci çeyreğinde beklentilere paralel finansal sonuçlar açıkladı. Şirket, 165 milyon TL hasılat, 78 milyon TL FAVÖK ve 278 milyon TL net kâr elde etti. Portföy değeri 6,23 milyar TL'ye ulaşırken , NAD 6,15 milyar TL olarak gerçekleşti. Yılsonunda 7 milyar TL'lik net aktif değere ulaşmasını bekliyoruz. Şirket ayrıca sektöre göre yaklaşık 25 puan daha iskontolu işlem görüyor.	2,58	0,44	14,18
ORGE	OLUMSUZ	Orge Enerji 2025 yılı ikinci çeyreğinde 738 milyon TL hasılat, 442 milyon TL FAVÖK ve 95 milyon TL net kâr ile beklentilere paralel sonuçlar açıkladı. Ancak, taahhüt işlerindeki gecikmeler nedeniyle hasılat yıllık bazda %24,96 düşüş gösterdi. Şirket, maliyetleri kontrol altında tutmaya çalışsa da, brüt kâr %24,52 daralarak 470 milyon TL'ye geriledi. Operasyonel kârlılık da bu durumdan olumsuz etkilendi ve FAVÖK %26,32 düşüşle 442 milyon TL'ye geriledi, bu da son dönemin en düşük operasyonel kârlılığı olarak kaydedildi. Şirket, güncel konjonktür nedeniyle hasılat ve faaliyet kârı büyüme beklentilerini %50'den %40'a düşürdü. Esas toparlanma döneminin 2026 yılının ikinci çeyreğinde olacağı öngörüyoruz.	9,96	1,94	3,72
ENKAI	OLUMLU	ENKA İnşaat, 2025 yılı ikinci çeyreğinde 892 milyon dolar hasılat, 235 milyon dolar FAVÖK ve 303 milyon dolar net kâr elde ederek beklentilerle uyumlu sonuçlar açıkladı. Şirketin hasılatı bir önceki yıla göre %21,67 artış gösterirken, brüt kâr %27,8'lik artışla 245 milyon dolara yükseldi. Bu büyümede özellikle enerji sektöründeki canlanma ve özel projelerdeki artış etkili oldu. Şirketin geliri büyük ölçüde inşaat (%71), enerji (%12,4) ve gayrimenkul (%10,9) iş kollarından gelirken, operasyonel kârlılıkta en büyük payı inşaat (%57) ve gayrimenkul (%27) oluşturuyor. Şirket, nakit pozisyonu sayesinde finansman gelirlerinde pozitif bir seyir izlerken, 268 milyon dolarlık yatırım geliriyle net kârını %53,63 artırarak 303 milyon dolara taşıdı. Şirket, kârlılık odağıyla büyük ve özel projelere yöneliyor; backlog 7,89 milyar dolar seviyesine ulaştı ve bunun %16,8'i özel projelerden oluşuyor. Her çeyrekte güçlenerek yola devam etmesini bekliyoruz.	15,04	1,34	10,59
GESAN	SINIRLI OLUMLU	Girişim Elektrik, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 3,05 milyar TL hasılat, 415 milyon TL FAVÖK ve 23 milyon TL net kâr elde ederek beklentilere paralel sonuçlar bildirdi. Şirketin hasılatı, Europower'dan gelen katkıyla %8,15 arttı. Maliyet artış hızının satış gelirlerinden düşük kalması, brüt kârın yatay seyretmesini sağladı. Ancak, FAVÖK %3,25 düşüşle 415 milyon TL'ye geriledi ve FAVÖK marjı 191 baz puan düşüşle %18.64 olarak sonuçlandı. Haziran ayı itibarıyla dolar bazlı iş ilişkilerindeki canlanma sayesinde yılın ikinci yarısında bir toparlanma bekliyoruz. Girişim Elektrik, 2025 yılı sonu için 640 milyon dolar hasılat ve 147,2 milyon dolar FAVÖK hedeflerini koruyor. Yılın ikinci yarısının daha iyimser geçeceğini belirtmek isteriz.	22,13	1,99	7,68



KOD	BİLANÇO FİKRİ	KAĞIT,BASIM, KİRALAMA VE TAŞIMACILIK - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
LILAK	NÖTR	Lila Kağıt, 2025 yılının ikinci çeyreğinde, 3,23 milyar TL hasılat, 635 milyon TL FAVÖK ve 931 milyon TL net kâr açıklayarak beklentilerin hafif üzerinde bir net kâr elde etti. Ancak, makroekonomik zorluklar ve gümrük tarifelerinden kaynaklanan belirsizlikler nedeniyle sektörde bir baskı söz konusu. Şirketin satışları yıllık bazda %17,6 düşüşle 3,23 milyar TL'ye geriledi ve satış tonajı da %6 azaldı. Halka arzdan elde edilen 3,3 milyar TL'lik gelirin faizde tutulması, net parasal kaybı engelleyerek 931 milyon TL net kâr elde edilmesini sağladı. Operasyonel kârlılık baskı altında kalarak FAVÖK %23,31 düşüşle 635 milyon TL'ye geriledi, FAVÖK marjı ise %19,65'e düştü. Buna rağmen, şirketin brüt kâr marjı, ihracatçı konumu ve pozitif net yabancı varlık pozisyonu sayesinde 23 baz puan artarak %30,46'ya yükseldi. Bu finansal sonuçları "Nötr" olarak değerlendirirken, sektördeki toparlanma ve ihracatçı konumuyla şirketin yine de ön planda olacağını vurgulamak isteriz.	13,27	1,27	7,00
BARMA	NÖTR	Barem Ambalaj 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 680 milyon TL hasılat, 90 milyon TL FAVÖK ve 81 milyon TL net zarar açıkladı. Ambalaj sektörü için genellikle en sakin çeyrek olan bu dönemde, satışlar %6'lık bir düşüşle 680 milyon TL'ye geriledi. Operasyonel kârlılık zayıflarken, FAVÖK %45,42 düşüşle 89 milyon TL'ye geriledi. Buna rağmen, FAVÖK marjı çeyrek bazda toparlanma gösterdi. Şirketin Konya Ereğli'deki 1.6 milyar TL'lik kağıt fabrikası yatırımı devam ediyor ve Ağustos ayında deneme üretimine başlaması bekleniyor.	33,47	1,32	35,33
TEZOL	SINIRLI OLUMSUZ	Şirketin hasılatı bir önceki yıla göre yatay seyrederek 1,3 milyar TL seviyesinde kaldı. Artan maliyetler ve hasılatın yatay seyri, brüt kârın %18,36 düşüşle 191 milyon TL'ye gerilemesine ve brüt kâr marjının da %15,09'a düşmesine neden oldu. Benzer şekilde, FAVÖK %26,99 düşüşle 134 milyon TL'ye geriledi ve FAVÖK marjı %11,24'e düştü. Ancak, şirket finansman gelirlerindeki %173,59'luk artış sayesinde net kârını %6,35 oranında artırarak 183 milyon TL'ye yükseltti. da, Şirketin zorlu koşullara rağmen net kâr elde etme becerisinin önemsendiği ve ilerleyen dönemde koşulların iyileşmesi ve yeni yatırımlarla toparlanma potansiyelinin yüksek olduğunu vurgulamak isteriz.	72,92	1,47	16,56
LIDER	SINIRLI OLUMLU	Şirket, 442 milyon TL hasılat, 107 milyon TL FAVÖK ve 1 milyar TL net kâr elde etti. Makroekonomik koşullar nedeniyle kiralama ve ikinci el araç satış gelirleri baskılanırken, satışlar %28,74 oranında düşüşle 442 milyon TL'ye geriledi. İkinci el araç satışlarındaki talep düşüşü, brüt kâr marjının 1105 baz puan düşüşle %3,13'e gerilemesine neden oldu. Ancak, faaliyet kiralama ve ikinci el satışlarından gelen yoğun amortisman sayesinde FAVÖK, pozitif 107 milyon TL seviyesine ulaştı. FAVÖK marjı da %24,10'a yükseldi. Şirketin net kârı, sahip olduğu nakit gücü sayesinde menkul kıymet değerlendirme ve satışlarından elde edilen 1,8 milyar TL'lik kâr ile desteklendi. Bu güçlü nakit pozisyonu, zorlu koşullarda bile şirketin ayakta kalmasını sağladı. Genel olarak, makroekonomik koşulların yumuşamasıyla faaliyetlerin kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz.	27,33	6,11	73,92
PLTUR	OLUMLU	Şirket, hasılatını %28,93 artışla 1,8 milyar TL'ye yükseltti. Hasılatındaki bu artış, geçmiş dönemlerden kalan ve bu çeyrekte alınan yeni iş anlaşmalarından geldi. Operasyonel karlılık da oldukça güçlü bir seyir izledi ve FAVÖK, bir önceki yılın düşük baz etkisiyle birlikte %109,75 artarak 436 milyon TL'ye ulaştı. Bu performans, FAVÖK marjının 1675 baz puan artışla %29,5 seviyesine gelmesini sağladı ve son dönemin en iyi ikinci FAVÖK marjı olarak kaydedildi. Şirket, bu zorlu çeyrekte bile güçlü finansal sonuçlar sergilemeye devam etti.	10,49	0,94	5,07



