Günlük Yatırım Bülteni

Haftaya başlarken 11,250 üzerindeki hareketlerde yukarı atakların devam edeceğini düşünüyoruz

Küresel piyasalarda ABD ara seçimlerinde Demokratların Kongre'nin iki kanadını da kazanması ardından şirketlere yönelik düzenlemelerin sıkılaşması ve yapay zeka harcamalarının daha fazla mercek altına alınması ihtimali soru işaretlerine neden olmaya devam ediyor.

Günlük Takvim

- Hazine ve Maliye Bakanlığı 2 ve 4 yıl vadeli tahvil ihaleleri düzenleyecek
- 20:25 İngiltere Merkez Bankası (BOE) Başkanı Andrew Bailey konuşacak

Bültenden Başlıklar

- Piyasa Yorumu
- Sektör ve Şirket Haberleri
  - Halkbank <HALKB TI> 3Ç26 Sonuçları
  - Ünlü Yatırım Holding <UNLU TI> 3Ç26 Sonuçları
  - Emlak Konut GYO <EKGYO TI> 3Ç26 Sonuçları
  - Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> 3Ç26 Sonuçları
  - Ülker <ULKER TI> 3Ç26 Sonuçları
  - Otokar <OTKAR TI> Ekim 2026 Teslimatları – Otobüs Dirençli, 4Ç26'ya Zayıf Başlangıç
  - Enka İnşaat <ENKAI TI> 3Ç26 Sonuçları: İnşaat marjları çeyreklik toparlandı, yatırım zararları karı baskıladı - Sınırlı Olumsuz
  - Tüpraş <TUPRS TI> 3Ç26 – Rekor Marjlar Zirveyi İşaret Ediyor
  - Aygaz <AYGAZ TI> 3Ç26 – Hacim ve Tüpraş Güçlü Çeyreği Taşıdı
  - Borusan Boru <BRSAN TI> 3Ç26 Finansalları: Yıl sonu beklentilerindeki revizyon ve güçlü bakiye siparişleri görünürlüğü artırdı
  - Tofaş Otomotiv <TOASO TI> 3Q26 Analist Toplantısı: Marjlar, ürün karmasıyla artarken; beklentiler yukarı yönlü potansiyel barındırıyor
  - Ford Otosan <FROTO TI> 3Q26 Analist Toplantısı: 3Ç26 marjlarda dönüşe işaret ediyor
- Açıklanan Kar Payları

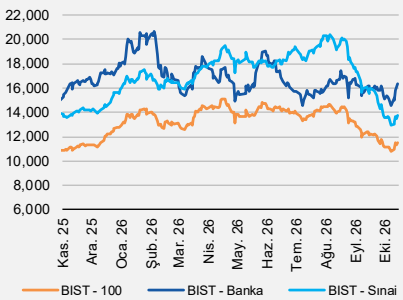
Sermaye Piyasası	
BIST-100 (TL)	11,483
BIST-100 (US$)	230
Günlük Değişim (TL)	%1.32
Günlük Hacim (BIST-100)	US$ 2,696 mn
Günlük Hacim (BIST-TÜM)	US$ 3,339 mn
Toplam Piyasa Değeri	US$ 291.7 mlr
Halka Açıklık Oranı	%26.9
3 Aylık Günlük İşlem Hacmi	US$ 4397.615 mn

BIST-100 Getirisi (TL)		
1 Haftalık / 1 Aylık	%6.7	-%5.3
3 Aylık / 12 Aylık	-%16.7	%3.7

En çok artan	TL/hisse	Değişim
TOASO	243.00	%9.1
ASTOR	161.50	%8.2
FROTO	73.15	%7.8
CVKMD	14.54	%7.6
TCKRC	124.00	%5.4

En çok azalan	TL/hisse	Değişim
SOKM	48.44	-%9.9
ZOREN	1.33	-%6.3
TURSG	3.35	-%5.1
EGGUB	80.55	-%4.1
TKFEN	189.00	-%4.1

Hacim	US$mn	Değişim
ASELS	269	-%23.3
THYAO	251	-%32.1
YKBNK	194	-%15.1
AKBNK	174	-%9.8
TUPRS	162	-%7.9



Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Piyasa Yorumu

Küresel piyasalarda ABD ara seçimlerinde Demokratların Kongre'nin iki kanadını da kazanması ardından şirketlere yönelik düzenlemelerin sıkılaşması ve yapay zeka harcamalarının daha fazla mercek altına alınması ihtimali soru işaretlerine neden olmaya devam ediyor. Perşembe günkü sert satışlar ardından Cuma günü ABD piyasalarında teknoloji hisselerinde tepki alımları öne çıktı. 7350 desteği üzerinde tutunma çabasının öne çıktığı küresel risk barometresi olarak da izlenen S&P 500 endeksi Cuma günü %0.3 artıda, dipten alımlar ve kısa pozisyonların kapatılmasıyla Nasdaq %1.4 artıda tamamlarken bu sabah tepki alımlarının Asya piyasalarına da yansıdığını takip ediyoruz. Vadelilerde karışık eğilim öne çıkıyor. Teknoloji hisseleri toparlansa da Demokratların ara seçim zaferinin ardından yapay zekaya yönelik düzenlemelerin sıkılaşabileceği ve yüksek yapay zeka harcamalarının sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler devam ediyor. Nvidia CEO'su Huang hakkında başlatılan inceleme başlangıçta Nasdaq vadelilerini %1'e kadar düşürse de kayıplar geri alındı. Bu hafta 9 Aralık Fed toplantısı öncesinde ABD'de Ekim ayı enflasyon verileri odak noktasında olacak. Hafta boyunca çok sayıda Fed ve ECB yetkilisi konuşacak. Bugün Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Konferansı'nın 31'inci oturumu olan COP31 9-20 Kasım 2026 tarihleri arasında Antalya'da düzenlenecek. Euro Bölgesi maliye bakanları Brüksel'de Eurogroup toplantısı için bir araya gelecek. G-7 dışişleri bakanları, Ukrayna ve Orta Doğu'nun öne çıkan gündem maddeleri arasında yer aldığı toplantılar için Paris'te bir araya gelecek. Fed'in Denetimden Sorumlu Başkan Yardımcısı Michelle Bowman TSİ 16:40'ta, Chicago Fed Başkanı Austan Goolsbee TSİ 18:00'de, Richmond Fed Başkanı Tom Barkin TSİ 20:15'te konuşacak. ECB yönetim kurulu üyelerinden Piero Cipollone TSİ 19:00'da konuşacak. İngiltere Merkez Bankası (BOE) Başkanı Andrew Bailey TSİ 20:25'te konuşacak.

Yurtiçine baktığımızda ise BIST-100 endeksinde tepki denemeleri öne çıkarken, fon piyasasına yönelik gelişmeler ön planda yer almaya devam ediyor. Ayrıca petrol fiyatlarındaki seyir ve faiz indirimi beklentileri piyasaları şekillendiren ana konu başlıkları arasında yer alıyor. Bu hafta yurt içinde TCMB'nin Enflasyon Raporu öne çıkarken, Antalya'da düzenlenecek COP31 Zirvesi yakından takip edilecek. Bugün Hazine'nin Kasım için 122.7 milyar TL iç borç servisine karşılık toplam 123.4 milyar TL iç borçlanma programladığı ihaleler izlenecek. Hazine bugün iki ve dört yıl vadeli sabit kuponlu tahvillerin yeniden ihracını gerçekleştirecek. Hatırlanacağı üzere son toplantıda TCMB beklendiği gibi faizlerde 100 baz puan indirime gitti ve açıklama notlarında temkinli duruşun korunduğunu takip etmiştik. Açıklanan kısa notta verilerin ve öncü göstergelerin enflasyonun ana eğilimindeki gerilemeyi teyit ettiğine, iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğine ve ayrıca yüksek seyreden enerji fiyatlarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam ettiğine vurgu yapmıştı. Ayrıca atılacak adımların büyüklüğü ve zamanlamasının enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirleneceğine işaret etmişti. Piyasada Ekim ayı ardından Aralık ayındaki yılın son toplantısında da 100 baz puan faiz indirimi bekleniyor. Böylece politika faizinin yıl sonunda %35'e düşmesi bekleniyor.

