1. **AKSA 2Ç25 Sonuçları (Sınırlı Negatif) - PhillipCapital Araştırma**

Aksa Akrilik, 2Ç25 döneminde 22,6 milyon TL zarar açıkladı (2Ç24: 19,5 milyon TL kar). Şirket %19 azalışla 6,96 milyar TL ciro açıkladı. **Açıklanan sonuçları operasyonel tarafta ciro daralması ve artan giderlere rağmen FAVÖK marjındaki iyileşme nedeniyle sınırlı negatif olarak değerlendiriyoruz.**

Satışların maliyetinin %20 azalarak 5,91 milyar TL seviyesine düşmesine bağlı olarak brüt kar ciroya kıyasla daha az oranda (%13) daraldı, brüt kâr marjı ılımlı iyileşme ile %15,2 seviyesinde gerçekleşti (2Ç24: %14,1).

FAVÖK geçen yılın aynı dönemine göre %15 azalışla 1,10 milyar TL seviyesine geriledi (2Ç24: 1,30 milyar TL). Ancak ciro daralmasına rağmen operasyonel verimliliğin sağlanmasıyla  FAVÖK marjı 1,8 puan iyileşmeyle %15,9'a yükseldi (2Ç24: %14,0).

Net finansman giderlerdeki artış ve net parasal pozisyon kazancındaki düşüş vergi öncesi zararı olumsuz etkilerken, ertelenmiş vergi gelirindeki artış zarardaki yükselişi sınırlamıştır.

Şirket 2025'in ilk 6 ayında 1,65 milyar TL yatırım gerçekleştirdi (2024: 1,42 milyar TL). Kapasite kullanım oranı %76, ihracat oranı %51 seviyelerinde gerçekleşti. Teknik elyaflarda güçlü büyüme devam ederken 7.000 ton/yıl kapasiteli teknik iplik yatırımının 1. fazı tamamlandı. DowAksa'nın %100 satın alınması 125 milyon USD bedelle gerçekleştirildi.

Epsilon Kompozit'te %54 paya ulaşılırken Akset Enerji %100 bağlı ortaklık olarak kuruldu. Ar-Ge harcamaları 103 milyon TL seviyesinde sürdürüldü.

Şirket 2025 için %80 kapasite kullanımı, 850 milyon USD ciro ve %12-16 FAVÖK marjı hedeflerini korudu.

**Ciro daralması ve zarara rağmen FAVÖK marjındaki iyileşme, mevcut yatırım programı ve stratejik satın almalar açısından 2Ç25 sonuçlarını sınırlı olumsuz değerlendiriyoruz.**

1. **BOBET 2Ç25 Sonuçları (Negatif) PhillipCapital Araştırma - Hedef Fiyat: 45,00 TL / Öneri: Endeks Üzeri Getiri**

Boğaziçi Beton 2Ç24 dönemindeki 79 milyon TL zarara karşılık 2Ç25 döneminde 385 milyon TL zarar elde etti. **Açıklanan sonuçları operasyonel taraftaki olumsuz görünüm, marjlardaki belirgin düşüş ve zarar rakamı nedeniyle negatif olarak değerlendiriyoruz. Kısa vadede hisse performansı üzerinde satış baskısı görülebilir.**

Şirket yılın ikinci çeyreğinde geçen senenin aynı dönemine kıyasla %13 düşüşle 2,25 milyar TL ciro açıkladı. 2Ç25'te Ramazan ve Kurban bayramlarının etkilerine ek olarak, çimento sektöründe bir süredir dile getirdiğimiz üzere ürün fiyatlarındaki artışların enflasyonun gerisinde kalması, kârlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etti.

Üretim maliyetlerinin düşmesine karşın cirodaki düşüşün daha baskın olması nedeniyle geçen sene aynı dönemde 129 milyon TL brüt kâr açıklayan şirket bu dönemde 91 milyon TL brüt zarar açıkladı. FAVÖK geçen senenin aynı dönemine kıyasla %49 azalışla 221 milyon TL oldu. FAVÖK marjı ise yıllık bazda 7 puan azalışla yaklaşık %10 olarak gerçekleşti.