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	KİMYA - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AYGAZ	OLUMLU	LPG pazarı daralmaya devam etse de , Aygaz, otogazdaki pazar payını %21,9'dan %22,8'e yükselterek kombine pazar payını %25'ten %25,7'ye çıkardı. Toplam LPG satış tonajı %1 düşüşle 598 bin ton olarak gerçekleşti. Azalan Sonatrach (SP) fiyatları nedeniyle 364 milyon TL'lik stok zararı oluştu. Şirketin Bangladeş'teki yatırımı olan United Aygaz'ın (UA) satış tonajı, Türkiye pazarından pozitif ayrılarak 6 ayda %85'lik bir artışla 291 bin tona ulaştı. FAVÖK, geçen sene 670 milyon TL zarar etkisi olan Sendeo'nun özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilmesi sayesinde, yıllık %949 artışla 610 milyon TL'ye yükseldi. Net kârda ise 732 milyon TL'lik EYAŞ etkisi, Sendeo'dan gelen 228 milyon TL'lik negatif etkiyi telafi etti. Aygaz, yılın geri kalanı için tüplügazda 220-230 bin ton, otogazda ise 755-785 bin ton satış tonajı ve tüplügazda %41-43, otogazda %22-23 pazar payı beklentilerini korudu. Genel olarak, bu sonuçlar olumlu karşılanmakla birlikte, üçüncü çeyrekte geçen yılki düşük baz etkisinin yerini güçlü bir baz etkisine bırakacağını değerlendiriyoruz.	13,69	0,65	13,86
TUPRS	OLUMLU	Satış kırılımına baktığımız zaman 2025 2.çeyrekte ana iş olan rafinaj satış geliri daralması %19,9 olarak gerçekleşirken Satış hacmine baktığımızda ise 2025/6 kümüle satış rakamı 14 milyon ton olarak gerçekleşirken geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %5,4'lük daralma meydana gelmiştir. İç tarafta(10,4 milyon ton) motorin ve bitüm talebinden kaynaklı daralma %2 olurken ihracat tarafında ise %14'lük daralma meydana gelmiştir. Şirketin beyaz ürün verimi ise 7,8 puanlık artışla %82,2 olarak gerçekleşmiştir. . Net rafineri marjında çeyreksele toparlanma görsek de zayıf ekonomik ortam ve yüksek arz baskısının sürdüğünü görmekteyiz. Yeni normallerin bu seviyelerde olduğu koşullar altında operasyonel süreç ve karlılık sağlıklı ilerlemektedir. Yıl sonu net rafineri marjı beklentisinde değişime gidilmezken 2.çeyrek sonrası süreçte Temmuz ayı için marjların daha da iyi gittiğini söyleyebiliriz.	16,58	1,09	6,48
BRISA	NÖTR	Türkiye'de toplam otomotiv pazarı yılın ilk yarısında %5 artış gösterirken Türkiye yenileme lastik pazarında binek ve hafif ticari araç lastikleri %7 , ağır ticari araç lastikleri ise %18 oranında daralma gösterdiğini görmekteyiz. BRISA'ya baktığımızda ise Tonaj bazlı satışlarda toplam satışlar yatay seyrederken yurt içi satış tonajı %4,2 daralırken yurtdışı satış tonajı 2025 2.çeyrekte %7,6 artış göstermiştir. Yurtdışı operasyonlarında Bridgestone'un %20,5 ile güçlü büyümesini dikkat çekici bulmaktayız. Özetle 2025 1.çeyrekte kötü gidişin iç pazarda hala sürdüğünü ihracat tarafında ise hafif de olsa toparlanma görmekteyiz.. Özetle yurtdışı operasyonları için en kötü geride kaldı düşüncesi içerisinde olurken iç pazardaki toparlanma için otomotiv sektörü korelasyonu yüksek bir şirket olduğu için haber akışları ve sektörel verileri takip etmeye devam edeceğiz	A.D	1,16	8,54
PETKM	SINIRLI OLUMLU	Genel olarak baktığımızda zayıf sonuçlara rağmen beklentinin hafif üzerinde sonuçları SINIRLI POZİTİF değerlendirmekteyiz. Kısa vadeli fiyatlamada pozitif etki beklesek de sektördeki talep yönlü sorunlar ve arz fazlasının oluşturmuş olduğu fiyat baskısının marjları negatif yönlü etkilemesinin yanı sıra yüksek finansman giderlerinin karlılığı baskıladığı ortamın devam etmesiyle beraber konjonktürel olarak orta-uzun vadeli şirketi ve sektörün yatırım cazibesinin sınırlandığını düşünmekteyiz.. 2025 3.çeyrek için temkinli iyimserlik koşulu altında marjlarda toparlanma beklentisi içerisinde olsak da sektör için hala toparlanma görmemekteyiz.	A.D	0,81	0,00
KOPOL	SINIRLI OLUMSUZ	Şirket, 35,1 milyon dolar hasılat, 5 milyon dolar FAVÖK ve 2,4 milyon dolar net kâr elde etti. Üretim tarafında plastifiyan ve cips gruplarında sırasıyla %19,52 ve %47,95 oranında düşüş yaşanırken, elyaf grubunda %1,38'lik artış gözlemlendi. Satış tonajları da üretime paralel olarak düşüş gösterdi; elyaf satışları %4,94 artarken, polyester elyaf %21 ve plastifiyan satışları %25,27 azaldı. Satış gelirleri %13,78 düşüşle 35,1 milyon dolara geriledi. Artan maliyetler nedeniyle brüt kârlılık %34,41 düşerek 4,8 milyon dolara geriledi ve brüt kâr marjı 447 baz puan azalışla %13,63 oldu. Operasyonel kârlılık da FAVÖK'ün %33,59 düşüşle 5 milyon dolara gerilemesiyle baskı altında kaldı. Net kâr ise finansman giderlerinin azalması ve ertelenmiş vergi geliri sayesinde çeyreklik bazda toparlanma gösterdi. Koza Polyester, dolar bazlı bilançoya sahip olduğu için enflasyon muhasebesine tabi değil.	38,71	1,96	13,42



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

TRILC	SINIRLI OLUMLU	Türk ilaç, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 732 milyon TL hasılat, 149 milyon TL FAVÖK ve 252 milyon TL net zarar bildirdi. Şirketin satışları, DADS kurunun etkisiyle %27,28 oranında azaldı. Ancak, maliyetleri %39,8 oranında düşürmesiyle brüt karını %40,75 artırarak 220 milyon TL'ye çıkardı. Operasyonel verimliliğin artmasıyla FAVÖK, %82,11 artışla 149 milyon TL oldu. Finansman giderlerindeki önemli artış nedeniyle şirket, geçen yılın net karından bu çeyrekte net zarara döndü. Şirket, B12, D3, C vitaminleri, Deksketprofen ve Hepatit B gibi çeşitli ürünlerin üretimini ve satışını yapıyor. Gelecek dönemde iş ilişkilerinin ön planda olması ve DADS etkileşiminin artmasıyla sınırlı bir iyileşme bekleniyor.	0,00	2,23	11,47
KBORU	OLUMLU	Kuzeyboru, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 1,26 milyar TL hasılat, 207 milyon TL FAVÖK ve 342 milyon TL net kar elde etti. Şirket, temiz su, atık su, doğal gaz ve telekomünikasyon gibi çeşitli altyapı projeleri için boru üretiyor ve 223 bin tonluk üretim kapasitesine sahip. Satışlar %3,53 oranında azalsa da, brüt kar marjı %23,46 seviyesinde gerçekleşti. Maliyetlerdeki artışa rağmen FAVÖK marjı %18,76'ya yükseldi ve beklentilerin üstünde kaldı. Net kar, artan net parasal kazanç ve yatırım teşviklerinin etkisiyle %45,8 artış gösterdi	12,79	2,31	24,95
MEDTR	SINIRLI OLUMLU	Meditera Tıbbi Malzeme, 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 619 milyon TL hasılat, 83 milyon TL FAVÖK ve 20 milyon TL net zarar açıkladı. Şirketin satışları yıllık %23,93 artışla 619 milyon TL'ye yükselirken , ihracat odaklı büyüme devam etti ve yurt dışı satışların payı %60'tan %62'ye çıktı. Maliyetlerdeki artışa rağmen brüt kârın beklenenden az daralarak 204 milyon TL'de kalması olumlu bir gelişme olarak yorumlandı. Operasyonel kârlılıkta da toparlanma sinyalleri görülürken, FAVÖK %8,02 gibi sınırlı bir düşüşle 83 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Şirketin net zararının asıl nedeni, TMS 29 kapsamında uygulanan enflasyon muhasebesi olup, aslında reel bir zarar bulunmadığı ve kârlılığa doğru emin adımlarla ilerlediğini takip ediyoruz. Gelecek yıllar daha iyimser olacaktır.	A.D	1,49	11,25
EGGUB	OLUMLU	Ege Gübre, 2025'in ikinci çeyreğinde beklentilerle paralel sonuçlar açıkladı. Şirket, 738 milyon TL hasılat, 279 milyon TL FAVÖK ve 175 milyon TL net kâr elde etti. Şirket, maliyetleri optimize etme konusunda başarılı oldu; yurt dışı satışları ve sarf giderlerini azaltarak maliyetleri %20,67 oranında düşürdü. Bu durum, brüt kârı %3,73 artırarak 383 milyon TL'ye yükseltti ve brüt kâr marjını %47,99'a çıkardı. Operasyonel verimlilikteki artışla birlikte FAVÖK marjı da %36,32'ye ulaşarak şirketin tarihsel ortalamasındaki en iyi seviyelerden birine ulaştı. Şirketin net kârı altı aylık dönemde %294 artış gösterdi.	24,13	1,48	11,23
ISKPL	OLUMLU	Işık Plastik 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel bir şekilde 574 milyon TL hasılat, 161 milyon TL FAVÖK ve 40 milyon TL net kâr açıkladı. Şirketin satışları levha grubundaki daralma nedeniyle %17,64 düşüş gösterse de, maliyet optimizasyonu sayesinde satışların maliyeti %31,41 azaldı. Bu durum, brüt kârın %26,94 artışla 209 milyon TL'ye yükselmesini sağladı. Operasyonel kârlılık, artan amortisman girişleri ve diğer faaliyet gelirlerinin desteğiyle güçlenerek FAVÖK'ü %76,85 oranında artışla 161 milyon TL'ye çıkardı. Ana faaliyet alanı olan levha grubunun gelecekteki performansının finansal sonuçları şekillendireceğini hatırlatmış olalım.	33,43	4,39	36,25
DEVA	NÖTR	Deva Holding, 2025'in ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 4,2 milyar TL hasılat, 215 milyon TL FAVÖK ve 499 milyon TL net kâr açıkladı. IQVIA verilerine göre, şirket Türkiye pazarının aksine kutu bazında satışlarını düşürürken , TL bazında satışlarını artırdı. Kutu bazında pazar payı %4,6'ya gerilerken, TL bazında 4. sıradan 7. sıraya düştü. da, bu durumun döviz kurundaki sıkı duruş ve kâr marjları üzerindeki baskıdan kaynaklandı.. Şirketin DMO'ya 22 milyon kutu ve 371 milyon TL, hastanelere ise 5,5 milyon kutu ve 142 milyon TL tutarında satış yaptığını takip ettik. Deva Holding, 2025'in ilk altı ayında 1.4 milyar TL yatırım yaparak Çerkezköy'deki tesis çalışmalarına devam ediyor. Brüt kar marjlarına yönelik çalışmalar daha çok önem arz etmeye başladığını vurgulamak isteriz.	0,00	0,54	8,37



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



GUBRF	OLUMLU	Gübre Fabrikaları (GUBRF), 2025 yılı ikinci çeyrek finansal sonuçlarında beklentilerle uyumlu bir performans göstererek 8,5 milyar TL hasılat, 2,3 milyar TL FAVÖK ve 1,3 milyar TL net kâr açıkladı. Şirket, global gübre pazarındaki toparlanma ve mevsimsellikten yararlanarak satış tonajında önemli artışlar elde etti. İlk 6 ayda üretim %14,9 artışla 345 bin tona ulaşırken, satışlar tonaj bazında %16,7 artarak 998 bin ton seviyesine yükseldi. Güçlü satış hacmi, gelirlerin %67,19 artmasını sağladı. Maliyetlerdeki dengeli seyir sayesinde brüt kâr %245,50 artarak 2,67 milyar TL'ye, FAVÖK ise %337,05 artışla 2,3 milyar TL'ye ulaştı. Bu sonuçlar, Gübre Fabrikaları'nın operasyonel kârlılığının verimli bir şekilde devam ettiğini gösteriyor. Ayrıca, bağımsız denetçi tarafından Razi olayıyla ilgili olarak şartlı olumlu bildirim yapıldığı ve 330 milyon dolarlık bir davanın bulunduğu hatırlatalım. Şirketin Razi'nin satış sürecini yakından takip ettiği ve bu durumun finansallara olası etkisi kısmen de önemseniyor.	17,08	4,03	13,11
AKSA	OLUMSUZ	Şirket, 7 milyar TL hasılat elde ederken, 1,1 milyar TL FAVÖK ve 23 milyon TL net zarar açıkladı. Pazardaki zorlu koşullara rağmen şirket, 132 bin ton sevkiyatla küresel pazar payının %25-26'sını korumayı başardı. FAVÖK, artan maliyetler nedeniyle bir önceki yıla göre %14,86 düşüşle 1,1 milyar TL'ye gerilese de, son dört çeyreğin en iyi seviyesinde yer aldı. Operasyonel karlılıktaki bu baskılanmaya karşın, teknik elyaf tarafında büyüme sürdü ve 7000 ton/yıl kapasiteli yatırımın ilk fazı devreye alındı. DowAkse'nin Temmuz 2025 itibarıyla Akse Akrilik'e tam iştirak olarak katılmasıyla, gelecekteki operasyonel karlılığın artması bekleniyor. Şirket, yıl sonunda %80'lik kapasite kullanım oranı, 75 milyon dolarlık yatırım ve %12-16 FAVÖK marjı bekliyor	120,10	1,54	13,59
HEKTS	OLUMSUZ	Şirket, 1,49 milyar TL hasılatla birlikte 372 milyon TL FAVÖK ve 637 milyon TL net zarar kaydetti. Satışlar %5,21 oranında daraldı. Operasyonel karlılığın ise yumuşak iniş koşullarının oluşmaması ve sektöre ters bir performans sergilemesi nedeniyle katkı sağlayamadığı belirtiliyor. Şirketin dibe vuruştan sonra kademeli olarak toparlanacağını, ancak bunun sektör geneline göre daha geç gerçekleşeceğini değerlendirmekteyiz. Şirket, tarım ilaçları sektöründeki lider konumunu koruma çabasını sürdürüyor.	A.D	2,67	A.D
ALKIM	NÖTR	Şirket, bu çeyrekte 1,11 milyar TL hasılat, 54 milyon TL FAVÖK ve 37 milyon TL net kâr elde etti. Üretim ve satışlar tonaj bazında sırasıyla %11,34 ve %5,08 oranında azaldı. Operasyonel kârlılıkta ise bir önceki yılın yüksek baz etkisi ve faaliyetlerdeki dengelenme çabaları nedeniyle bir baskı görüldü. FAVÖK %63,61 düşüşle 54 milyon TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı %8,41 ile son dönemin en düşük seviyelerinden biri olarak kaydedildi. Şirketin zorlu koşullara rağmen ertelenmiş vergi geliri sayesinde net kâr elde etmesinin önemli olduğu belirtilirken, toparlanmanın kademeli ve gecikmeli olacağı hatırlatmak isteriz.	A.D	1,34	20,15