Bu sabah:

- Asya piyasalarında yükselişler öne çıkıyor
- Almanya vadelileri %0.2 ekside, S&P 500 vadelileri %0.3 artıda, Nasdaq vadelileri %0.1 artıda
- Dolar endeksi geriliyor, petrolde aşağı baskı etkisini sürdürüyor
- Altın ve emtialar yükseliyor, tahvil faizleri toparlanıyor
- Gelişmekte olan ülke döviz kurları dolara karşı değer kazanıyor

Haftaya başlarken 11,250 üzerindeki hareketlerde yukarı atakların devam edeceğini düşünüyoruz. Cuma günü alıcılı bir seyrin yaşandığı piyasada, BIST 100 Endeksi günü %1.32 oranında değer artışıyla 11,482 puandan tamamladı. Kısa vadeli düşüş trendi içerisindeki aşağı hareketin , geçtiğimiz hafta 10,600 desteği üzerinde tepki yükselişi gerçekleştirdiğini gözlemliyoruz. Haftalık periyotta %6.72 oranında değer artışının gerçekleştiği piyasada, haftanın ilk işlem gününde oluşacak seans içi geri çekilmelerde 11,250 seviyesini ilk önemli destek noktası olarak izlemeyi sürdürüyoruz. Endeksin tepki süreci

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

kapsamında yukarı denemelerindeki gücünü koruyabilmesi için 11,250 üzerinde dengelenmesi gerekiyor. Bu durumda daha güçlü direnç konumunda bulunan 11,900 seviyesini hedefleyecek alım eğiliminin etkisini sürdürebileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla 11.250 desteği altındaki olası hareketlerin ise piyasada yeniden zayıflama sinyali oluşturabileceğinin göz önünde bulundurulmasını öneriyoruz. Böyle bir gelişme ise kısa vadeli destek konumunda bulunan 10,600 seviyesine yönelik aşağı baskıyı arttırabileceği unutulmamalıdır.

Bu hafta yurt içinde TCMB'nin Enflasyon Raporu öne çıkarken, Antalya'da düzenlenecek COP31 Zirvesi yakından takip edilecek. 9 Aralık Fed toplantısı öncesinde ABD'de Ekim ayı enflasyon verileri odak noktasında olacak. Hafta boyunca çok sayıda Fed ve ECB yetkilisi konuşacak. Bugün Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Konferansı'nın 31'inci oturumu olan COP31 9-20 Kasım 2026 tarihleri arasında Antalya'da düzenlenecek. Hazine ve Maliye Bakanlığı 2 ve 4 yıl vadeli altı ayda bir sabit kupon ödemeli devlet tahvillerinin yeniden ihraçlarını gerçekleştirecek. Euro Bölgesi maliye bakanları Brüksel'de Eurogroup toplantısı için bir araya gelecek. AB maliye bakanları da Ekonomik ve Mali İşler Konseyi toplantısında buluşacak. Avrupa Merkez Bankası (ECB) yetkilileri de toplantılara katılacak. G-7 dışişleri bakanları, Ukrayna ve Orta Doğu'nun öne çıkan gündem maddeleri arasında yer aldığı toplantılar için Paris'te bir araya gelecek. Fed'in Denetimden Sorumlu Başkan Yardımcısı Michelle Bowman TSİ 16:40'ta, Chicago Fed Başkanı Austan Goolsbee TSİ 18:00'de, Richmond Fed Başkanı Tom Barkin TSİ 20:15'te konuşacak. ECB yönetim kurulu üyelerinden Piero Cipollone TSİ 19:00'da konuşacak. İngiltere Merkez Bankası (BOE) Başkanı Andrew Bailey TSİ 20:25'te konuşacak.

Sektör ve Şirket Haberleri

Halkbank <HALKB TI> 3Ç26 Sonuçları

Halkbank'ın net karı 3Ç26'da 8.5 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (YKY ve piyasa beklentisi: 7.8 milyar TL). Net kar üçüncü çeyrekte çeyreklik %4 artarken, yıllık olarak %13 artış kaydetti. 3Ç26 özkaynak karlılığı %14 seviyesinde gerçekleşti (9A26: %15). Net karın beklentimizin sınırlı üzerinde gerçekleşmesinde beklentimizden daha düşük efektif vergi oranı temel etken. Olumsuz olarak ise diğer bankalarda da gözlemlediğimiz doğrultuda aktif kalitesinde belirgin bozulma gerçekleşti. Takipteki krediler ve yakın izlemedeki krediler çeyreklik sırasıyla %16 ve %21 artış kaydetti.

İkincil halka arz (SPO) ile ilgili zamanlamanın piyasa koşullarına bağlı olacağı ifade edildi.

Halkbank'ın 3Ç26 net karı piyasa beklentisinin %9 üzerinde gerçekleşti. **Sonuçlara nötr piyasa tepkisi tahmin ediyoruz.** Açıklanan finansallar ışığında 2026/27 özkaynak karlılığı beklentilerimizi büyük oranda koruduk. Banka için 2026/27 için sırasıyla %12 ve %18 özkaynak karlılığı tahmin ediyoruz. Ayrıca 2027 için sermaye maliyeti varsayımımızı %35 olarak yukarı yönlü güncelliyoruz (risksiz getiri oranı: %30, beta: 1x, hisse risk primi: %5). Banka için 12 aylık hedef fiyatımızı 47TL olarak değiştirirken (eski hedef fiyat: 49TL), **TUT tavsiyemizi koruyoruz**. Halkbank 2026/27 tahminlerimize göre 0.9x/0.8x PD/DD ve 9x/4.6x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

Bankanın üçüncü çeyrekte TL kredileri çeyreklik %8 artarken, döviz kredileri ise $ bazında çeyreklik %3 artış kaydetti. Halkbank'ın TL mevduatı çeyreklik %8 artarken, YP mevduatı ise $ bazında %5 arttı. Halkbank'ın swaplardan arındırılmış net faiz marjı çeyreklik 60 baz puan artış gösterdi. TL kredi-mevduat makasında çeyreklik 30 baz puan düşüş gerçekleşti. TL mevduat faizlerinde 10 baz puan düşüş, TL kredi faizlerinde ise 40 baz puan düşüş gerçekleşti. YP kredi-mevduat makası ise 20 baz puan iyileşti. Komisyon gelirleri yıllık %35 artış gösterirken, faaliyet giderleri ise yıllık %63 seviyesinde artış gösterdi. Takipteki kredi oranı üçüncü çeyrekte çeyreklik 30 baz puan artarak %4.7 seviyesine yükseldi. 2.evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %11 seviyesine yükseldi (2Ç26: %9.8). Net risk maliyeti ise +140 baz puan seviyesindedir (2Ç26: +170 baz puan). Tüm kredilerin karşılık oranı %3.2 seviyesine hafif geriledi (2Ç26: %3.3). Halkbank'ın sadece banka sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları (BDDK esneklikleri hariç) sırasıyla %14.5 ve %9.2 seviyelerindedir. Çekirdek sermaye oranı Araştırma kapsamımızdaki mevduat bankaları arasında en düşük seviyelerden biri fakat ikincil halka arz sonrası çekirdek sermaye oranında belirgin bir artış olacak. ***Raporun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.***

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Ünlü Yatırım Holding <UNLU TI> 3Ç26 Sonuçları

Ünlü Yatırım Holding TMS29 etkisi dahil 3Ç26'da 68 milyon TL net zarar açıkladı (3Ç25: 39 milyon TL net zarar). Beklentimiz 70 milyon TL net zarar yönündeydi. Sonuçlar genel hatlarıyla beklentimize paralel gerçekleşti. Net gelirler üçüncü çeyrekte reel olarak yatay kalırken, faaliyet karı ise faaliyet giderlerinin etkin yönetimi (yıllık %8 düşüş) sayesinde yıllık %26 iyileşti. Olumsuz olarak ise yüksek net finansman giderleri ve parasal zararlar yıllık gelişimi olumsuz etkiledi. Böylelikle yılın ilk dokuz ayında şirket 372 milyon TL net zarar elde etti (9A25: 257 milyon TL net zarar).