Geçen sene aynı dönemde yaklaşık 15 milyon TL net parasal pozisyon kaybı yazan şirketin kaybının bu dönemde 189 milyon TL'ye yükselmesi ve finansman giderlerinin (kur farkı giderinin) artmasıyla birlikte şirket 385 milyon TL zarar açıkladı (2Ç24: 79 mn TL zarar).

Şirketin 2024 yılı sonunda 612 milyon TL olan net nakit pozisyonu 2025’in ilk çeyreğinde artan yatırım harcamaları nedeniyle 2 milyon TL’ye gerilemişti. İkinci çeyrekte devam eden yatırımlar nedeniyle 516 milyon TL net borç pozisyonuna geçti. Net Borç / FAVÖK rasyosu 0,3x oldu.

İkinci çeyrekte fiyatlarda bir artış yapılmazken Ağustos itibarıyla özellikle beton fiyatlarında anlamlı bir fiyat zammı bekleniyor. Buna bağlı olarak şirket, söz konusu fiyat artışlarının etkisi ve yılın kalanında beklenen güçlü performansın katkısıyla 2025 yılı için öngördükleri %20 FAVÖK marjı hedefinin ulaşılabilir olduğunu değerlendirmekte (6A25: %12). Öte yandan şirketin 2025 yılı içinde devreye alacağı klinker yatırımı, öğütme tesisinde işlenecek klinkerle operasyonel verimliliği artıracak. Yatırımın operasyonel tarafa katkısının 2026’da görülmesi bekleniyor.

Orta-uzun vadede olumlu görüşümüzü koruduğumuz BOBET için 12 aylık hedef fiyatımızı 45,00 TL olarak sürdürüyoruz. Hisse 2025 tahminlerimize göre 3,0x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

1. **EKGYO 2Ç25 Sonuçları (Pozitif) - PhillipCapital Araştırma**

Emlak Konut GYO, enflasyon muhasebesi uygulanmış solo finansal sonuçlarına göre, 2Ç25 döneminde yıllık bazda;

-              2,6 kat artış ile 23,6 milyar TL ciro,

-              4,7 kat artışla 6,80 milyon TL FAVÖK,

-              12 kat artışla 5,28 milyar TL net kar elde etti.

Aracı kurum tahminleri 8,76 milyar TL ciro, 1,83 milyar TL FAVÖK ve 2,37 milyar TL net kar olarak paylaşılmıştı. Finansman giderinin artması ve mevzuat değişikliği sonucu vergi gideri oluşmasına rağmen operasyonel taraftaki güçlü performans ve net parasal pozisyonundaki iyileşme net karlılığı destekledi. Açıklanan sonuçlar beklentilerin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti.

Emlak Konut’un 2025 yılı için 856 bin m2 brüt satış alanı ve 77 milyar TL proje satış değeri hedefi bulunuyordu. Şirket ilk 6 aylık dönemde yıl sonu hedefinin yaklaşık %62 oranında gerçekleştirdi. Şirketin 2025 yılı net kar hedefi ise 12 milyar TL düzeyindedir.

Şirketin net borcu Mart sonu itibariyle 8,5 milyar TL iken Haziran sonunda 13,1 milyar TL’ye yükseldi. Bununla birlikte güçlü operasyonel sonuçların etkisiyle net borç / FAVÖK oranı 0,9x düzeyine geriledi.

1. **GESAN 2Ç25 Sonuçları (Nötr) - PhillipCapital Araştırma**

**Hedef Fiyat: 99.00 TL / Öneri: Endeks Üstü Getiri**

Girişim Elektrik enflasyon muhasebesi uygulanmış finansallarına göre 2Ç25 döneminde yıllık bazda:

- %8 artışla 3,05 milyar TL ciro,

- %89 artışla 336 milyon TL faaliyet karı,

- %3 düşüşle 415 milyon TL FAVÖK,

- 23 milyon TL net kar (2Ç24 692 milyon TL) elde etti.