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	KONAKLAMA, KİRALAMA/FAKTÖRİNG, METAL ANA - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
MARTI	OLUMLU	Martı Otel, 2025 yılının ilk çeyreğinde, turizm sezonu olmamasına rağmen güçlü finansal sonuçlar elde ederek beklentilere paralel bir performans gösterdi. Şirket, bu dönemde 347 milyon TL hasılat, 44 milyon TL FAVÖK zararı ve 90 milyon TL net kâr açıkladı. Gelirlerinin büyük bir kısmı, konsolide ettiği Martı GMYO da dahil olmak üzere turizm ve otelcilik faaliyetlerinden gelmektedir. Şirket, Martı Myra Otel ve Martı Marina gibi varlıklara sahiptir. Şirketin bu çeyrekte hem TL hem de avro bazında güçlü sonuçlar elde ettiğini değerlendiriyoruz. 2025 yılında avro bazında reel büyüme bekliyoruz.	10,09	0,45	247,29
ISFIN	OLUMLU	Finansal kiralama sektörü, 2025'in ilk altı ayında %40'lık bir artışla 3,85 milyar dolarlık işlem hacmine ulaştı. Sektörde en büyük işlem hacmi payını iş ve inşaat makinesi yatırımları sağlamaktadır. ISFIN, bu sektörün yanı sıra faktoring alanında da faaliyet göstererek rakiplerinden pozitif ayrışıyor. Şirketin hem faktoring hem de finansal kiralama gelirleri güçlü bir şekilde büyüdü. İkinci çeyrekte faktoring gelirleri yıllık %53,2 artışla 2,9 milyar TL'ye, finansal kiralama gelirleri ise %21,5 artışla 1,3 milyar TL'ye ulaştı. Net faaliyet kârı %105,02 artışla 1,44 milyar TL'ye, net kâr ise %96,18 artışla 967 milyon TL'ye yükseldi. Bu güçlü sonuçlar, BDDK verileri doğrultusunda finansal kiralama ve faktoring şirketlerinin pozitif ayrışacağı beklentisini destekliyor. Şirket, küresel ve yerel konjonktürden bağımsız olarak KOBİ'lere ve reel sektöre olan desteğini artırmayı hedeflerken, enerji verimliliği ve yenilenebilir enerji yatırımlarına da alternatif finansman çözümleri sunuyor. Son dönemde Uluslararası Finansman Kurumu'ndan sağladığı 100 milyon dolarlık uzun vadeli kredi sözleşmesi de bu stratejiyi destekler nitelikte olduğunu vurgulamak isteriz.	4,95	1,26	20,77
EREGL	NÖTR	2025 2.çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %17,9 daralma gerçekleştiğini görmekteyiz. İç Pazar satışlarında %17,6'lık daralma gözlemlenirken yurtdışı satışlarda ise %23,5'luk daralma gerçekleşmiştir. Ton bazlı satışlarda ise toplam daralma %9,6 olarak gerçekleşirken 1,739 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Yassı mamül satışları ise %10,9 daralma gösterirken uzun mamül satışları %3,2 büyüme göstermiştir. Karlılığa baktığımızda emtia fiyatlarındaki düşüşten kaynaklı çeyreklik anlamda brüt kar marjında toparlanmanın etkisiyle beraber bir ivme görsek de 2025 2.çeyrekte faaliyet giderlerindeki artıştan kaynaklı pozitif etkinin törpülendiğini görmekteyiz. Çeyreklik anlamda hacim bazlı beklentilerin aşağısında sonuçlar görünürken ton başı favok'un ise piyasa beklentisinin hafif üzerinde 64 dolar seviyesinde gerçekleştiğini izliyoruz. Toparlanma görsek de yeterli olmamakla beraber Çin'in etkisiyle fiyatlardaki zayıf seyrin devamını izlemekteyiz. Yılın ikinci yarısında ürün fiyatlarıyla ilgili temkinli iyimserliğimizi korumayı sürdürmekteyiz.	39,37	0,77	16,65
KRDMD	SINIRLI OLUMLU	Yılın ilk yarısı tonaj bazlı satışlara baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre ham çelik %24 haddelenmiş çelik ise %12,3 artış gösterdiğini görmekteyiz. Ciroya baktığımızda ise tonaj bazlı satışta artış görsek de satışların ortalama %7 daraldığını görmekteyiz. Diğer ürün gruplarında ise yılın ilk yarısında %4,9 satış daralması meydana gelmiştir. KRDM üretilen verilerine baktığımızda daralmanın görece sınırlı gerçekleşmesini sınırlı pozitif değerlendirmekteyiz. Önümüzdeki dönemde faiz indirim döngüsüyle beraber finansal giderlerde azalmanın etkisi ve inşaat sektöründe canlanma potansiyeliyle beraber karlılıkta toparlanma beklesek de Çin'in etkisiyle fiyatlardaki zayıf seyrin baskısını bir süre daha devam etmesini beklemekteyiz. Yılın ikinci yarısında ürün fiyatlarıyla ilgili temkinli iyimserliğimizi korumayı sürdürmekteyiz.	A.D	0,59	11,12



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 2.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KCAER	OLUMLU	Yılın ilk yarısında toplam satış hacmi %19,7 artış gösterirken katma değerli profillerde hacimsel artış %49,1 olarak gerçekleşmesi ve toplam payının %46,9'lara çıkmasını pozitif değerlendirmekteyiz. 2025 2.çeyrek özelinde satış hacmine baktığımızda ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %19,1 artış meydana gelirken katma değerli profillerdeki artış %36,5 olarak gerçekleşmiştir. Özetle artan hacimler , katma değerli profillerin payının artması ve güçlü büyümesi , diğer ürün gruplarındaki daralmanın katma değerli profillerdeki artış ile nötrlenmesini güçlü pozitif yorumlamaktayız. Sektöre baktığımızda KCAER'in operasyonlarının niş olmasından kaynaklı hem küresel hem de iç pazar çelik üretim satış ortalamalarının üzerinde büyüme göstermesini defansif özellik olarak nitelendirmekteyiz. . Önümüzdeki dönemde ihracatın payının artarak devam etmesi ve kar marjı yüksek katma değerli ürünlerin payının artış eğiliminin devamını kötü giden sektör koşullarına rağmen hacimsel büyüme ve güçlü duruşu sayesinde ayırdığını bir kez daha yinelemekteyiz. Faiz indirim döngüsünün etkisi ve yılın ikinci yarısı ürün fiyatlarında temkinli iyimser beklentimiz sayesinde marjlarda artışın sürmesini beklemekteyiz 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 13.1 milyar TL hasılat, 96 milyon TL FAVÖK ve 30 milyon TL net kâr elde etti. Şirketin üretim hacimleri, özellikle kütük ve fason inşaat demiri üretimindeki artışlarla güçlü bir seyir izledi. Yarı mamul satışları, piyasa ortalamasının altında bir fiyatlama stratejisiyle %1029 oranında artış göstererek önemli bir etken oldu. Şirketin kârlılığını artıran ana unsurlar yüksek kâr marjına sahip liman ve enerji faaliyetleri oldu. IZENR konsolidasyonunun esas faaliyet ve net kâra önemli katkılar sağladığı belirtildi. Operasyonel kârlılıkta ise FAVÖK marjı 795 baz puan artışla %3,25'e yükseldi. IZENR ve liman faaliyetlerinin katkıları ile kütük fiyatlarındaki iyileşmenin geleceğe yönelik iyimserliği artırdığını vurgulamak isteriz.	105,68	2,67	14,99
IZMDC	SINIRLI OLUMLU	Şirket, 262 milyon TL hasılat, 73 milyon TL FAVÖK ve 220 milyon TL net kar bildirdi. da, Karayolları Genel Müdürlüğü'ndeki işlerden 90 gün, diğer işlerden ise 100 günlük tahsilat süreleri nedeniyle son faturalandırma süreçlerinin Temmuz-Eylül dönemine sarkmasının, bu çeyrekteki gelirlerin düşük kalmasına yol açtığı belirtiliyor. Yeni fabrikanın faaliyete geçmesi de 25 Temmuz'u bulduğu için bu çeyrek finansallarına etkisi olmadı. Hasılatın daralmasına rağmen, FAVÖK marjındaki düşüşün sınırlı olması, şirketin operasyonel karlılığının diri kaldığına işaret ediyor. Gelecek dönemlerin daha iyimser olduğunu vurgulamak isteriz.	1.320,55	0,58	43,89
TCKRC	SINIRLI OLUMSUZ		23,62	2,59	21,57