Açıklanan finansallara nötr piyasa tepkisi tahmin ediyoruz. Tahminlerimize zayıf sonuçları yansıttık. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 12.6TL/hisse olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat: 18.5TL) ve TUT tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2026/27 tahminlerimize göre 0.5x/0.6x PD/DD ile işlem görmektedir. Şirketin 2026'yı 419 milyon TL net zararla tamamlamasını beklerken, 2027'de net zararın 77 milyon TL seviyesine gerilemesini tahmin ediyoruz. 2028 yılından itibaren ise şirketin net kar elde etmesini öngörüyoruz. Hisse 2025 sonuna göre XU100'un %44 gerisinde performans gösterdi ve kısa vadede operasyonel sonuçlarda belirgin bir toparlanma tahmin etmiyoruz.

Net gelirler üçüncü çeyrekte yıllık yatay gelişirken, çeyreklik bazda ise %4 artış kaydetti ve 805mn TL seviyesinde gerçekleşti. Kurumsal finansman iş kolunda yılın ilk yarısındaki zayıf gelir katkısı sonrası üçüncü çeyrekte güçlü gelir katkısı gerçekleşirken, takipteki krediler iş kolundan çeyreklik bazda yatay katkı gerçekleşti. Kurumsa satış, yatırım danışmanlığı ve hazine iş kolları gelirlerinde ise çeyreklik bazda gelir düşüşü gerçekleşti. Faaliyet giderleri 3Ç26'da çeyreklik %4 düşüş gösterdi. Toplam çalışan sayısı 407'ye geriledi (2Ç26: 443). Bu sayede faaliyet karı çeyreklik %39 artışla 226 milyon TL'ye ulaştı. Olumsuz olarak ise net finansman giderlerindeki belirgin artış ve yüksek seyretmeye devam eden parasal zararlar faaliyet karlılığındaki iyileşmenin net kara yansımasını engelledi. Müşterilere sağlanan kredi bakiyesi 505 milyon TL seviyesine geriledi ve toplam aktiflere oranı %7 oldu. Kaldıraç oranı ise 2.4x gibi halen düşük bir seviyede gerçekleşti. Şirketin net borç pozisyonu 3Ç26 itibarı ile 1.1 milyar TL seviyesindedir (2Ç26: 650mn TL net nakit).

Raporun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.

Emlak Konut GYO <EKGYO TI> 3Ç26 Sonuçları

Emlak Konut GYO <EKGYO TI>, 3Ç26'da geçen yılın aynı dönemindeki 252 milyon TL'ye kıyasla 1,1 milyar TL net kâr açıkladı. Net satışlar yıllık %38 artışla 16 milyar TL'ye yükselirken, VAFÖK 6,9 milyar TL'ye ulaştı (3Ç25: 2,6 milyar TL) ve VAFÖK marjı yıllık 20,4 puan artışla %43 seviyesine yükseldi. Güçlü operasyonel performansta ağırlıklı olarak yüksek marjlı arsa satışı karşılığı gelir paylaşımı (ASKGP) projeleri etkili olurken, konut satışları zayıf seyrini sürdürdü. Yüksek finansman giderleri ve ertelenmiş vergi giderleri net kârlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etti.

Öne Çıkan Noktalar

- **Yüksek marjlı arsa satışları ciro büyümesini ve marj iyileşmesini destekledi.** Net satışlar 3Ç26'da yıllık %38 artışla 16 milyar TL'ye yükseldi. Bu artışta, geçen yılın aynı dönemindeki 5 milyon TL'den 9,4 milyar TL'ye yükselen arsa satışları belirleyici olurken, ASKGP projeleri 9,1 milyar TL katkı sağladı. Buna karşılık, konut ve ticari ünite satış gelirleri yıllık %58 gerileyerek 3,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.
- **Kontrol altında tutulan faaliyet giderleri VAFÖK büyümesini destekledi.** Genel yönetim giderlerindeki yıllık %12 artış, pazarlama giderlerindeki %11 düşüşle kısmen dengelenirken, faaliyet giderleri yıllık yalnızca %4 artışla 1,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Brüt kârlılıktaki iyileşmeyle birlikte VAFÖK 6,9 milyar TL'ye yükselirken, VAFÖK marjı yıllık 20 puan genişledi.
- **Artan finansman ve vergi giderleri net kârlılığı sınırladı.** Net finansman giderleri yıllık %52 artışla 6 milyar TL'ye yükseldi. Bu artışta, yıllık %82 yükselerek 8,2 milyar TL'ye ulaşan faiz ve kira sertifikası giderleri ile 1,6 milyar TL tutarındaki kur farkı zararları etkili oldu. Finansman gelirlerinin 3Ç25'teki 500 milyon TL'den 3,7 milyar TL'ye yükselmesi

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

giderleri kısmen dengeledi. Öte yandan, ertelenmiş vergi giderlerinin 3,6 milyar TL'ye ulaşması (3Ç25: 2 milyar TL), güçlü operasyonel performansa rağmen net kârlılığı sınırladı. Net borç 3Ç26'da 82 milyar TL'ye yükselirken, Net Borç/VAFÖK oranı 3,5x seviyesinde gerçekleşti.

YKY Görüşü: Yüksek marjlı ASKGP arsa satışlarının desteğiyle VAFÖK'te kaydedilen güçlü büyüme ve marj iyileşmesi nedeniyle sonuçları **hafif olumlu** değerlendiriyoruz. EKGYO, mevcut durumda %66 NAD iskontosu, 6,0x FD/VAFÖK ve 0,4x PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor. Hisse yılbaşından bu yana BIST 100 endeksinin 14 puan altında performans gösterirken, önümüzdeki dönemde TCMB'nin olası faiz indirimlerinin hisse performansını destekleyebileceğini düşünüyoruz.

Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> 3Ç26 Sonuçları

Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> 3Ç26'da 2,4 milyar TL net kâr açıkladı (yıllık -%46). Net kâr tahminimizin %6, piyasa beklentisinin %8 üzerinde oldu. VAFÖK yıllık %15 düşüşle 28,2 milyar TL oldu ve tahminimizle uyumluydu. VAFÖK marjı 2,3 puan daralarak %11,4'e geriledi (YKYt: %11,3). Hasılat yıllık %2 artarak 246,8 milyar TL'ye ulaştı ve tahminimizle uyumlu oldu. Vergi giderindeki 2,7 milyar TL'lik düşüş, parasal kazançtaki 2,8 milyar TL'lik azalmanın büyük bölümünü telafi etti. CCI'ın güçlü serbest nakit akışı sayesinde konsolide net borç 2Ç26 sonundaki 97,5 milyar TL'den 85,7 milyar TL'ye indi, net borç/VAFÖK ise 1,0x'e geriledi (6A26: 1,1x). CCOLA, AEFES ve MGROS iştirakleriyle ilgili 3Ç26'ya ilişkin yorumlarımız için ilgili hisseye tıklayınız.