Gelir modeli ağırlıklı döviz bazlı olan şirketin 2Ç25 döneminde cirosu %22 artarak 78,9 milyon USD, faaliyet karı %113 artarak 8,7 milyon USD ve FAVÖK %9 artışla 10,7 milyon USD oldu.

Artan ciroya rağmen operasyonel kardaki gerilemede şirketin yatırım sürecinin negatif etkili olduğu gözükmektedir. Yüksek yatırım sürecinden ötürü şirketin operasyonal giderlerinin satışlarına oranında genel olarak bir artış mevcut.

Şirketin bölümlere göre raporlamasına baktığımızda ise, 6A25 döneminde solo Girişim Elektrik’in brüt kar %51 artışla 968 milyon TL ve faaliyet karı %189 artışla 1,11 milyar TL oldu. Europower’da ise brüt kar sabit kalarak 850 milyon TL oldu. Ancak, Peak PV ve Euromek tarafında yaşanan zararlar konsolide operasyonel karlılığı baskıladı. Peak PV’nin 6A25 cirosu yıllık bazda %23 artarken brüt kar önceki yılın 243 milyon TL karından 33,3 milyon TL zarar oldu. 2Ç25 döneminde Peak PV’den olan brüt zarar yaklaşık 114 milyon TL’dir. Diğer yandan bu sene başında devreye alınan Euromek’de aldığı iş siparişlerinin henüz çok küçük bir bölümünü ciroya yansıtabildi. Operasyonel giderleden dolayı da Euromek tarafında 54,2 milyon TL kadar geçici bir faaliyet zararı oluştu.

Net kardaki daralma ise finansman gideri ve net parasal pozisyon kaybı nedeniyle gerçekleşti. Ek olarak geçen yıl ikinci çeyrekte yatırım faaliyetlerinden geçici olarak 1,01 milyar TL kadar bir gelir gerçekleşmişti. Bu nedenle net kardaki hızlı gerilemede baz etkisi de etkili olmuştur.

Son olarak, şirketin net borcu 1Ç25 sonu 574 milyon TL seviyesinden 1,6 milyar TL’ye çıkmıştır. Net borç / FAVÖK oranı 0,4x çarpanında hala oldukça düşük bir seviyededir. Net borcun artışında 2025 yıl sonunda devreye alınacak Europower World yatırımının etkili olduğunu tahmin ediyoruz. Fabrika inşaatı büyük ölçüde tamamlanan yatırımın 2026 yılında ciroya 100 milyon USD üzerinde katkı yapması bekleniyor.

Açıklanan finansal sonuçları Girişim Elektrik ve Europower solo açısından olumlu değerlendiriyoruz. Ancak, Peak PV ve Euromek kaynaklı geçici zararlar konsolide sonuçlar karlılığın baskılanmasına sebep oldu. Hedef fiyatımızı koruyor ve GESAN’ı beğenmeye devam ediyoruz.

1. **GRSEL 2Ç25 Sonuçları (Pozitif)- PhillipCapital Araştırma**

GRSEL, 2Ç25 konsolide finansallarında;

- yıllık bazda %12,6 artışla 2,39 milyar TL ciro,

- yıllık bazda %70,6 artışla 837 milyon TL FAVÖK ve

- yıllık bazda %42,5 artışla 492 milyon TL net kâr açıkladı.

- Bu dönemde FAVÖK marjı %23,1’den %35’e yükselirken, net kâr marjı da %16,3’ten %20,6’ya çıkmıştır. Operasyonel kârlılıktaki bu güçlü artışta, etkin fiyatlama stratejileri, özmal araçların daha verimli hatlara yönlendirilmesi ve yapay zekâ destekli optimizasyon süreçlerinin devreye alınması etkili olmuştur. Şirketin kapasite kullanım oranı da bu çeyrekte %80,8’den %83,8’e yükselmiştir.