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



KOD	BİLANÇO FİKRİ	METAL EŞYA - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ARCLK	NÖTR	İç pazara detaylı baktığımız zaman beyaz eşya talebinde iyileşme görürken klima ve tv'de güçlü ivmenin devamını görmekteyiz. Uluslararası pazarda ise şirketin satışlarının %48'ini oluşturan Batı-Doğu Avrupa bölgesinde 2025 1.çeyrekte gördüğümüz toparlanma ve satış hacminde artış hızının 2025 2.çeyrekte azaldığını görmekteyiz. Karlılığa baktığımızda ise düşüş eğiliminde olan hammadde fiyatlarından ve pariteden kaynaklı oluşan pozitif etkinin devamıyla brüt kar çeyreklik hafif geri çekilse de toparlanma eğiliminin devam ettiğini görmekteyiz. FAVOK marjında ise satın almalarından dolayı oluşan sinerjiyle ve brüt kar marjında toparlanma eğiliminin devamıyla birlikte artışın devamını görmekteyiz. Sonuç olarak beklenti üzeri satış karlılık pozitif fakat finansman giderlerinin oluşturduğu baskının devam ettiğini görmekteyiz. Sektörel toparlanmayı henüz görmesek de işiğin biraz daha yakın olduğunu düşünmekteyiz.	A.D	1,43	11,73
TTRAK	NÖTR	İç pazar zorlu koşullar altında baskılanmaya devam ederken ihracata baktığımızda ilk çeyrek adetsel satış daralması %45'lerdeyken 2025 2.çeyrekte de kötü seyrin sürdüğünü fakat ilk çeyreğe görece sınırlı daralma görmekteyiz. Yılın ilk 6 ayına baktığımız zaman ise üretimde %38 daralma görürken satışlarda %42'lik daralma gerçekleşmiştir. Çeyrekse anlamda karlılıkta hafif de olsa toparlanma görsek de hacimsel etkilerin negatifliğinin yıl boyu devam edeceğini düşünmekteyiz. Şirketin ana hikayesinin hala tarım için ayrılan bütçenin artması , TR traktör yaşının görece yüksek olması ve faiz indirim patikasının finansmana erişimi kolaylaştırması oluşturmaktadır.	55,65	4,22	15,68
TOASO	OLUMLU	Stellantis etkisiyle birlikte yılın ilk yarısında toplam satış adetlerinin %14,8 artarak 115.903 adete çıktığını , iç Pazar satışlarının %31,5 , ihracatın ise %33,2 azaldığını görmekteyiz. Türkiye Hafif Ticari Araç pazarına baktığımızda ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %5,2 artış gösterdiğini görmekteyiz. Pazar üzeri büyümenin temel sebebinin Stellantis satın alımı sonucu olduğunu göz önünde bulundursak da sonuçları pozitif değerlendirmekteyiz. Maliyet baskıları , Çin etkisi sebebiyle oluşan rekabetçi piyasa ve fiyatlandırma stratejilerinin karlılığı baskılamaya devam ettiğini görmekteyiz. Yılın ikinci yarısında marjlarda görece toparlanmanın etkilerini daha fazla görmeyi beklemekteyiz.	125,86	2,55	65,14
OTKAR	OLUMLU	Toplam satışlara baktığımızda ise 2025 2.çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre büyümenin %43,3 ile 1799 adet olarak gerçekleşmesini pozitif değerlendirmekteyiz. Bunlara ek olarak toplam satışların içerisindeki özellikle askeri araçların ihracat payının artarak devam etmesinin önemli bir katalizör olduğunu düşünmekteyiz. Backlog güçlü devam ediyor 2025 2.çeyrek itibarıyla 877 milyon avro (857 milyon avro Romanya). OTKAR'ın hem adetsel anlamda hem de güçlü marj büyüme hem de Avrupa'nın 4.büyük otobüs üretici konumunda olması ve savunma segmentinde güçlü büyümesi sayesinde önemli bir oyuncu olduğunu düşünmekteyiz	A.D	7,67	63,84



FROTO	OLUMLU	İç pazarda 2025 2.çeyrekte %2'lik artış ile 25.649 adet olurken y.dışı satışlarda %46'lık güçlü büyümeyle 166.429 adet olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. İç pazarda ticari araç segmenti 2025 2.çeyrekte de adetsel anlamda %28 artış gösterirken Avrupa'da ticari araç pazarı %13 daralırken şirketin güçlü araç portföyü ve güçlü satış rakamları sayesinde %17,7'lik Pazar payı elde etmiştir.(önceki %14,6). Otomotiv sektörünün çoğunda olduğu gibi FROTO özelinde de maliyet baskıları , fiyatlandırma stratejileri gibi unsurlar brüt karı baskımlarken FAVOK marjında iyileşmenin sürmesini pozitif değerlendirmekteyiz. Yılın ikinci yarısı için iç pazarda oluşan baskının yılın ikinci yarısı itibariyle toparlanmasını beklerken Avrupa'da otomotiv sektörünün hasar aldığı bir dönemde yurtdışı operasyonlarındaki güçlü ve sürdürülebilir büyümeyi pozitif değerlendirmekteyiz.	13,11	2,86	12,68
JANTS	OLUMSUZ	Adetsel üretime bakarsak yılın ilk yarısında üretim %22 satışlar %20 daralırken 2025 2.çeyrekte üretimde ve satışlarda %12 daralma ile negatif seyrin devamını görmekteyiz. Yılın ilk yarısındaki sektördeki daralmanın temel sebeplerini daralan iş hacmi , hem iç piyasa hem de küresel tarafta otomotiv sektöründeki yapısal sorunlar , iç tarafta krediye erişimde yaşanan zorluklar , yüksek faiz ortamı oluşturmaktadır. 2025 2.çeyrek itibariyle otomotiv sektöründe hem iç tarafta hem de küreselde hafif de olsa toparlanma görsek de otomotiv yan sanayi gruplarda kötü gidişatin devamını izlemekteyiz. Yılın ikinci yarısı potansiyel toparlanmanın etkilerini kar marjları üzerinde görmeyi beklerken henüz sektörel dönüşün oluşmadığını düşünmekteyiz.	0,00	2,96	38,93
BFREN	SINIRLI OLUMLU	Bosch Fren, 2025'in ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 702 milyon TL hasılat, 90 milyon TL FAVÖK ve 2 milyon TL net kar açıkladı. Şirket, otomobil ve hafif ticari araçlar için hidrolik fren sistemleri üreten ve satan otomotiv sektörünün önde gelen firmalarından biridir. Yakın zamanda gerçekleştirdiği %300 bedelli sermaye artışıyla faaliyetlerini güçlendirmeyi hedefliyor; bu sermayenin %25'i yatırım, %60'ı borç ödemesi ve %15'i işletme sermayesi için kullanılacak. İç pazardaki rekabetçi fiyatlandırma ortamı sayesinde şirket, iç satışlarını %12 oranında artırdı. Maliyetlerdeki artışlara rağmen FAVÖK'ü %4,88 artışla 90 milyon TL'ye yükseltti. Şirketin finansalları bedelli sermaye artışının olumlu etkisi nedeniyle "sınırlı olumlu" olarak değerlendiriyoruz.	327,41	52,12	82,60
ALVES	OLUMLU	Alves Kablo, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 2,6 milyar TL hasılat, 562 milyon TL FAVÖK ve 42 milyon TL net kâr elde ederek beklentilere paralel sonuçlar açıkladı. Şirketin satışları yıllık bazda %64,5 artış gösterirken, brüt kârı %81,85 artarak 599 milyon TL'ye yükseldi. Yeni yatırımlar sayesinde maliyetlerin dengelendiği ve iş ilişkilerinin 6 milyar TL'ye ulaştı. Operasyonel kârlılık güçlenmeye devam etti ve FAVÖK %78,87 artışla 562 milyon TL'ye ulaştı. Net kâra dönüşü olumlu karşılarken, şirketin borçluluk seviyesinin yatırım planları dahilinde normal olduğunu vurgulamak isteriz. Yeni yatırımların etkisinin finansallara yansıdığı ve 2025-2026 yıllarında kârlılığın artarak devam edeceği beklentimiz mevcuttur.	44,32	2,48	7,17



EUPWR SINIRLI OLUMSUZ

Europower Enerji'nin 2025 yılı ikinci çeyrek bilançosuna göre şirket, 1,26 milyar TL hasılat, 84 milyon TL FAVÖK ve 24 milyon TL net kâr ile beklentilere paralel sonuçlar elde etti. Ancak, iş süreçlerinin tamamlanma sürelerindeki uzama, hasılatla gözle görülür bir daralmaya yol açtı ve bu nedenle hasılat %29,39 düşüşle 1,26 milyar TL'ye geriledi. Maliyetlerdeki artış ve hasılattaki düşüş, brüt kârın %60,68 oranında daralarak 208 milyon TL'ye gerilemesine neden oldu. Operasyonel kârlılık da bu durumdan olumsuz etkilendi ve FAVÖK %78,8'lik bir düşüşle 84 milyon TL'ye geriledi. Şirket, 2025 yılı sonunda 330 milyon dolar hasılat, 75,9 milyon dolar brüt kâr, 52,8 milyon dolar FAVÖK ve 39,6 milyon dolar net kâr beklemeye devam ediyor. Yılın ikinci yarısının daha iyi olacağını değerlendiriyoruz.

57,94 2,23 17,64

ASTOR OLUMLU

Şirketin satışları önceki çeyrekteki baskılı baz etkisine rağmen yatay seyrederek 6,94 milyar TL olarak gerçekleşti. Satışların %49,6'sı ihracattan, %50,4'ü ise yurtiçi satışlardan oluştu. Astor'un operasyonel karlılığı güçlü seyrini sürdürdü ve FAVÖK'ü %7,47 artışla 2,55 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı 174 baz puanı artışla %32,42 olarak sonuçlandı. Şirketin 769 milyon dolarlık güçlü bir backlogu bulunuyor. Şirketin finansallarının olumlu değerlendiriyoruz. Yeni fabrikanın geleceğe dair daha iyimser beklentiler yarattığını vurgulamak isteriz.

22,28 4,40 14,18

EGEEN OLUMSUZ

Şirket, 1,2 milyar TL ciro, 76 milyon TL FAVÖK ve 30 milyon TL net kâr açıkladı. Otomotiv yan sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirket, ticari araçlar için dingil ve süspansiyon sistemleri üretiyor ve ürünlerini hem yurt içinde hem de Avrupa ve Amerika gibi küresel pazarlara ihraç ediyor. Ancak, sektördeki baskılar ve artan maliyetler nedeniyle ciro %16,18, brüt kâr ise %59,38 oranında azaldı. FAVÖK'te de %75,26'lık bir düşüş yaşandı ve FAVÖK marjı %10,94 ile son dönemin en düşük seviyesine geriledi. Bu olumsuz tablo, şirketin toparlanmasının önümüzdeki çeyrek veya yıllara kalabileceğini gösteriyor.