3Ç26 sonuçlarını genel olarak nötr değerlendiriyoruz. Tüm ana iştirakler sonuçlarını daha önce açıkladığı için konsolide rakamlar sürpriz içermedi. Beklentiyi aşan net kâr düşük vergi giderinden geldi, ana faaliyet dışı işlerde ise zarar derinleşti. **Hisse, net aktif değer tahminimize göre %48 iskontolu işlem görüyor. AL tavsiyemizi ve 55 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz.**

- **Meşrubat ve perakende grubu taşıdı, ancak tüm ana iştiraklerde marjlar daraldı.** Perakende (hasılatın %58'i) yıllık %3,3, meşrubat (%28) %1,0 büyüdü. Bira ise Türkiye hacimlerindeki %14,3'lük düşüşle %5,1 geriledi. CCI'ın Türkiye'de fiyat artışı yerine erişilebilirliği öne çıkarmasıyla meşrubat VAFÖK'ü (toplamın %45'i) %17 azaldı. Bu düşüş, grup VAFÖK'ündeki 4,8 milyar TL'lik gerilemenin yarısından fazlasını açıklıyor. Bira VAFÖK'ü %21 düştü (marj -3,7 puan), perakende ise en dirençli segment oldu (VAFÖK -%2,5, marj -0,5 puan).
- **Ana faaliyet dışı işlerde zarar arttı.** Anadolu Isuzu'da zayıflayan pazar ve ihracat ile Anadolu Motor'da yat işinin zayıf seyri nedeniyle otomotiv VAFÖK'ü yıllık %90 düşerek 104 milyon TL'ye geriledi. Tarım, enerji ve sanayi VAFÖK'ü ise %76 azaldı. Ana faaliyet dışı segmentler toplamda 2,6 milyar TL net zarar etti (3Ç25: 1,0 milyar TL). Bu segmentler grup net borcunun %35'ine denk gelen 29,6 milyar TL net borç taşırken VAFÖK'e katkıları %1'in altında kaldı.
- **Togg'dan çıkış holdingi net nakde taşıyor.** AGHOL, 2 Kasım'da Togg'daki %23'lük payını, kapanışta nakit ödenecek 184 milyon EUR karşılığında satmak için anlaşma imzaladı (%12'si TVF'ye, %11'i Turkcell'e). İşlem gerekli onaylara tabi. Yaklaşık 55,9 EUR/TL kuruyla satış geliri ~10,3 milyar TL ediyor. Bu tutar, Togg'un 4,0 milyar TL'lik defter değerinin 2,6 katı. Holdingin solo net borcu 5,2 milyar TL olduğundan, satış sonrasında holdingin yaklaşık 5,1 milyar TL net nakit pozisyonuna geçeceğini hesaplıyoruz.

Raporun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.

Ülker <ULKER TI> 3Ç26 Sonuçları

Ülker <ULKER TI> 3Ç26'da 546 milyon TL net zarar açıkladı. Biz 223 milyon TL, piyasa ise 125 milyon TL kâr bekliyordu. Sapma faaliyet kârının altından geldi. Net satışlar reel olarak yıllık %12 düşerek 28,9 milyar TL ile beklentilere paralel geldi. VAFÖK yıllık %59 düşerek 2,4 milyar TL oldu ve tahminimizin %6 üstünde, beklentiye paralel geldi (marj: %8,3, yıllık -9,5 puan). Net kur farkı zararı yıllık %57 azalarak 1,6 milyar TL'ye indi. Ancak faiz geliri (1,1 milyar TL, 3Ç25: 1,9 milyar TL) ve parasal kazanç (717 milyon TL, 3Ç25: 993 milyon TL) geriledi. Böylece 89 milyon TL vergi öncesi zarar oluştu. Çoğu ertelenmiş vergiden gelen 376 milyon TL vergi gideri de sonucu net zarara çevirdi.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Sonuçları olumsuz değerlendiriyoruz. Kâr beklentisine karşın gelen net zarar, beklentiye paralel VAFÖK'ün önüne geçiyor. Türkiye'de reel fiyat/ürün karması da hacim artışına rağmen ~%13 düştü. %8,3'lük marj tahminimize yakın, yani faaliyet tarafı korktuğumuzdan kötü değil. Piyasanın olumsuz tepki vermesini bekliyoruz, ancak hissenin yılbaşından bu yana BIST 100'ün %23 gerisinde kalması marj baskısının çoğunu fiyatlıyor. Tahminlerimizi bugünkü analist toplantısının ardından gözden geçireceğiz. **AL tavsiyemizi ve 150 TL/hisse 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Hisse, 2027 tahminlerimize göre 2,1x FD/VAFÖK ile işlem görüyor.**

- **Hacim korunuyor, promosyonlar fiyatı düşürüyor.** Türkiye'de satış hacmi okula dönüş kampanyaları, yeni ürünler ve Dubai çikolatası baz etkisinin azalmasıyla yıllık %1,6 arttı (atıştırmalık: +%2,4). Buna karşın Türkiye satışları reel olarak %12,1 düşerek 19,6 milyar TL oldu. Bu, ~%13,5 reel fiyat/ürün karması düşüşü demek ve 2Ç26'dan iyi değil. Promosyonların payı 9A26'da bisküvi satışlarında %38'e (9A25: %30), kalıp çikolata hacminde %47'ye (%44) çıktı. Yurt dışı satışlar %12,4 düşerek 9,3 milyar TL oldu (hacim: -%2,6). Körfez'deki çatışma talebi zayıflattı, Orta Doğu'da pazar %1,3 daraldı ve Orta Asya'da rekabet sertleşti.
- **Promosyonlar, TMS 29 ve artan girdi maliyetleri marjları baskılıyor.** Brüt kar marjı yıllık 7,9 puan düştü ve %21,3 oldu. Düşüşün çoğu, stoklardaki enflasyon düzeltmesinin satılan malın maliyetine geçmesinden geldi. Girdi maliyetleri de yeniden yükseldi. Kakao ton başına ortalama ~5.750 USD oldu (yıllık -%27, çeyreklik +%49). Buğday yıllık %30, palm yağı %14 pahalandı. Bu, ucuz kakaodan beklediğimiz rahatlamayı sınırlıyor. VAFÖK'ün %82'sini oluşturan Türkiye'de marj %10,0 oldu (3Ç25: %19,7). Yurt dışında marj, artan navlun ve sigorta maliyetlerinin de etkisiyle %4,7'ye indi (3Ç25: %13,7).
- **İşletme sermayesi nakit yaratıyor, borçluluk yine de artıyor.** İşletme sermayesindeki 890 milyon TL'lik çeyreklik azalış düşen faaliyet kârını dengeledi ve şirket çeyrekte 1,8 milyar TL serbest nakit akışı yarattı (yıllık: -%58). Net borç reel olarak çeyreklik bazda yatay kaldı ve 44,6 milyar TL oldu. Ancak son 12 aylık VAFÖK düştüğü için net borç/VAFÖK 2,3x'ten 2,9x'e çıktı.
- **Şirket hedeflerine ulaşmak zor görünüyor.** Şirket 2026 için satışlarda tek haneli düşüş ve %13,5 (±1,5 puan) VAFÖK marjı öngörüyor ve finansal sonuç açıklamasında hedefleri değiştirmedi. 9A26'da satışlar yıllık %8,8 düştü, marj %11,6 oldu. Yıl genelinde %5'lik düşüş için 4Ç26'da ~%7 reel büyüme, %12,0'lik alt sınır için bile ~%13 marj gerekiyor (4Ç25: %12,4). Kendi 2026 tahminimiz de (~%4 düşüş, %13,1 marj) iyimser kalıyor.

Raporun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.