- Özellikle yıl içerisinde kazanılan yeni sözleşmelerin gelir üzerindeki katkısı belirginleşmiş ve şirketin çeşitlendirilmiş gelir yapısı bu dönemde de güçlü kalmaya devam etmiştir. Ayrıca, İstanbul dışındaki operasyonlarda büyüme stratejisi doğrultusunda yapılan araç yatırımlarıyla Bursa, Düzce, Ankara, Samsun, Mersin, Erzurum ve Manisa gibi şehirlerde faaliyet alanı genişletilmiştir. Temmuz ayında devreye alınan yeni projelerin yıllık bazda 1,3 milyar TL düzeyinde ek gelir yaratması beklenmektedir.

- Şirketin bu çeyrekteki yatırım harcamaları 732 milyon TL’ye ulaşarak geçen yılın aynı dönemine göre %43,6 oranında artış göstermiştir. Aynı zamanda GRSEL, dönem sonunda 899 milyon TL net nakit pozisyonuna ulaşmış ve böylece bilanço yapısını önemli ölçüde güçlendirmiştir.

**Şirket, bu yıl için net satışların 13,0 milyar TL ve FAVÖK'ün 4,0 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörmektedir. Şirketin ABD pazarına yönelik orta-uzun vadeli stratejik planı kapsamında kurulması planlanan iştirak ile dijital otobüs operatörlüğü modeline geçilmesi ve otonom araçlarla ihale süreçlerine katılım sağlanması hedeflenmektedir.  2025 tahminlerine göre GRSEL 7,5x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.**

1. **LKMNH 2Ç25 Sonuçları (Nötr) - PhillipCapital Araştırma**

Lokman Hekim, 2Ç25 konsolide finansallarında;

- yıllık bazda %10 artışla 875 milyon TL ciro,

- yıllık bazda %6 artışla 171 milyon TL FAVÖK ve

- yıllık bazda %24 artışla 58 milyon TL net kâr açıkladı.

Piyasa beklentisi şirketin 842 mn TL ciro, 170 mn TL FAVÖK ve 30 mn TL net kar açıklaması yönündeydi.

- FAVÖK marjı 2Ç25’te 76 baz puan gerileyerek %19,5 olarak gerçekleşti. Bununla beraber sonuçlar piyasa beklentisini büyük ölçüde karşıladı.

- Şirketin 30 Haziran 2025 itibarıyla düzeltilmiş net borcu 1,07 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiş, net borç/FAVÖK oranı 1,34x ile hâlâ yönetilebilir bir seviyede kalmıştır (2024 sonu: 1,08x).  Toplam yatırım harcaması yılın ilk yarısında 405 milyon TL’ye ulaşmış, özkaynak büyüklüğü ise 2,40 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Dönem itibarıyla özkaynak kârlılığı %8,7, aktif kârlılığı ise %4,7 seviyesinde kaydedilmiştir.

- Şirketin faaliyet dönemi içerisinde iki önemli stratejik gelişme öne çıkmıştır. Bunlardan ilki, kurulum süreci tamamlanan ve kısa süre içinde devreye alınması planlanan GES yatırımıdır. 20 milyon kWh yıllık üretim kapasitesine sahip olacak santralin tüm sağlık tesislerinin elektrik ihtiyacını karşılaması ve 3–5 yıl içinde yatırım geri dönüşünü sağlaması beklenmektedir. İkinci önemli gelişme ise yurtdışı açılım stratejisi kapsamında Kırgızistan Bişkek’te inşası süren onkoloji odaklı Lokman Hekim Medical Center’dır. Bu merkezin 2025 yılı içerisinde faaliyete geçmesi hedeflenmekte olup şirketin sağlık turizmi gelirlerine anlamlı katkı sunması beklenmektedir.

Şirket 2025 yılında %9-11 reel ciro büyümesi ve %21-24 aralığında FAVÖK marjı öngörmektedir. İlk 6 aylık dönem gerçekleşmeleri dikkate alındığında 2025 beklentisinin erişilebilir olduğunu düşünüyoruz. Hisse 2025 tahminlerine göre 6,1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, LKMNH’nin ikinci çeyrek finansalları operasyonel açıdan istikrarlı bir tablo sunmakta, ciro ve net kâr tarafındaki büyüme korunurken FAVÖK marjındaki sınırlı geri çekilme dikkat çekmektedir. SGK dışı ödeme kanallarındaki artış, yurtiçi hasta sayısındaki büyüme ve yeni yatırımların katkısıyla şirketin orta vadeli büyüme görünümünün desteklendiği söylenebilir.