83,61 3,61 39,65



KOD	BİLANÇO FİKRİ	MOBİLYA-PERAKENDE TİCARET / YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KLSYN	OLUMLU	Koleksiyon Mobilya'nın satış stratejisi, perakende satışlardan çok, katma değerli ürünlerle kurumsal ve toplu projelere odaklanıyor. 2025'in ilk altı ayında satışlar, bir önceki yıla göre %15 artışla 912,63 milyon TL'ye ulaştı. Satışların %79'u yurt içine, %21'i ise yurt dışına yapıldı. En büyük satış kalemi ise %82 ile toplu proje satışları oldu. Birikmiş işler güçlü kalmaya devam ediyor; 30 Haziran itibarıyla faturalandırılmış işlerin toplam bedeli 864,96 milyon TL olarak kaydedildi. Şirketin operasyonel kârlılığı güçlü bir şekilde devam ediyor. Yılın ilk altı ayında FAVÖK, yıllık bazda %72 artışla 142,38 milyon TL'ye çıktı. FAVÖK marjı ise 519 baz puan artarak %15,6'ya ulaştı. Bu artış, mobilya ve ağaç sektöründe PMI verilerinin zorlandığı bir ortamda olumlu bir gelişme olarak kabul edildi. Şirketin Tekirdağ fabrikası çatısına kurduğu GES ile %100'den fazla elektrik üretimi yaparak maliyetleri düşürmesi de dikkat çekiyor. Bu olumlu finansal görünüm doğrultusunda, yılsonuna doğru FAVÖK marjının kademeli olarak %25 seviyesine ulaşması ve dördüncü çeyrekte zirve yapmasını bekliyoruz.	11,57	0,96	6,30
GENTS	OLUMSUZ	Gentaş Dekoratif, 2025'in ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 1,09 milyar TL hasılat, 61,4 milyon TL FAVÖK ve 33,75 milyon TL net kâr açıkladı. Şirketin satışları yıllık bazda %3 artışla 1,09 milyar TL'ye ulaşsa da , artan maliyetler brüt kârın %22,49 oranında daralarak 229,05 milyon TL'ye gerilemesine neden oldu. Operasyonel kârlılıkta ciddi bir zayıflama gözlemlenirken , FAVÖK %64,88 daralma ile 61,4 milyon TL'ye düştü. Bu durum, şirketin son dönemdeki en düşük FAVÖK marjlarından birine yol açtı. Ayrıca, 13 Mart 2025'te meydana gelen yangınla hasar gören Wermodin tesisinde 198 milyon TL ön avans tahsil edildiği ve tazminat süreçlerinin devam ettiği belirtildi. Şirketin zorlu koşullardan etkilenmeye devam ettiğini vurgulamak isteriz.	A.D	2,39	20,56
DGNMO	OLUMSUZ	Doğanlar Mobilya, 2025 yılının ikinci çeyreğinde beklentilere paralel ancak olumsuz finansal sonuçlar kaydetti. Şirket, 3,18 milyar TL ciro, 162 milyon TL FAVÖK zararı ve 898 milyon TL net zarar açıkladı. Makroekonomik koşullar nedeniyle 12 şubesini kapattı ve yurt içi faaliyetlerinde franchise sayısını azalttı. Ciroda bir önceki çeyreğe göre iyileşme gözlemlense de , artan maliyetler brüt kârı ve kâr marjını düşürdü. Brüt kâr %53,36 azalarak 597 milyon TL'ye geriledi ve brüt kâr marjı %24,44 ile son dönemin en düşük seviyesine düştü. Maliyet artışları ve faaliyet giderlerindeki artışlar sonucunda şirket FAVÖK zararı kaydetti. Bu gelişmeler, şirketin toparlanma sürecinin henüz erken aşamada olduğunu gösteriyor.	A.D	0,99	41,12
TKNSA	OLUMLU	Tüketici elektroniği pazarının genel olarak daraldığı bir dönemde, şirket cirosunu %0,3 oranında artırarak sektörden pozitif ayrıştı. Şirketin disiplinli kampanya ve etkin stok yönetimi sayesinde brüt kâr %17 artışla 2,55 milyar TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı 230 baz puan artarak %14,4'e ulaştı. Operasyonel giderler/satışlar rasyosu da 40 baz puan düşüşle %11,6'ya geriledi. Gider optimizasyonu, operasyonel kârlılığı destekleyerek FAVÖK'ü %94 artışla 929 milyon TL'ye çıkardı ve FAVÖK marjı 250 baz puan artarak %5,3 oldu. Şirketin net zarar açıklaması, net parasal kazanç ve ertelenmiş vergi geliri azalımı gibi etkenlerle açıklanırken, sıkı maliyet politikaları sayesinde net zarar %28,4 azaldı. Bu sonuçlar, Teknosa'nın her geçen çeyrek iyileşmeye devam ettiğini ve edeceğini gösteriyor.	A.D	3,33	2,34
EBEBK	OLUMLU	Şirket, 6 milyar TL hasılat, 1,1 milyar TL FAVÖK ve 33 milyon TL net zarar kaydetti. Yurt içinde mağaza sayısını 280'e çıkarırken, Birleşik Krallık'ta da yeni bir mağaza açarak toplam 3 mağazaya ulaştı. Zorlu ekonomik koşullara rağmen, mağaza ziyaretçi sayısı %2,1, ebebek.com ziyaretçi sayısı ise %10,3 artış gösterdi. Satış adetleri toplamda %14,3 artışla 26,3 milyona ulaştı. Marj optimizasyonu ve ürün miksi değişiklikleri sayesinde brüt kâr %27,7 artışla 2,4 milyar TL'ye yükseldi ve brüt kâr marjı 360 baz puan artarak %39 oldu. Operasyonel kârlılık da verimli hale geldi; FAVÖK %71,6 artışla 1,1 milyar TL'ye, FAVÖK marjı ise 590 baz puan artışla %18,2'ye çıktı. Şirketin net zarar açıklaması, özsermayeden kaynaklanan finansman giderleri ve net parasal kayıp etkisiyle olağan karşılıyor. Ebebek'in operasyonel iyileşmesinin her çeyrek devam etmesini bekliyoruz.	A.D	2,08	3,64



MGROS	OLUMLU	(Hedef Fiyat:761/Tavsiye:AL) Satış büyümesinin önemini unutmamakla birlikte reel anlamda büyümenin daha önemli olduğunu vurgulamaktayız. Mağaza sayısına baktığımızda yılın ilk yarısında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %5,5 büyümeyle 3683 mağazaya ulaşılmıştır. Online hizmet veren mağaza sayısındaki %31'lik güçlü büyümeyi ise pozitif yorumlamaktayız. Birebir mağazalarda müşteri trafiğinde %1,6 artış görürken sepet büyüklüğünde ise reel olarak %1,3 artış görmekteyiz. Artışın unsurlarına bakacak olursak ağırlıklı olarak fiyat indirimi , kampanyalar ve online kanallardaki etkiden geldiğini görmekteyiz. Karlılığa baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine paralel karlılık görsek de çeyrekssel anlamda hafif geri çekilmeler görmekteyiz. Karlılık üzerindeki temel baskıların sebebi enflasyon düzeltmelerinin stoklardaki olumsuz etkisi ve kampanyalar oluşturmaktadır. Bu koşullar hariç tutulduğunda Brüt Kar marjı 2025 1.çeyreğe göre 70 baz puan iyileşme gösterdiğini takip ettik.	17,97	1,35	4,97
KOTON	OLUMLU	Koton Mağazacılık, 2025 yılı ikinci çeyrekte beklentilere paralel olarak 7,14 milyar TL hasılat, 2,27 milyar TL FAVÖK ve 341 milyon TL net kâr açıkladı. Şirketin satışları, geçen seneki bayram etkisi ve iç talebin kısıtlanması nedeniyle yıllık bazda %3,8 daralma gösterdi. Ancak, mağazacılık tarafındaki %7,5'lik güçlü büyüme dikkat çekti. Yurt dışı e-ticaret satışları %107 artış kaydederken , yurt dışı mağazacılık ve toptan satışlarda daralma yaşandı. Etkin stok ve maliyet yönetimi sayesinde brüt kâr marjı 390 baz puan artışla %64,9'a, FAVÖK marjı ise 480 baz puan artışla %36,8'e yükseldi. Şirket, mağaza sayısını 456'ya çıkarırken, yurt içi metrekare verimliliğini dolar bazında %27 artırdı. Koton Club üye sayısı 8 milyona ulaştı ve yılsonu beklentisi 9 milyon olarak belirtildi.	A.D	2,11	5,58
BIMAS	SINIRLI OLUMLU	Mağaza büyümesine baktığımızda %7,2 artışla 14.075 adet mağazaya ulaştığını görmekteyiz. Detay baktığımızda FİLE grubu %22 , Bim Fas %18 , Bim MISIR %13 ve Bim TR ise %6 artış göstererek büyüme ivmesini koruduğunu görmekteyiz , . Bir diğer önemli metrikler olan mağaza başı satış 2025 2.çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %28,2 artarken , mağaza başı sepet hacmi artışı %34,1 olup enflasyona paralel aşağı yönlü eğilimini sürdürmektedir. Mağaza müşteri trafiğinde ise son dört çeyreklik süren daralmayı negatif yorumlamaktayız. Y.dışı operasyonlarındaki güçlü büyümenin yanı sıra şirket için önemli bir hikaye olan kar marjı yüksek FİLE grubunun toplam satışlar içerisindeki payının artması ve büyümeyi pozitif yorumlamaktayız. Yılın ikinci yarısı enflasyondaki düşüş eğilimine paralel mağaza sepet hacminde de geri çekilme beklerken güçlü finansal yapısı ve operasyonel verimliliğin sürmesini beklemekteyiz.	25,40	2,32	13,28



KOD	BİLANÇO FİKRİ	SAĞLIK/SAVUNMA/SİGORTA - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
MPARK	OLUMLU	Hasılat, özel sağlık sigortalarından gelen güçlü artış sayesinde %14 büyüdü. Hastaların %52'si yatan, %48'i ise ayaktan hasta olarak kaydedildi. Ayaktan hasta hasılatı %23,7 artarak 5,12 milyar TL'ye ulaştı ve en hızlı büyüyen kategori oldu. Maliyetlerde artış beklentileri dahilinde gerçekleşti; satışların maliyeti ve giderlerin hasılatı oranı 23 baz puan artışla %75,6 oldu. FAVÖK, yıllık bazda %13,1 artışla 2,9 milyar TL olarak gerçekleşti. Yeni hastanelerin etkisiyle FAVÖK marjı %24,4'e geriledi. Net kâr, negatif şerefiye gelirine rağmen %26,4'lük sınırlı bir düşüşle 1,05 milyar TL seviyesinde kaldı. Şirketin operasyonel nakit akışı canlı kalırken , net borç/FAVÖK oranı yatırım harcamaları nedeniyle 0,5'ten 0,7'ye yükseldi. Şirketin geleceğe yönelik beklentileri iyimser olarak korunuyor. 1 Temmuz itibarıyla TTB tarafından yapılan %20'lik artışla bileşik zammın %44'e ulaşması ve bu artışın enflasyonun üzerinde kalması, reel büyümenin devam edeceğine işaret ediyor.	14,00	2,50	7,48
EGEPO	NÖTR	Şirket, 288 milyon TL hasılat, 43,37 milyon TL FAVÖK ve 1,74 milyon TL net zarar kaydetti. TTB'nin 1 Temmuz'da yapacağı zammın yansımaları henüz görülme de, satışlar %6,75 artış gösterdi. Egepol Hastanesi, yenilenen haliyle Nisan 2025'ten itibaren faaliyetlerine başladı ve "Turquality" belgesi alarak marka bilinirliği ve sağlık turizmi gelirleriyle katkı sağlamayı hedefliyor. Faaliyet giderleri artsa da operasyonel kârlılık pozitif seyrini sürdürdü ve FAVÖK, %25,04 daralmayla 43,37 milyon TL'ye geriledi. Şirket özelinde, 2025 yılının ikinci yarısının daha iyimser geçmesini bekliyoruz.	650,82	2,76	18,73
TNZTP	OLUMLU	Şirket, 725 milyon TL hasılat, 326 milyon TL FAVÖK ve 248 milyon TL net kâr kaydetti. Şirketin satışları yıllık %22,42 artışla 725 milyon TL seviyesine ulaştı. Bu satışların %55'i Galen Hastanesi'nden, geri kalanı ise Buca Hastanesi, Buca Tıp Merkezi, Torbalı ve AVM gelirlerinden geldi. Henüz tamamlanmamış yatırımlara rağmen güçlü sonuçlar elde eden şirket, operasyonel karlılığını artırdı. FAVÖK %72,23 artarak 326 milyon TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 597 baz puan artışla %39,54 olarak gerçekleşti. Olası SUT ve TTB zamlarının üçüncü ve dördüncü çeyrek finansallarına olumlu katkı sağlayacağını değerlendiriyoruz.	90,85	1,95	14,47
LKMNH	OLUMLU	Şirket, 875 milyon TL hasılat, 174 milyon TL FAVÖK ve 58 milyon TL net kar elde etti. Hasılatını %9,57 artırırken , gider optimizasyonu sayesinde brüt kârını %28,5 artışla 133 milyon TL'ye çıkardı. Brüt kâr marjı %16,2'ye yükselirken, FAVÖK marjı da 39 baz puan artışla %20,8 olarak gerçekleşti. Şirketin sağlık turizmi, özel sigorta ve cepten ödemeler gibi daha kârlı portföylere odaklanması, gelecek için iyimser bir tablo çiziyor. Lokman Hekim, yıl sonunda 4,05-4,2 milyar TL hasılat ve %21-24 FAVÖK marjı hedefliyor. Bu hedeflere rahatlıkla ulaşacağını değerlendiriyoruz.. Sektörün en iskontolu şirketi olması da olumlu bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.	23,97	1,81	7,97
ASELS	OLUMLU	Aselsan'ın 2025 2.çeyrekte itibarıyla 1,37 milyar dolar iş ilişkisiyle beraber toplam bakiye siparişlerinin 16 milyar dolara çıkmasını ve 2025 2.çeyrek döneminde alınan işlerin %65'inin yurtdışı olmasını pozitif değerlendirmekteyiz. 2025 2.çeyrek itibarıyla alınan işlere geçtiğimiz yılın aynı döneminle kıyasladığımızda baz etkisi sebebiyle %13 daralma görsek de yurtdışı işlerin büyümesine baktığımızda 2,5 kat büyümenin dikkat çekici olduğunu görmekteyiz. Şirketin toplam Ar-Ge payının artarak devam etmesi , yüksek ihracat potansiyeli ve büyük montanlı iş alma alışkanlığını pozitif değerlendirirken hem jeopolitik gelişmelerden kaynaklı ülkelerin toplam bütçeleri içinde savunma harcamalarının payının artması sonucu hem de Türkiye'nin agresif büyümeyle devam eden Milli Savunma dönüşümü hikayesinin devam etmesi sonucu hem savunma sanayinde hem de ASELS özelinde pozitif temanın sürmesini beklemekteyiz.	49,94	4,90	26,56
ALTNY	OLUMSUZ	Altınay Savunma, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 546 milyon TL hasılat, 95 milyon TL FAVÖK ve 115 milyon TL net zarar ile beklentilerin hafif altında sonuçlar açıkladı. Şirket, mikro dronlar, deniz platformlarına entegre İHA'lar ve sürü yetenekli insansız sistemler gibi çeşitli projeler üzerinde çalışmaya devam ediyor. Satışlar, projeler sayesinde dengeli seyretse de yıllık bazda %7.85'lik bir düşüş yaşadı. Yeni projelere girişler ve artan maliyetler nedeniyle brüt kâr %62,98 daralarak 152,65 milyon TL'ye geriledi. Bu durum, operasyonel kârlılığı da olumsuz etkileyerek FAVÖK'ün %73,26 daralmayla 95 milyon TL'ye düşmesine neden oldu. Yılsonunda faturalandırılmaların tamamlanmasıyla bir toparlanma bekliyoruz.	65,73	4,54	30,00