Otokar <OTKAR TI> Ekim 2026 Teslimatları – Otobüs Dirençli, 4Ç26'ya Zayıf Başlangıç

Otokar <OTKAR TI>, Ekim 2026'da yıllık %57 düşüşle 326 adet araç teslimatı gerçekleştirdi (Ekim 2025: 755 adet). Gerilemede, geçen yılın aynı dönemindeki 86 adet askeri araç ve 163 adet Tunland pick-up teslimatının oluşturduğu yüksek baz etkili oldu. Ancak, her iki dönemin verilerinden Tunland ve askeri araçlar çıkarıldığında dahi teslimatlar, ağırlıklı olarak midibüs (-%84) ve hafif kamyon (-%56) satışlarındaki düşüş nedeniyle yıllık %36 geriledi. **Otobüsler, teslimatların yıllık %30 artışla 216 adede ulaştığı tek büyüyen segment oldu.** Bu büyüme hem yurt içi (+%104) hem de ihracat (+%17) satışlarıyla desteklendi. Yurt içi teslimatlar yıllık %69 düşüşle 145 adede, ihracat teslimatları ise %36 azalışla 181 adede geriledi.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Otokar Satışlar (Adet)	Aylık			YBB			Son Üç Ay			Son 12 Ay		
	Eki-26	Eki-25	y/y	Eki-26	Eki-25	y/y	Eki-26	Eki-25	y/y	Eki-26	Eki-25	y/y
Yurtiçi Satışlar	**145**	**471**	**-69%**	**3.482**	**3.884**	**-10%**	**540**	**1.208**	**-55%**	**4.397**	**4.839**	**-9%**
Midibüs	15	99	-85%	1.088	1.087	0%	131	260	-50%	1.311	1.321	-1%
Otobüs	51	25	104%	256	185	38%	100	60	67%	376	246	53%
Askeri Araçlar	0	0	a.d.	8	9	-11%	5	8	-38%	12	13	-8%
Küçük Kamyon	79	184	-57%	1.103	1.056	4%	304	414	-27%	1.427	1.414	1%
Tunland	0	163	-100%	1.027	1.547	-34%	0	466	-100%	1.271	1.845	-31%
İhracat	**181**	**284**	**-36%**	**1.750**	**2.102**	**-17%**	**569**	**645**	**-12%**	**2.474**	**2.493**	**-1%**
Midibüs	8	42	-81%	334	463	-28%	76	110	-31%	420	575	-27%
Otobüs	165	141	17%	1.265	1.258	1%	453	376	20%	1.607	1.429	12%
Askeri Araçlar	0	86	-100%	1	255	-100%	0	126	-100%	287	354	-19%
Küçük Kamyon	8	15	-47%	150	126	19%	40	33	21%	160	135	19%
Tunland	0	0	a.d.	0	0	a.d.	0	0	a.d.	0	0	a.d.
Toplam Satışlar	**326**	**755**	**-57%**	**5.232**	**5.986**	**-13%**	**1.109**	**1.853**	**-40%**	**6.871**	**7.332**	**-6%**
Midibüs	23	141	-84%	1.422	1.550	-8%	207	370	-44%	1.731	1.896	-9%
Otobüs	216	166	30%	1.521	1.443	5%	553	436	27%	1.983	1.675	18%
Askeri Araçlar	0	86	-100%	9	264	-97%	5	134	-96%	299	367	-19%
Küçük Kamyon	87	199	-56%	1.253	1.182	6%	344	447	-23%	1.587	1.549	2%
Tunland	0	163	-100%	1.027	1.547	-34%	0	466	-100%	1.271	1.845	-31%

Kaynak: Otokar, YKY Araştırma

Ekim Ayı Sonuçlarında Öne Çıkanlar

- **Yurt içi teslimatlar sert gerilerken, otobüs ihracatı kısmen destek sağlıyor.** Yurt içi satışlar, ağırlıklı olarak Tunland teslimatlarının gerçekleşmemesi (Ekim 2025: 163 adet) ve midibüs ile hafif kamyon satışlarındaki düşüş nedeniyle yıllık %69 geriledi. Tunland teslimatları üst üste üçüncü ayda da sıfır gerçekleşirken, son 12 aylık Tunland satışları yıllık %31 azalarak 1.271 adede geriledi. Öte yandan, ihracat teslimatları, büyük ölçüde askeri araç teslimatlarının gerçekleşmemesi nedeniyle yıllık %36 düştü. Askeri araçlar hariç tutulduğunda ise ihracattaki düşüş, otobüs teslimatlarının %17 artışla 165 adede yükselmesinin desteğiyle %9 ile sınırlı kaldı.
- **Yılbaşından bu yana teslimatlardaki düşüşte Tunland ve askeri araçlar belirleyici olurken, diğer ticari araçlarda büyüme yavaşlıyor.** Toplam teslimatlar, 10A26'da yıllık %13 azalarak 5.232 adede geriledi (yurt içi: -%10, ihracat: -%17). Tunland (-%34) ve askeri araç (-%97) teslimatlarındaki düşüş, toplam hacimlerdeki gerilemeyi fazlasıyla açıklarken, bu iki segment hariç ticari araç teslimatları 4.196 adetle yıllık bazda yatay seyretti (+%0,5). Ekim ayında midibüs (-%84) ve hafif kamyon (-%56) teslimatlarındaki sert düşüşün etkisiyle, bu iki segment hariç hacim büyümesi 9A26'daki %5 seviyesinden 10A26'da %0,5'e yavaşladı. Son 12 aylık toplam teslimatlar ise yıllık %6 azalarak 6.871 adet oldu.
- **Aylık askeri araç verileri Romanya teslimatlarını tam olarak yansıtmıyor.** Ekim ayında askeri araç teslimatı kaydedilmezken, geçen yılın aynı döneminde 86 adet teslimat gerçekleşmişti. Ancak Romanya projesi kapsamındaki teslimatların önemli bir kısmı artık CKD (demonte araç kiti) sevkiyatları ve Mediaş tesisindeki yerel üretim üzerinden gerçekleştiriliyor ve bunlar aylık verilere yansımıyor. Nitekim 3Ç26'da aylık verilerde yalnızca 5 adet askeri araç teslimatı görülürken, Otokar konsolide finansallarında 97 adet askeri araç satışı ve 3,4 milyar TL savunma geliri açıkladı. Dolayısıyla Ekim ayında askeri araç teslimatlarının sıfır olması, savunma satışlarının gerçekleşmediği şeklinde yorumlanmamalı.
- **Ekim verilerini sınırlı olumsuz değerlendiriyoruz.** 2026 yılı için 7.485 adetlik (-%2 yıllık) satış hacmi tahminimize ulaşılması, kasım–aralık döneminde yaklaşık 2.250 adet araç teslimatı gerektiriyor. Bu rakam, geçen yılın aynı dönemindeki 290 adet askeri araç ve 244 adet Tunland teslimatını da içeren toplam hacmin %37 üzerinde. Tahminimize ulaşılması için Tunland teslimatlarının yeniden başlaması ve ticari araç satış hacimlerinin toparlanması gerekiyor. 3Ç26 sonuçlarını, son teslimat verilerini, Romanya projesine ilişkin tazminat sürecini ve 1,47 milyar ABD doları tutarındaki yeni ihracat sözleşmesini dikkate alarak model varsayımlarımızı yeniden değerlendireceğiz. Şimdilik, **780 TL 12 aylık hedef fiyatımızla AL tavsiyemizi koruyoruz.**

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Enka İnşaat <ENKAI TI> 3Ç26 Sonuçları: İnşaat marjları çeyreklik toparlandı, yatırım zararları karı baskıladı - Sınırlı Olumsuz

Enka İnşaat <ENKAI TI>, 3Ç26'da yıllık %76 düşüşle 65 milyon USD net kâr açıkladı. Net kâr, tahminimizin %35, piyasa beklentisinin ise %39 altında gerçekleşti. Başta yabancı devlet tahvilleri (78 milyon USD) ve özel sektör tahvilleri (23 milyon USD) olmak üzere finansal menkul kıymetlerin piyasa değerlemesinden kaynaklanan 110 milyon USD zarar, yatırım faaliyetlerinden elde edilen net gelirin 3Ç25'teki 188 milyon USD seviyesinden 57 milyon USD net zarara dönmesine neden oldu. Net satışlar, enerji gelirlerindeki %66 düşüşün inşaat (+%5) ve gayrimenkul kiralama (+%9) gelirlerindeki büyümeyi aşmasıyla yıllık %14 gerileyerek 952 milyon USD seviyesinde, beklentilere paralel gerçekleşti. VAFÖK, yıllık %21 düşüşle 167 milyon USD seviyesinde, hem bizim hem de piyasa beklentisinin %12 altında gerçekleşirken, VAFÖK marjı yıllık 1,5 yüzde puan daralarak %17,6'ya geriledi. Brüt kâr marjı yıllık 1 yüzde puan artışla %20'ye yükselse de ağırlıklı olarak inşaat segmentindeki maliyetlere bağlı olarak genel yönetim ve pazarlama giderleri %39 artışla 58 milyon USD'ye ulaştı.

Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- **İnşaat marjları toparlansa da daha düşük seviyelerde dengeleniyor.** İnşaat gelirleri yıllık %5 artışla 706 milyon USD'ye ulaşırken (toplam cironun %74'ü), VAFÖK %29 düşüşle 85 milyon USD'ye geriledi. VAFÖK marjı %12 seviyesinde gerçekleşti (3Ç25: %18; 2Ç26: %4). Dokuz aylık VAFÖK marjı ise 9A25'teki %19 seviyesine karşılık 9A26'da %11,5 oldu. Bakiye iş tutarı çeyreklik %3 azalarak 8,1 milyar USD'ye gerilerken, bakiye iş tutarının yıllık satışlara oranı geçen yılki 3,4x seviyesinden 3,0x'e düştü.
- **Enerji segmentinde yeni kapasitenin kârlılığa katkısı henüz sınırlı.** Mart 2026'da 852 MW kapasiteli Kırklareli santralinin devreye girmesine rağmen elektrik üretim hacmindeki belirgin düşüş nedeniyle enerji gelirleri yıllık %66 gerileyerek 94 milyon USD (YKYt: 76 milyon USD) seviyesinde gerçekleşti. Segmentin VAFÖK'ü, 2Ç26'daki 46 milyon USD'den 5 milyon USD'ye geriledi.
- **Gayrimenkul kiralama, ticaret segmentindeki zayıflığı dengeliyor.** Gayrimenkul kiralama gelirleri yıllık %9 artışla 113 milyon USD'ye, VAFÖK ise %18 artışla 72 milyon USD'ye yükselirken, VAFÖK marjı yıllık 5 yüzde puan artarak %64'e ulaştı. Ticaret segmentinin VAFÖK'ü ise %73 düşüşle 6 milyon USD'ye geriledi.
- **Net nakit pozisyonu 5,4 milyar USD seviyesinde korunuyor.** Net nakit çeyreklik bazda yaklaşık %1 artarak 5,4 milyar USD'ye yükselirken, serbest nakit akışı 143 milyon USD olarak gerçekleşti (3Ç25: 197 milyon USD). Güçlü bilanço, Aralık 2026'da devreye alma çalışmalarına başlanması planlanan 11 MW kapasiteli Tuzla veri merkezi dahil olmak üzere şirketin yatırım projelerini finanse etmesini destekliyor.

Özet Görüşümüz

ENKA'nın 3Ç26 sonuçlarını, ağırlıklı olarak yatırım portföyünden kaynaklanan net kârın beklentilerin altında kalması ve operasyonel kârlılıktaki zayıf seyrin devam etmesi nedeniyle sınırlı olumsuz değerlendiriyoruz. İnşaat segmentinin VAFÖK marjındaki çeyreklik toparlanmayı olumlu bulurken, 8,1 milyar USD'lik bakiye iş tutarı, 5,4 milyar USD'lik net nakit pozisyonu ve gayrimenkul kiralama faaliyetlerinin güçlü performansı olumlu unsurlar olarak öne çıkıyor. AL tavsiyemizi ve 110 TL hedef fiyatımızı koruyoruz.

Raporun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Tüpraş <TUPRS TI> 3Ç26 – Rekor Marjlar Zirveyi İşaret Ediyor – Pozitif

Tüpraş 3Ç26'da 68,7 milyar TL net kar açıkladı ve 60,4 milyar TL olan piyasa beklentisini %14 aştı (2Ç26'da 48,4 milyar TL, 3Ç25'te 15,8 milyar TL). Hasılat 474,4 milyar TL ile beklentinin %10 üzerinde geldi. VAFÖK çeyreklik %53 artışla 89,5 milyar TL'ye çıktı ve beklentiyi %5 aştı, VAFÖK marjı %18,9 oldu (2Ç26'da %14,3, beklenti %19,8). Net rafineri marjı 36,3 USD/varil ile rekor kırdı (2Ç26'da 21,4 USD/varil, 3Ç25'te 9,7 USD/varil). Stok karı VAFÖK'ün yalnızca %2'si oldu, yani sonuç doğrudan marjdan geldi.

Rekor ürün marjları VAFÖK'ü taşıyor. Küresel ürün arzındaki sıkılaşma motorin marjını 2Ç26'daki 49,3 USD/varilden 81,3 USD/varile çıkarırken jet yakıtı ve benzin marjları 69,1 USD/varil ve 44,6 USD/varile ulaştı. Stok etkisi hariç VAFÖK yıllık %216 artışla 87,3 milyar TL oldu.

Rafineriler kapasitenin üzerinde çalışıyor. Kapasite kullanımı %106 ile son beş yılın en yüksek seviyesine çıktı. Yurt içi satışlar yıllık %13 artışla 7,90 milyon ton ile rekor kırdı, böylece zirve marjlar sonuçlara tam olarak yansıdı.

Faiz geliri beklenti aşımını büyütüyor. Mevduat faiz gelirinin yıllık iki katından fazla artışla 15,6 milyar TL'ye çıkmasıyla net finansman geliri 9,4 milyar TL'ye yükseldi (2Ç26'da 3,3 milyar TL).

Net nakit üç katına çıktı, artışın bir kısmı işletme sermayesinden. Net nakit 2025 sonundaki 56,5 milyar TL'den 165,4 milyar TL'ye yükseldi (net borç/VAFÖK eksi 0,9x), 9A26 serbest nakit akışı 3,6 milyar USD'ye ulaştı. Bunun bir kısmı yüksek ham petrol fiyatlarıyla oluşan negatif işletme sermayesinden geliyor ve fiyatlar geriledikçe tersine dönecek.

Ekim verileri ve yeni beklenti zirvenin geride kaldığını gösteriyor. Şirket 2026 net rafineri marjı beklentisini 13–15 USD/varilden 20–22 USD/varile yükseltti. Ancak 1Ç–3Ç26'daki 9,4, 21,4 ve 36,3 USD/varilin ardından aralığın orta noktası 4Ç26 için yaklaşık 15–17 USD/varil ima ediyor. Ekim'de motorin marjı 84,1'den 67,0 USD/varile, benzin marjı 43,5'den 21,5 USD/varile geriledi, Brent ise 116,8'den 124,8 USD/varile çıktı ve marj iki taraftan sıkıştı.

YKY Görüş

Tüm kalemlerde beklentinin aşılması, sınırlı stok etkisi, rekor kapasite kullanımı ve büyüyen net nakit pozisyonuyla sonuçları **pozitif** değerlendiriyoruz. Ancak Ekim marjları ve şirketin beklentisi 4Ç26 için 2Ç26'nın bile %20–30 altında bir marj ima ediyor ve 3Ç26'yı zirve çeyrek olarak görüyoruz, önümüzdeki çeyreklerde normalleşmenin sürmesini bekliyoruz.

Aygaz <AYGAZ TI> 3Ç26 – Hacim ve Tüpraş Güçlü Çeyreği Taşıdı – Pozitif

Aygaz 3Ç26'da 7,2 milyar TL net kar açıkladı ve 5,5 milyar TL olan piyasa beklentisini %32 aştı (2Ç26'da 4,5 milyar TL, 3Ç25'te 2,2 milyar TL). Hasılat 31,5 milyar TL ile beklentiyle uyumlu geldi ve yıllık bazda reel olarak %14 arttı. VAFÖK yıllık %37 artışla 1,8 milyar TL'ye çıktı ve beklentiyi %32 aştı, VAFÖK marjı %5,7 oldu (3Ç25'te %4,7, beklenti %4,4). VAFÖK'teki beklenti aşımını LPG hacmindeki %23'lük artış ve 326 milyon TL'lik stok karı getirdi, net kardaki aşımı ise EYAŞ üzerinden konsolide edilen Tüpraş sağladı.