1. **PGSUS Temmuz Ayı Yolcu Verileri (Olumlu)**

- Pegasus’un Temmuz ayında toplam yolcu sayısı yıllık bazda %11 artışla 3,93 milyon seviyesine ulaştı. Böylece Ocak–Temmuz döneminde toplam yolcu sayısı %13 artışla 23,64 milyon oldu. Arz edilen koltuk kilometre (ASK) Temmuz ayında yıllık bazda %13, yılbaşından bu yana ise %15 oranında büyüme gösterdi. Doluluk oranı ise Temmuz ayında %88,0 ile geçen yılın aynı dönemine göre 1,0 puan geriledi. Yılbaşından bu yana bakıldığında doluluk oranı %87,6’dan %86,6’ya düşüş gösterdi.

- İç hatlarda, Temmuz ayında yolcu sayısı %10 artışla 1,42 milyon olurken, ASK yıllık bazda %15 büyüdü. Doluluk oranı ise %94,0 ile geçen yılın aynı dönemine kıyasla 0,7 puan düşüş gösterdi. Ocak–Temmuz döneminde iç hat yolcusu %7 artarken, doluluk oranı %91,4’ten %90,9’a geriledi.

- Dış hatlarda, Temmuz ayında yolcu sayısı yıllık bazda %11 artışla 2,52 milyon seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde dış hat ASK’si %13 büyürken, doluluk oranı %86,0’dan %84,9’a geriledi. Ocak–Temmuz döneminde dış hat yolcusu %16 artarken, ASK büyümesi %17 seviyesinde oldu. Ancak dış hat doluluk oranı geçen yılki %85,4 seviyesinden bu yıl %84,3’e geriledi.

Temmuz’da iç ve dış hat yolcu artışı çift haneli büyüme kaydederken arz tarafında da önemli kapasite genişlemeleri dikkat çekiyor. Ağustos ayında da benzer yoğunlukla güçlü verilerin sürebileceğini öngörüyoruz. Genel görünümde, Pegasus 2025’in ilk yedi ayında çift haneli yolcu artışını koruyor. Özellikle dış hatlarda kapasite artışıyla birlikte gelir başına maliyet yapısının korunması yılın ikinci yarısında kârlılık açısından belirleyici olacaktır.

1. **SELEC 2Ç25 Sonuçları (Negatif)- PhillipCapital Araştırma**

SELEC, 2Ç25 konsolide finansallarında;

- yıllık bazda %7 artışla 36,10 milyar TL ciro,

- yıllık bazda %24 azalışla 641 milyon TL FAVÖK ve

- geçen yılın aynı döneminde kaydedilen 179 milyon TL kâra kıyasla 321 milyon TL zarar açıklandı.

- 2025 yılının ilk yarısında SELEC’in konsolide satış gelirleri %2 artarak 75,8 milyar TL’ye ulaşırken, brüt kâr %22 gerileyerek 5,95 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Brüt kâr marjı geçen yılki %10,2 seviyesinden %7,8’e gerilemiş; faaliyet kâr marjı %4,2’den %1,0’a düşmüş; FAVÖK marjı ise %4,9’dan %2,3 seviyesine inmiştir. Net kâr tarafında ise geçen yılın aynı dönemindeki 542 milyon TL’lik kâra karşılık bu yıl 319 milyon TL zarar kaydedilmiştir. Zayıf görünümde etkili olan ana unsurlar arasında artan finansman giderleri (744 milyon TL), zayıflayan faaliyet kârlılığı, yüksek enerji ve lojistik maliyetleri ile birlikte stok devir hızındaki yavaşlama öne çıkmaktadır.