TURSG	OLUMLU	Türkiye Sigorta (Hedef Fiyat:15,93 TL/Tavsiye:AL) , 2025 yılının ikinci çeyreğinde beklentilerin üzerinde bir performans sergileyerek 4,81 milyar TL net kâr açıkladı ve 4,29 milyar TL olan konsensüs beklentisini aştı. Şirketin prim üretimi de 30 milyar TL'lik beklentiyi aşarak 31,28 milyar TL'ye ulaştı. Bu büyüme, özellikle sağlık primlerindeki yıllık %431 ve kasko primlerindeki %89'luk artışlarla desteklendi. Şirketin pazar payı, Şubat ayındaki %15,8'den %14,4'e gerilemiş olsa da , bu durumun stratejik bir dengelenme hamlesi olduğu belirtildi. Teknik kârlılık, yıllık %110 artışla 7,06 milyar TL'ye yükseldi. Şirket, bileşik rasyosunu çeyreklik bazda 190 baz puan düşürerek %97,5'e çekti. Portföy yönetimi de başarılı bir şekilde devam ederken, arbitraj dışı portföy getirisi %42 olarak gerçekleşti ve bu getiri TÜFE'nin üzerinde bir getiri elde edildiğini gösterdi.	6,43	2,73	0,00
ANHYT	OLUMLU	(Hedef Fiyat:181,78 TL/Tavsiye:AL) Şirketin prim üretimi %73,81 artışla 29,86 milyar TL'ye ulaşırken, BES gelirleri %75,2 büyüme ile prim üretiminden daha hızlı büyüdü. Emeklilik fonlarının büyüklüğü, yıllık %46,02 artışla 270 milyar TL'ye yükseldi. Teknik gelirler %55,3 artışla 1,5 milyar TL'ye ulaşırken, hayat branşında hasar/prim oranı %10'dan %9'a gerileyerek hasarsız yapı korundu. Yatırım gelirleri ise 19 Mart sonrası riskli varlıklardaki gelişmeler nedeniyle %23,78 düşüşle 1.59 milyar TL olarak gerçekleşti. RoE yıllık bazda 1109 baz puan gerilemesine rağmen, %51,44 ile model beklentilerinin üzerinde kalmaya devam etti.	8,48	3,83	A.D
ANSGR	SINIRLI OLUMLU	(Hedef Fiyat:36,02/Tavsiye:AL) Şirketin prim üretimi altı aylık bazda %41 artışla 44,47 milyar TL'ye ulaştı ve en büyük katkı sağlık ve kara araçları sigortalarından geldi. Hasar ödemeleri %19,4 artışla 21,2 milyar TL olurken, hasar/prim oranı 6,4 puan artarak %79,5'e yükseldi. Özellikle kaza ve sağlık branşlarında kombine rasyonun düşmesi olumlu karşılandı. Teknik kârlılık, hasar girişlerindeki artış nedeniyle %13,5 daralarak 6,67 milyar TL oldu. Yatırım gelirleri ise zorlu koşullara rağmen, iştirak, kambyo, gayrimenkul ve diğer yatırımlardan elde edilen gelirlerle altı aylık bazda %49,4 büyüme ile 15,77 milyar TL'ye ulaştı.	4,15	1,40	A.D
AKGRT	OLUMLU	(Hedef Fiyat:8,71 TL/Tavsiye:AL) Şirket, karlılık odaklı stratejisi kapsamında trafik ve kasko gibi kârlılığı düşük ve sermaye tüketimi yüksek ürün gruplarındaki prim üretimini daralttı. Bu durum, prim üretiminin ikinci çeyrekte yıllık bazda %17 düşüşle 6,58 milyar TL'ye gerilemesine neden oldu. Ancak, motor dışı sigorta grubunda teknik kârlılık %189 artışla 1,22 milyar TL'ye yükseldi ve toplam teknik kârlılık %147 artışla 1,03 milyar TL'ye ulaştı. Şirketin aldığı aksiyonlar sayesinde bileşik rasyo 1 puan düşüşle %121'e gerilerken, hasar/prim oranı da 8 puan düşüşle %76 oldu. Yatırım gelirleri ise piyasa koşullarına uyum sağlayarak %64 artışla 1,49 milyar TL'ye çıktı.	4,46	1,74	0,00
AGESA	OLUMLU	(Hedef Fiyat:237,83 TL/Tavsiye:AL) Şirketin emeklilik fonları %49,16 artışla 292 milyar TL'ye ulaşırken, katılımcı sayısı 2,2 milyonu aştı ve bireysel emeklilik pazarında özel şirketler arasında lider konumunu korudu. Hayat branşı prim üretimi %64,67 artışla 10,48 milyar TL'ye çıkarak sektörde liderliğini sürdürürken, ferdi kaza prim üretimi de %21,14 büyüdü. Teknik kârlılık, hayat grubundaki dengeli faaliyetler sayesinde %721,35 artışla 900 milyon TL'ye yükseldi. Hasar/prim oranı ise stabilizasyona ulaşarak çeyreklik bazda dengeli bir seyir izledi. RoE, 1596 baz puan artışla %76,3 seviyesine ulaşarak, yılsonu beklentisi olan %70'in üzerinde kaldı.	7,64	4,51	A.D



KOD	BİLANÇO FİKRİ	TAŞ TOPRAK - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AFYON	NÖTR	50 günlük fabrika duruşu nedeniyle bu çeyrekte yurt dışı satışı gerçekleşmezken, faaliyetler stok satışlarıyla sınırlı kaldı. Operasyonel kârlılık zorlu koşullara rağmen pozitif seyretti; FAVÖK marjı %20,3'e gerilese de diri kalmayı sürdürdü. Şirketin özsermayesinin güçlü olması, net parasal kaybın büyümesine neden olarak sınırlı net zarara yol açtı. Temettü dağıtımı için nakit çıkışı gerçekleşti.	26,19	0,87	7,32
CIMSA	OLUMLU	Operasyonel verilere baktığımızda ise 2025 2.çeyrekte KKO güçlü seyrini korurken Mannok'u dışarıda tuttuğumuzda konsolide satış hacmi yıllık bazda %32,1 artış göstermesini pozitif değerlendirmekteyiz. Mannok dahil y.dışı satış hacmi %76,7 artarken iç pazarda ise %24'lük hacim artışı sağlamıştır. Geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre marjlardaki daralmanın sebepleri arasında baz etkisi ve maliyetlerdeki fiyat artışları etkili olmuştur. Net Kar rakamına baktığımızda ise 1.çeyreğe göre daha iyi sonuçlar görsek de geçtiğimiz yıla göre baktığımızda daha düşük marjlar gelmesinin temel sebepleri arasında yatırım portföyünde tutulan SAHOL(2025 2.çeyrek 105 milyon TL katkı / 2024 2.çeyrek 355 milyon TL katkı) hisselerinin geçtiğimiz yılınaynı dönemine göre daha az pozitif etki etmesi ve artan finansman giderleri olarak açıklamaktayız. Mannok'un getirmiş olduğu pozitif etkinin devamını görürken önümüzdeki dönemde de deprem bölgesinin katalist etkisinin sürmesini beklerken yılın ikinci yarısında ise faiz indirim patikasına girişle beraber hem sektörel canlılık hem de finansman giderlerinin etkisinin hafif de olsa azalmasıyla marjlarda iyileşmenin sürmesini beklemekteyiz.	32,48	1,61	12,26
AKCNS	NÖTR	Satışlar, yıllık bazda %15,72 daralarak 5,3 milyar TL'ye geriledi. Hazır beton satış hacmi %12 azalırken, çimento ve türev satış hacmi %7 artış gösterdi. Artan maliyetler ve yurt içi fiyat durağanlığı nedeniyle brüt kâr %48,8 düşüşle 658 milyon TL'ye geriledi, FAVÖK ise yıllık %48,7 daralmayla 708 milyon TL seviyesine indi. Bu baskıların etkisiyle net kâr da %71,5 düşüşle 259 milyon TL oldu. Çimento sektöründe stratejik konumdaki Akçansa'da iyileşme planlarının diğer şirketlere kıyasla daha geç gerçekleşebileceğini vurgulamak isteriz.	31,55	1,18	10,09
OYAKC	SINIRLI OLUMLU	(Hedef Fiyat:29,52/Tavsiye:TUT) Deprem bölgesi talebi sürse de baz etkisi kaynaklı satış ve marjlarda daralma görmekteyiz. Yılın ikinci yarısında faiz indirim döngüsüyle beraber inşaat sektöründe beklenen talep yönlü canlanma , deprem bölgesinin pozitif etkilerinin devamı , kentsel dönüşüm hikayesi ve yeni projelerin sürmesi sonucu pozitif temanın devam edeceğini beklemekteyiz. Şirketi beğenmeye devam ediyoruz ancak Marmara ve Ege bölgesi satışlarındaki sürecin takibi , ürün fiyatlamaları gibi süreçlerin izlenmesi için önerimizi TUT olarak bırakıp hedef fiyatımızı 29.52 TL'ye revize ediyoruz.	18,30	2,39	9,88
LMKDC	OLUMLU	Geçtiğimiz yılların baz etkisi dışında güçlü finansal yapısı , sürdürülebilir güçlü kar marjlarını pozitif bulmaktayız. Şirketin bulunduğu konumun deprem sonrası oluşan talebin de etkisiyle sektörel gelişmelerden sınırlı etkilenen bir yapıya evrildiğini izlerken defansif yapısını sürdürdüğünü görmekteyiz , buna ek olarak Şanlıurfa'da bulunan hazır beton santralini 5+5 yıllığına kiralanıp hazır beton grubunda da faaliyet göstermesi yatırımını pozitif değerlendirmekteyiz	10,54	2,71	5,64
BASCM	OLUMLU	Satışlar tarafında KONYA'da yüksek baz etkisiyle %15'lik düşüş yaşanırken, BASCM'de %62,97 oranında güçlü bir artış kaydedildi. Özellikle sülfata dayanıklı puzolanik çimento faaliyetleri sayesinde BASCM pozitif ayrıştı. Operasyonel kârlılıkta ise KONYA'nın FAVÖK'ü zorlu bir dönemin ardından pozitif dönerken, BASCM FAVÖK'ü %1803,26 artışla önemli bir yükseliş gösterdi. FAVÖK marjı, BASCM'de %12,1'e yükselirken, KONYA'da %12,2'ye geriledi ancak son üç çeyreğin en iyi operasyonel kârlılığı oldu.	A.D	1,82	14,76
KONYA	SINIRLI OLUMLU		A.D	7,17	147,93