Hacim %23 arttı, daralan pazarda pay kazanıldı. LPG satışları yıllık %23 artışla 750 bin tona çıktı. Yurt içi perakende satışlar %4 artışla 296 bin tona, toptan ve yurt dışı satışlar %40 artışla 454 bin tona yükseldi. Ocak–Ağustos döneminde tüplügaz ve otogaz pazarları %3,4 ve %3,0 daralırken Aygaz toplam LPG pazar payını 1,5 puan artışla %27,6'ya çıkardı.

Stok karı marjları yükseltti. Sonatrach LPG fiyatının Temmuz'daki 468 USD/ton'luk dipten yükselmesiyle 326 milyon TL stok karı oluştu ve brüt marj %12,2'ye çıktı (3Ç25'te %11,9, 2Ç26'da %10,6). Stok karı hariç tutulduğunda da VAFÖK beklentinin üzerinde kaldı. Fiyatın Kasım'da 983 USD/ton'a çıkmasıyla 4Ç26'da da stok karının sürmesi bekleniyor.

Net karın %87'si Tüpraş'tan geldi. EYAŞ'ın katkısı yaklaşık 6,3 milyar TL ile Aygaz'ın Tüpraş'ın rekor çeyreğindeki payıyla uyumlu, EYAŞ hariç net kar ise yıllık %4 artışla 910 milyon TL oldu. Tüpraş'ın beklentisi 4Ç26 için 3Ç26'nın yarısından az, yaklaşık 15–17 USD/varil bir rafineri marjı ima ettiği için Aygaz'ın 4Ç26 net karının düşmesi bekliyoruz.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Yatırım ve temettüye rağmen net nakit korundu. 9A26'da 2,8 milyar TL temettü ile gemi taksitleri ve Gebze tesisinin Osmaniye'ye taşınmasını da içeren yaklaşık 4 milyar TL yatırım harcamasına rağmen net nakit Haziran sonundaki 4,0 milyar TL'den 4,5 milyar TL'ye yükseldi.

Beklentiler korundu, otogaz payı artmaya devam ediyor. Şirket 2026 beklentilerini korudu. Ocak–Ağustos'ta otogaz payı %24,7 ile %23,5–24,5'lik beklenti aralığının üzerinde gerçekleşti ve iki yıl önceki %22,1'den yükseldi, LPG pazarının iki yılda yaşadığı %8'lik daralmayı dengeledi.

YKY Görüş

VAFÖK ve net kardaki beklenti aşımı, daralan pazarda pay kazanımı ve güçlenen net nakit pozisyonuyla sonuçları **pozitif** değerlendiriyoruz. Ancak VAFÖK'teki aşımın bir kısmı stok karından geldi ve net karın büyük kısmı marjların zirveyi gördüğü Tüpraş'a bağlı.

Borusan Boru <BRSAN TI> 3Ç26 Finansalları: Yıl sonu beklentilerindeki revizyon ve güçlü bakiye siparişleri görünürlüğü artırdı

Borusan Boru <BRSAN TI>, 3Ç26'da piyasa beklentisinin %11 üzerinde 44mn USD net kâr açıkladı. VAFÖK y/y %62 artışla 77mn USD'ye yükseldi ve piyasa beklentisinin %10 üzerinde gerçekleşti; VAFÖK marjı y/y 3.3 puan iyileşerek %12.1'e ulaştı ve piyasa beklentisinin 0.8 puan üzerinde gerçekleşti. Net satışlar y/y %18 ve ç/ç %15 artışla 638mn USD'ye yükseldi ve piyasa beklentisiyle uyumlu gerçekleşti.

Öne Çıkan Noktalar ve Değerlendirmeler

Gelirleri hacim değil, ürün karması sürüklüyor. Satış hacmi y/y %7.4 düşüşle 355.0K tona geriledi; buna karşın gelirler daha zengin ürün karması sayesinde büyüdü. Altyapı & Proje gelirleri, proje teslimatlarının planlandığı şekilde hızlanmasıyla y/y %32 artışla 359mn USD'ye yükseldi; Enerji (OCTG) gelirleri ise ABD'deki olumlu talep sayesinde %37 büyüdü. Avrupa ve Türkiye'deki zayıf talep, Sanayi & İnşaat ile Otomotiv segmentleri üzerinde baskı oluşturmaya devam etti.

Marj genişlemesi hızlanıyor. VAFÖK ç/ç %23 arttı ve marj %12.1 ile yılın en yüksek seviyesine ulaştı (ç/ç +0.8 puan). Genişlemede ABD'deki büyük çaplı boru tesislerindeki faaliyet kaldıracı, yüksek katma değerli ürünlerin payındaki artış ve Baytown'daki verimlilik kazanımları belirleyici oldu.

Borçluluktaki azalma sürüyor. Net borç y/y %53 ve ç/ç %21 düşüşle 126mn USD'ye geriledi; Net borç/Son 12 aylık VAFÖK oranı bir yıl önceki 2.3x seviyesinden 0.6x'e indi.

Beklenti revizyonu ve sipariş birikimi görünürlüğü güçlendiriyor. BRSAN, 2026 VAFÖK marjı beklentisini %9–11'den %10–11'e yükseltti; bu, 4Ç26'da %12 marja işaret ediyor. Şirket hacim (1.15–1.25mn ton) ve gelir (2.2–2.4mlr USD) beklentilerini ise korudu. Ağustos ayında 2027–28 teslimatlı olarak kazanılan, toplam yaklaşık 915mn USD tutarındaki iki sözleşme, Altyapı & Proje sipariş birikimini 2026–28 dönemine yayılan yaklaşık 3.6mlr USD'ye yükseltti.

YKY Görüşü: Sonuçları olumlu değerlendiriyor ve olumlu piyasa tepkisi bekliyoruz. Operasyonel beklenti üstü performans, marj beklentisindeki yukarı yönlü revizyon ve yaklaşık 3.6mlr USD'lik sipariş birikimi kâr görünürlüğünü güçlendiriyor; bu da hissenin 2026T tahminlerimize göre 11.5x FD/VAFÖK ve 27x F/K ile primli değerlemesini destekliyor. 4Ç26 teslimat zamanlaması ve ABD OCTG fiyatlaması, yakın vadedeki temel katalizörler

Tofaş Otomotiv <TOASO TI> 3Q26 Analist Toplantısı: Marjlar, ürün karmasıyla artarken; beklentiler yukarı yönlü potansiyel barındırıyor

Tofaş'ın 9A26 finansal sonuçlar telekonferansına katıldık. Yönetim telekonferansta 3Ç26 sonuçlarını, revize edilen 2026 beklentilerini ve 2027 itici güçlerini değerlendirdi.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Marjlar ürün karmasıyla yükseliyor. Vergi öncesi kâr (VÖK) marjı 3Ç26'da %5.6'ya, 9A26'da %3.9'a ulaştı. Bu artışta fiyatlama, satış yönetimi ve hafif ticari araç (HTA) ağırlıklı ürün karması belirleyici oldu. Brüt marj 4.2 puan genişlerken VÖK iki katından fazla artarak 4.8mlr TL'ye yükseldi.

Yükseltilen 2026 beklentisi temkinli görünüyor. Yönetim 2026 yılı VÖK marjı beklentisini ~%3–4'ten ~%4'e yükseltti. Bu beklenti, 9A26 ile genel olarak uyumlu ve 3Ç26'nın belirgin şekilde altında bir 4Ç26 marjına işaret ediyor. Değiştirilmeyen %5–7'lik 2028 hedefi sorulduğunda yönetim yukarı yönlü potansiyeli kabul etti ancak değişken piyasa koşulları ve hacmin yoğunlaştığı 4Ç'yi gerekçe göstererek temkinli tutumunu korudu; orta vadeli beklentilerini gelecek yıl güncelleyecek.