- Selçuk Ecza, yılın ilk yarısında Türkiye ilaç dağıtım pazarında kutu bazında %37,35, TL bazında ise %37,34 pazar payı ile liderliğini sürdürmüştür. Şirketin 111 adet deposu (27 ana depo, 84 bölge deposu), 6.133 personeli ve 2.411 adet aracı ile yaygın operasyonel ağı korunmaktadır. Ancak sektördeki regülasyonlar, iskonto oranlarındaki değişkenlik ve düşük fiyatlı ürünlerin hacimsel ağırlığının artması, genel marjlar üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmaya devam etmektedir.

**Özetle SELEC’in 2Ç25 performansı güçlü ciro büyümesine rağmen brüt ve net kârlılık tarafında ciddi bir bozulmaya işaret etmektedir. Şirketin nakit yapısı güçlü kalmaya devam etse de faaliyet kârlılığına yönelik baskı kısa vadeli görünüm açısından takip edilmelidir.**

1. **ÜLKER 2Ç25 Sonuçları (Kısmen Pozitif) – PhillipCapital Araştırma**

Ülker Bisküvi, 2Ç25 konsolide finansallarında yıllık bazda,

%15,5 artışla 23,1 milyar TL ciro,

%14,9 azalışla 3,4 milyar TL FAVÖK (FAVÖK marjı: %14,7),

%58 düşüşle 722 milyon TL ana ortaklık net kârı açıkladı.

Açıklanan sonuçlar aracı kurumların 23,1 milyar TL ciro ve 3,4 milyar TL FAVÖK beklentilerine paralel gelirken 494 milyon TL olan net kar tahminini aştı.

Şirketin satış gelirlerinde artış yaşansa da operasyonel kârlılık maliyet baskıları nedeniyle zayıflamış; net kâr ise yüksek finansman giderleri ve parasal kazançlardaki düşüşten olumsuz etkilenmiştir.

2025’in ilk yarısında toplam satış hacmi 344 bin ton ile yıllık bazda %2,6 düşmüş; aynı dönemde ciro %4,6 artmıştır. Bu durum Ülker’in fiyatlama gücünü koruduğunu ve operasyonel taraf ile kârlılığını desteklediğini göstermektedir.

2025 yılının ilk yarısında Türkiye atıştırmalık pazarı değer bazında %52 büyüme göstermiştir (Bisküvi kategorisi %43, kek kategorisi %46 ve çikolata kategorisi %59) Şirketin ürünlerinde yaşanan talep artışı, yerel satışlarını olumlu yönde etkilemiştir.

Bu çeyrekte, şirketin yurt dışı satışları 4,46 milyar TL olarak gerçekleşmiş ve toplam cironun %19,3’ünü oluşturmuştur. Bir önceki yılın aynı döneminde yurtdışı satışlar 3,86 milyar TL ile cironun %18,7’sini oluşturuyordu.

Şirketin net borcu yılın ilk çeyreğinde 33,4 milyar TL iken 2Ç25 itibarıyla 37,9 milyar TL’ye yükselmiş ve çeyreklik bazda %14 artış göstermiştir. Bu durum, artan finansman ihtiyacı ve yüksek faiz ortamında borçluluk baskısının devam ettiğine işaret etmektedir.

2025’in ilk yarısında şirket, ana faaliyet alanı dışındaki işlerini portföyünden çıkararak üretim, satış ve diğer operasyonları tek çatı altında topladı. Amacı, rekabet gücünü artırmak, maliyet ve verimliliği iyileştirerek tüketici ihtiyaçlarına daha etkin cevaplar vermektir.

Ülker, güçlü ciro artışı, fiyatlama gücü ve genişleyen atıştırmalık pazarıyla büyüme hikâyesini sürdürmektedir. Yurt dışı satışlardaki artış ve Ar-Ge yatırımları da uzun vadeli görünümü desteklemektedir. Artan borçlar ve finansman giderleri, zayıflayan operasyonel marjlar ve kur riskleri şirketin kârlılığı üzerinde başlıca risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Şirketin mevcut çarpanları; F/K 6,1x ve PD/DD 1,2x seviyelerinde olup, hem tarihi ortalamalarına hem de sektör medyanına göre iskontolu görünmektedir.