CGCAM	OLUMLU	Çağdaş Cam, 2025 yılının ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 561 milyon TL hasılat, 110 milyon TL FAVÖK ve 54 milyon TL net kâr açıkladı. Fiyatlardaki gerileme ve arz fazlası nedeniyle satışlar %10,1 düşüş gösterdi. Ancak, maliyetlerdeki %9,82'lik düşüş sayesinde brüt kârdaki azalma sınırlı kaldı ve brüt kâr marjı %26,71 seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel verimlilik, geçen seneye paralel gerçekleşen FAVÖK ile kendini gösterdi. Borçsuz bir yapıya sahip olan şirketin net borç/FAVÖK rasyosu -1 bandında bulunuyor. Bu durum, şirketin gelecekteki yatırım faaliyetlerinde rahatlıkla finansman kullanabileceğini gösteriyor	49,26	1,96	16,95
KLKIM	OLUMLU	Karlılığa baktığımızda hem çeyreklik hem de geçtiğimiz yılın aynı döneminin üzerinde kar marjlarını pozitif değerlendirmekteyiz. Beklenti üzeri güçlü sonuçlar açıklamasının temel sebebini görece gider optimizasyonu ve güçlü satış büyümesiyle ilişkilendirmekteyiz. Makroekonomik koşullar altında zorlu geçen inşaat-boya-yapı sektörüne göre güçlü ve sürdürülebilir karlılık yapısını koruyan KLKIM'in yılın ikinci yarısında yatırımların da etkisiyle güçlü yapısını korumasını beklemekteyiz. Yatırım sürecinden(Irak yatırımı 10 milyon dolar- Fas 1 milyon dolar + optimizasyonlar) geçen şirketin yatırım harcamalarına baktığımızda e talebe karşılık vermek ve yeni Pazar kazanımıyla güçlü büyümeyi sürdürmek amaçlı 2025 yılının ilk yarısında 426,4 milyon TL'lik duran varlık alımı yapılması ve yatırımların sürmesini önümüzdeki dönem finansallara potansiyel etkisini pozitif değerlendirmekteyiz.	14,84	2,81	8,35
NUHCM	NÖTR	Nuh Çimento 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel bir şekilde 4,2 milyar TL hasılat, 928 milyon TL FAVÖK ve 314 milyon TL net kâr açıkladı. Şirket, çimento üretiminde geçen seneye paralel olarak %71 kapasite kullanım oranını sürdürürken, klinker üretiminde deprem bölgesi talebi sayesinde bu oranı %98'e çıkardı. Satış gelirleri %11,42'lik bir düşüşle 4,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşse de, brüt kâr marjı önceki çeyreğe göre iyileşme gösterdi. FAVÖK ise %39,73 azalışla 928 milyon TL'ye geriledi ve FAVÖK marjı %19,63 olarak sonuçlandı. Fiyatlama davranışları önem arz ediyor.	21,24	1,66	9,24
BOBET	OLUMSUZ	Sektörde hazır beton grubu çimento grubundan ziyade görece daha sınırlı negatif ayrışırken operasyonel verilerde ve kar marjlarında düşüş eğiliminin sürmesi , ürün fiyat artışının enflasyonun altında kalması ve fiyatsal oluşan baskıların karlılığı baskılaması sonucu bilançoyu negatif değerlendiresek de ana temanın hala güçlü olduğunu düşünmekteyiz.	A.D	1,25	5,96



KOD	BİLANÇO FİKRİ	TEKSTİL-TELEKOM / YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KORDS	NÖTR	Endüstriyel iplik ve Kord Bezi segmentinde %2,5 daralma görürken kar marjı yüksek İleri Kompozit segmentinde %15,3'lük büyüme görmekteyiz. Bunlara ek olarak toplam maliyetlerin büyük bir kısmını oluşturan hammadde ve malzeme giderlerinin payı 2025 2.çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 8,5 puan azalış göstererek toplam maliyetler içerisindeki payı %61 olarak gerçekleşmiştir. Özetle dolar bazlı baktığımızda lastik güçlendirme segmentinde sel felaketinin etkisi ve talep yonlu sorunlar nedeniyle daralma görürken , kompozit segmentinde dreamliner ve Avrupa otomotiv kaynaklı talep yönlü durgunluğa rağmen çeyreklik düşüş olsa da yıllıkta artış gösterdi ve son olarak inşaat güçlendirme segmenti iç pazarda sektörel toparlanma ve müşteri portföyünün genişlemesiyle beraber artış gösterdi. Çeyreksele anlamda hafif de olsa toparlanma ve sürdürülebilir marjlar görsek de hem yüksek finansal borç yapısı hem de küreselde oluşan talep yönlü sorunlar ve fiyatlamadaki bozukluğun devamını görmekteyiz. Yılın ikinci yarısında toparlanma görme potansiyeli olsa da yüksek borçluluğun marjlar üzerindeki negatif etkisinin devam etmesini beklemekteyiz	A.D	0,88	18,94
BLCYT	OLUMSUZ	Bilici Yatırım, 2025'in ikinci çeyreğinde 18,5 milyon TL net kâr elde etse de, bu sonucun ana sebebinin 64 milyon TL'lik faiz geliri olduğu belirtildi. Şirketin asıl faaliyet alanı olan tekstil sektöründeki zorlu makroekonomik koşullar nedeniyle ciddi daralmalar yaşandı. Satışlar %57,85 oranında daralarak 89,2 milyon TL'ye geriledi. Artan maliyetler sonucunda brüt kâr marjı %4,07'ye düştü ve şirket 13,5 milyon TL'lik bir FAVÖK zararı kaydetti. , Holdingin gayrimenkul ve nakit pozisyonu sayesinde %60 oranında iskontolu işlem görmektedir.	9,50	0,56	A.D
YATAS	OLUMLU	Yataş Yatak, 2025 yılının ikinci çeyreğinde zorlu piyasa koşullarına rağmen güçlü finansal sonuçlar elde ettiğini açıkladı. Şirket, 4,5 milyar TL hasılat, 510 milyon TL FAVÖK ve 50 milyon TL net zararla beklentilere paralel sonuçlar bildirdi. Şirketin satışları, talep koşulları nedeniyle %6,97 oranında daralırken, hasılatın büyük çoğunluğu (%75) Yataş Bedding'den geldi. Şirket, satışların daraldığı bu dönemde maliyetleri daha fazla azaltarak başarılı bir gider optimizasyonu uyguladı. Bu sayede brüt kâr %7,8 artışla 1,61 milyar TL'ye yükseldi ve brüt kâr marjı %34,8'e ulaşarak son dönemin en yüksek seviyesini gördü. Brüt kârdan gelen destekle FAVÖK %36,27 artarak 510 milyon TL'ye çıktı ve FAVÖK marjı %10 ile uzun bir aradan sonra çift haneye ulaştı. Şirketin net zarar etmesinin ana nedenleri arasında ertelenmiş vergi geliri yerine bu yıl birikimli ertelenmiş vergi gideri yazması ve artan finansman giderleri bulunuyor. Mobilya ve dekorasyon sektörünün 14,48 FD/FAVÖK ile işlem gördüğü bu dönemde, Yataş'ın 5,14 FD/FAVÖK ile iskontolu işlem görüyor. Operasyonel verimliliğini korumasını bekliyoruz.	A.D	0,51	6,09
DESA	NÖTR	Şirketin satışları %16,64 artışla 1,03 milyar TL'ye yükselmiş ancak artan maliyetler ve operasyonel giderler sebebiyle operasyonel kârlılık zayıflamıştır. Özellikle maliyetlerde %26,98 artış görülürken, FAVÖK %22,98 oranında daralmıştır. İhracattaki canlılık dikkat çekerken, iç satışlar makroekonomik koşullar nedeniyle sınırlı bir daralma göstermiştir. Şirket, çanta, saraciye ve konfeksiyon gibi ürünlerin üretiminde önemli artışlar kaydetmiştir.	20,92	2,14	7,63
SUNTK	OLUMLU	Sun Tekstil, 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 3,24 milyar TL hasılat, 531 milyon TL FAVÖK ve 188 milyon TL net kâr açıkladı. Şirket, zorlanan tekstil sektöründe ihracat daralması yaşasa da, EKOTEN grubunun satışları canlı kalırken, Sun tarafının satışları ciddi bir düşüş gösterdi. Satışlar ikinci çeyrekte %13,04 oranında düşüşle 3,24 milyar TL'ye geriledi. Maliyetleri dengeleme çabası sayesinde brüt kâr yatay seyrederken brüt kâr marjını 422 baz puan artışla %21,05'e yükseltti. Operasyonel kârlılık, yeni fabrika ve yatırımlardan kaynaklanan 109 milyon TL'lik amortisman girişiyle desteklenerek FAVÖK'ü %18,26 artışla 531 milyon TL'ye çıkardı. Enflasyon muhasebesi zararı nedeniyle net kâr baskılansa da düşüş sınırlı kaldı. Bir dip dönüşü olarak tkaip ediyoruz.	21,18	3,18	11,88



TTKOM

OLUMLU

2025 2.çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre toplam abone sayısı %2,9 artışla 573 bin net artışla 54,2 milyon kişiye ulaştı. Sabit genişbant %1,9 artış 300 bin abone kazanımıyla(2025 2.çeyrek abone kazanımı 39 bin) 15,5 milyon aboneye ulaşırken mobil segmentte ise 678 bin net abone kazanımı görürken abone sayısının 28,5 milyon kişiye ulaştığını görmekteyiz. Mobil'in detaylarına bakarsak faturalı segmentte 810 bin net abone kazanımı görürken faturasız segmentte ise 132 bin net abone kaybı görmekteyiz ve bu veriler ışığında çeyreksel anlamda tarihin en yüksek net kazanımının elde edildiğini izlemekteyiz. ARPU'da 2025 2.çeyrekte mobil segment %8,3 artış gösterirken sabit segment ise %16,9'luk güçlü sonuçlar görmekteyiz. ARPU artışının sebeplerini ise mobil segmentte abone bazında artan fatura oranları , fiyat düzenlemeleri ve üst paketlere taşınmanın hızlanması oluştururken , sabit segmentte ise artan müşteri talebi ve fiyat düzenlemeleri oluşturmuştur. 2025 1.çeyrekte de olduğu gibi 2025 2.çeyrekte de operasyonel anlamda güçlü sonuçların devamını izlemekteyiz ARPU büyümesine baktığımızda ise güçlü momentum sürerken yılın ikinci yarısında da aynı seyrin devamını beklemekteyiz. 5G ihalesi öncesinde telekomünikasyon şirketlerinde yukarı yönlü bir hareket beklerken şirketin cazip olduğunu düşünmekteyiz.

18,89 1,13 3,83

TCELL

OLUMLU

2.çeyrekte faturalı abone büyümesi %2,7 ile 816 bin net kazanım olurken son 5,5 yılın çeyreksel anlamda en güçlü abone kazanımını görmekteyiz. Faturasız segmentte ise abone kaybı 363 bin kişi olurken net kazanımın 453 bin kişi olmasını çeyreksel anlamda güçlü pozitif değerlendirmekteyiz. ARPU gelişimine baktığımız zaman ise dalgalı piyasa koşullarına rağmen enflasyonun üzerinde ARPU büyümesinin devam ettiğini görmekteyiz. 2025 2.çeyrekte mobil segment %9,8 artış gösterirken sabit segment ise %18,2'lik güçlü sonuçlar görmekteyiz . Şirketin 2025 1.çeyrekte de güçlü sonuçlar açıklasa da operasyonel anlamda daha verimli bir çeyrek geçirdiğini düşünmekteyiz. Techfin tarafındaki güçlü büyümenin etkisinin önümüzdeki dönemlerde de devam etmesini beklemekteyiz. 5G ihalesi öncesinde telekomünikasyon şirketlerinde yukarı yönlü bir hareket beklerken şirketin cazip olduğunu düşünmekteyiz.

9,27 0,98 3,48



KOD	BİLANÇO FİKRİ	TOPTAN TİCARET, ULAŞTIRMA, VARLIK YÖNETİM, HIZLI TÜKETİM - YORUM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
GENİL	OLUMLU	Gen ilaç 2025 ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 4,3 milyar TL hasılat, 460 milyon TL FAVÖK ve 78 milyon TL net kâr açıkladı. Şirket, ilaç gruplarında satışlarını artırmaya devam etti; özellikle NPP, ithal, üretim ve ihraç ilaçlarda sırasıyla %42,81, %35, %43,58 ve %77,67 oranında büyüme kaydetti. Maliyetlerdeki artışa rağmen brüt kârını %11,15 oranında artırarak 894 milyon TL'ye yükseltti. Operasyonel kârlılıkta ise brüt kârdan gelen destekle FAVÖK, son üç çeyreğin en iyi seviyesine ulaşarak 460 milyon TL olarak gerçekleşti. Şirketin finansallarını olumlu değerlendirirken, DADS ayrışmasının gelecekte daha iyi finansal sonuçlar getirebileceğini değerlendirmekteyiz.	105,60	6,79	48,80
SELEC	OLUMSUZ	Şirket, 36 milyar TL hasılat, 641 milyon TL FAVÖK ve 321 milyon TL net zarar kaydetti. DADS kurunun güncel kura göre oldukça düşük kalmasının, şirketin maliyet ve kur farklarından olumsuz etkilenmesine yol açtığını takip ettik. Hasılat %6,97 oranında artarak 36 milyar TL'ye ulaştı, ancak artan maliyetler brüt kar marjını baskıladı ve %7,84'e geriletti. Şirketin pazar payı TL bazında %37,34, kutu bazında ise %37,35 olarak gerçekleşti. Üçüncü ve dördüncü çeyreğin DADS yansımalarıyla birlikte daha iyimser olabileceğini vurgulamak isteriz.	45,10	2,02	12,03
DOAS	NÖTR	Operasyonel verilere baktığımızda yılın ilk yarısında Skoda dahil 93.293 adet araç satışı ile %12 artış görürken, Skoda hariç araç satışı ise %13,5 artış ile 71.224 adet olarak gerçekleşmiştir. 2025 2.çeyrekte Skoda hariç satışlar ise %24,5 artış ile 42.209 adet olarak gerçekleşti ve görece daha iyi bir 2.çeyrek görmekteyiz. Karlılığa baktığımızda hem çeyrekssel hem de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre Brüt Kar ve FAVOK marjında düşüş görürken Net Kar marjında ise özkaynak yöntemiyle değerlendirilen iştirak yatırımlarının pozitif katkısı, net parasal pozisyon kazancı ve ertelenmiş vergi gelirinin etkisiyle beraber toparlanma görmekteyiz. Operasyonel karlılığı baskılayan unsurlara baktığımızda geçtiğimiz yıla göre artan faaliyet giderleri, EUR/TRY'nin artışı ve rekabetçi piyasa koşullarının etkili olduğunu görmekteyiz. Yılın ikinci yarısında faiz indirim döngüsüyle beraber marjlarda iyileşme ve otomotiv sektöründe canlanma beklesek de Çin'in oyun değiştirici etkisinin sürdüğünü ve fiyatlandırma anlamında rekabetin arttığını izlemekteyiz.	13,14	0,71	6,14
THYAO	OLUMLU	(Hedef Fiyat:498,5/Tavsiye:AL) Beklentilerin üzerinde karlılığı pozitif değerlendirmekteyiz. Operasyonel anlamda güçlü yapısını sürdüren havacılık sektöründe THYAO'nun 2025 2.çeyreği olumlu geçirdiğini görmekteyiz. 2025 yılını 91 milyonu aşkın yolcu ve %7-8 yolcu büyümesi eşliğinde %22-24 EBITDAR marjıyla bitirmeyi amaçlayan THYAO'nun hedeflerini ulaşılabilir olduğunu düşünürken şirketi beğenmeye devam ediyoruz. 2025 2.çeyreğin sonuna doğru artış gösteren jet yakıt fiyatlarının THYAO özelindeki etkisinin hedge etkisiyle sınırlı olmasını beklemekteyiz. Küresel havacılık sektörünün büyüme potansiyeli ve THYAO'nun operasyonel gücü sayesinde hikayesinin devamına inandığımız şirket için hedef fiyatımız 498,50 TL olup AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	4,61	0,62	5,60
PGSUS	SINIRLI OLUMLU	Yılın ilk yarısı toplam yolcu trafiği %36,6 artarken yolcu doluluk oranı ise 1pt azalarak %86,3 olarak gerçekleşmiştir. İç hatlar yolcu trafiği %6,2 artış gösterirken dış hatlar yolcu trafiği %18 oranında güçlü artış göstermiştir. Toplam konma sayısı ise toplam misafir sayısındaki artışa paralel %12,1 artış göstermiştir. Türkiye toplam yolcu sayısı trafiğinde aynı dönemde %5'lik artışın yanında PGSUS'un güçlü ayrışmasını pozitif değerlendirmekteyiz. Genel olarak baktığımızda beklentiye paralel sonuçları SINIRLI OLUMLU değerlendirmekteyiz. Lowcost model etkisi de olsa sektör üzeri büyümeyi, güçlü operasyonel sonuçları pozitif değerlendirirken 2025 özelinde AKK büyümesi yukarı revize edilirken FAVOK marjı beklentisi ise aşağı yönlü revizyonu sınırlı negatif değerlendirmekteyiz. Özetle operasyonel anlamda güçlü gidişe rağmen RASK(yolcu başına birim gelir) düşüşünün yakıt kaynaklı iyileşme öngörüsü olsa da marj anlamında revizyona neden olduğunu görmekteyiz. PGSUS'un yılın ikinci yarısında da revizyona rağmen güçlü operasyonel sonuçlar vermeye devam etmesini beklemekteyiz.	8,52	1,34	7,77



GRSEL	OLUMLU	Gür-Sel, 2025 yılı ikinci çeyreğinde beklentilere paralel olarak 2,39 milyar TL hasılat, 837 milyon TL FAVÖK ve 492 milyon TL net kâr elde etti. Şirket, taşıma segmentlerindeki dengeli büyüme ve yeni projelerin etkisiyle zorlu bir çeyrekte bile "diri" sonuçlar sundu. Hasılat %12,6 büyüyerek 2,39 milyar TL'ye ulaştı. Maliyetlerin yatay seyretmesi, brüt kârı destekledi ve brüt kâr %42,96 artarak 727 milyon TL'ye yükseldi. Operasyonel verimlilik devam etti ve FAVÖK, %70,43'lük bir artışla 837 milyon TL'ye ulaştı. Yüksek amortisman gelirleri (%242,87 artış) de FAVÖK'e katkı sağladı. FAVÖK marjı 391 baz puan artarak %33,98 ile son dönemin en yüksek seviyesine çıktı. İkinci yarı için daha umutlu olmakla birlikte 2025 yılında 13 milyar TL hasılat ve 4 milyar TL FAVÖK hedeflerini rahatlıkla tutturabileceğini değerlendiriyoruz.	17,50	3,95	9,87
HRKET	NÖTR	Hareket Proje, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 1,3 milyar TL ciro, 173 milyon TL FAVÖK ve 57 milyon TL net zarar ile beklentilere paralel sonuçlar bildirdi. Şirket, sanayi, enerji ve inşaat gibi büyük ölçekli projelere yönelik ağır kaldırma ve nakliye hizmetleri sunan global bir taşımacılık firmasıdır. Yeni iş anlaşmalarının ilk sinyalleri bu çeyrekte alındı ve artan iş ilişkileri sayesinde önümüzdeki çeyreklerde daha güçlü gelir bekleniyor. Ancak, makroekonomik koşullara bağlı maliyet artışları nedeniyle brüt kâr %50,16 düşerek 164 milyon TL'ye geriledi ve brüt kâr marjı %19,32 ile en düşük seviyesine ulaştı. Operasyonel kârlılık baskılandı ve FAVÖK %44,91 daraldı. Şirketin finansalları genel olarak nötr değerlendirilse de, yeni iş ilişkileri ışığında gelecek çeyrekler için daha iyimser bir tablo bekleniyor.	A.D	1,28	13,11
GLCVY	OLUMLU	Şirketin net faiz marjı, politika faizinin iki katı seviyesinde kalmaya devam etti. Net faiz gelirleri, %93,49 artışla 2,07 milyar TL'ye ulaşarak güçlü bir büyüme sergiledi. Şirket, KOBİ ve orta ölçekli gruplardan gelen krediler ile bireysel kredi kartı batıkları sayesinde portföyünü büyütürken sektörde lider konuma geldi. Gelecek Varlık Yönetimi'nin büyüme hızı, rakiplerine göre daha yüksek seyrediyor. Giderlerdeki artışlara rağmen net faaliyet geliri %47,76 artışla 536 milyon TL'ye yükseldi. RoE, yıllık bazda 1598 baz puan düşse de, çeyreklik bazda toparlanma gösterdi. Şirket, enflasyonun üzerinde reel kârlılık getirme potansiyeliyle cazip bir konumda bulunuyor.	7,38	3,21	A.D
TABGD	OLUMLU	Makroekonomik sorunların devamı , alım gücündeki azalma , tüketici talebindeki değişimlere rağmen güçlü büyüme gösteren şirketin verilerini pozitif değerlendirmekteyiz.Karlılıkta hafif geri çekilmesinin temel sebebini güçlü büyüme görünen ekonomik menülerin payının toplam satışlar içindeki ağırlığının artması olarak değerlendirmekteyiz. Zorlu koşullara rağmen güçlü operasyonel performans ve sürdürülebilir sağlıklı karlılığın etkilerinin önümüzdeki dönemlerde de devam etmesini beklerken 2025 2.çeyrek itibariyle beklentilerde yukarı yönlü revizyona gitmesinin fiyatlama üzerindeki etkilerinin pozitif olduğunu düşünmekteyiz.	26,57	2,99	7,56