2027 itici güçleri yapısal. Yerlileştirilen K9 Doblò'nun seri üretimi Ekim'de başladı ve 2027'den itibaren yılda 80–90K adet ithal aracın yerini alacak. K0'ın Kuzey Amerika'ya sevkiyatları bu ay başlıyor. Yönetim yeni araç projesinin son aşamada olduğunu belirtti ve sözleşmeyi yıl sonundan önce imzalamayı bekliyor; ancak yerli bir Egea ikame modeli için zamanlama vermedi.

Yurt içi pay HTA'ya kayıyor. Hafif araç pazarı 9A26'da %13, 3Ç26'da %23 daraldı; yönetim zayıflığın 1Y27'ye kadar sürmesini bekliyor. Tofaş'ın toplam pazar payı 0.2 puan artarak %25.2'ye yükseldi. Bu dönemde HTA payı 4.5 puan sıçrayarak %48.6'ya ulaşırken, binek otomobil payı Egea'nın üretimden kalkmasıyla 3.4 puan gerileyerek %18.6'ya düştü.

YKY Görüşü: 3Ç26, Tofaş'ın yurt içi hacimler sert düşerken marjlarını genişletebildiğini gösterdi. ~%4'lük 2026 beklentisi 3Ç26'ya kıyasla temkinli görünüyor; %5–7'lik 2028 hedefi ise daha erken ulaşılabilir görünüyor. K9 yerlileştirmesi, K0'ın Kuzey Amerika ihracatı ve yeni proje sözleşmesi 2027'yi dönüm yılı haline getiriyor; sözleşme imzası yakın vadedeki temel katalizör. Riskler: 1Y27'ye uzanan daha zayıf yurt içi talep, binek otomobilde ilave pay kaybı, HTA payının normalleşmesi, yerli bir Egea ikame modelinin yerine ithal Fiat modellerinin gelmesi, sözleşmenin gecikmesi ve K9'da daha yavaş üretim artışı.

Ford Otosan <FROTO TI> 3Q26 Analist Toplantısı: 3Ç26 marjlarda dönüşe işaret ediyor

Ford Otosan'ın 9A26 finansal sonuç toplantısına katıldık; toplantıda 3Ç26 performansı, revize edilen 2026 beklentileri, Koç Finansman'ın ilk kez konsolide edilmesi ve Made in EU tartışması ele alındı.

3Ç26 dönüm noktasını işaret ediyor. Yönetim yurt içi hacim beklentisini düşürdü, ancak marj ve yatırım harcaması beklentilerini korudu; gerekçe olarak ürün karması yönetimi ve maliyet kontrolünde 3Ç'de yapılan yeniden ayarlamayı, Koç Finansman'ın uçtan uca teklifini ve ihracat motorunu gösterdi. Gelir beklentisi de korundu, ancak yönetim yüksek tek haneli bir düşüşün artık daha olası göründüğünü belirtti.

Hacimleri ihracat taşıyor; yurt içindeki indirim bilinçli bir tercih. İhracat hacimleri 9A26'da y/y %0.5 artışla 448K adede ulaştı ve 3Ç26'da %11 yükseldi; artışa 1 tonluk ticari araçlar (+%16) öncülük etti. Ekim ayıyla birlikte 10A26 ihracatı +%2'ye çıktı. Yurt içi perakende beklentisi, 3Ç26'da yurt içi hacimlerdeki %51'lik düşüşün ardından 65–75K adede indirildi; bu durum zayıf pazarı ve pazar payı yerine kârlılığı önceleyen duruşu yansıtıyor. Sıkı likidite, talebi 2 milyon TL üzeri fiyatlı binek otomobillerden hafif ticari araçlara (HTA) kaydırıyor.

Kur-enflasyon farkı başlıca olumsuz etken olmayı sürdürüyor. EUR/TL, %30'luk enflasyona karşılık y/y %14 yükseldi; gelirin yaklaşık %85'inin avroya endeksli olmasıyla bu 16 yüzde puanlık fark, çevrim etkisi ve kârlılık üzerinde baskı yaratıyor. Fark 3Ç26'da daraldı (Avro +%5'e karşılık TÜFE +%6).

Koç Finansman: henüz erken, daha iyi kamuyu aydınlatma yolda. Yönetim 3Ç26 sonuçlarını satın alma öncesi seyirle genel olarak uyumlu olarak nitelendirdi; 2026–27 boyunca ürün lansmanları planlanıyor. Yönetim, analist talepleri doğrultusunda Koç Finansman'ın solo nakit ve grup borç maliyetlerini açıklamayı değerlendirecek; bu da sanayi kaldıracının daha net hesaplanmasına imkân tanıyacak.

Kaldıraç limitler dahilinde kalıyor. 9A26'da faaliyetlerden elde edilen nakit akışı 92.3 milyar TL'den 37.3 milyar TL'ye geriledi, yatırım harcamaları ise %32 düşüşle 15.0 milyar TL'ye indi. 14.4 milyar TL temettü ödemesinin ardından net finansal

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

borç azaldı, ancak net borç/düzeltilmiş VAFÖK 2025 sonundaki 1.49x'ten 1.85x'e yükseldi; bu seviye 3.5x üst limitin oldukça altında.

Kamyon kabin programı yalnızca bir uyum gerekliliği değil, bir opsiyon. Regülasyon kaynaklı program; tüm ürün gamında modüler ortak bir kabin, Birleşik Krallık için ilk sağdan direksiyonlu versiyon ve maliyet tasarrufu imkânı getiriyor ve bir teşvik paketiyle destekleniyor.

Made in EU başlıca baskı unsuru. Yönetim nihai mevzuatın 2027 başından önce çıkmasını beklemiyor ve sorunun çözümüne ilişkin üst düzeyde görüşmelerin devam ettiği ifade etti. Olumsuz bir sonuç durumunda Romanya'daki Craiova fabrikası bir alternatif sunuyor, ancak bu planlar henüz karara bağlanmış değil.

YKY Görüşü: 3Ç26'daki dönüş inandırıcı görünüyor, ancak asıl sınav 4Ç26. Marjdaki toparlanma, Ekim'deki ihracat ivmesi ve teyit edilen marj beklentisi kârlılıkta dip oluştuğuna işaret ederken, pazar payı yerine kârlılığı önceleyen duruş marjları yurt içi hacim pahasına koruyor. Gelir beklentisi artık ulaşılamaz görünüyor. Made in EU, 2027 başına kadar başlıca baskı unsuru olmayı sürdürüyor ve mevzuat kesinleşmeden önce sınırlı netlik bekliyoruz.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Haftalık Veri Akışı

9 Kasım Pazartesi	10 Kasım Salı	11 Kasım Çarşamba	12 Kasım Perşembe	13 Kasım Cuma
Hazine ve Maliye Bakanlığı 2 ve 4 yıl vadeli tahvil ihaleleri düzenleyecek	10 Kasım Atatürk'ü Anma Günü nedeniyle yurt genelinde anma törenleri düzenlenecek	Antalya'da Liderler Zirvesi düzenlenecek	10:00 İngiltere'nin üçüncü çeyrek büyüme verileri açıklanacak	10:00 TR - Cari İşlemler Dengesi (beklenti: +2.5 milyar $ önceki: +4.05 milyar $)
20:25 İngiltere Merkez Bankası (BOE) Başkanı Andrew Bailey konuşacak	Hazine ve Maliye Bakanlığı 5 ve 8 yıl vadeli tahvil ihaleleri düzenleyecek	ABD'de Veterans' Day nedeniyle tahvil piyasaları işleme kapalı olacak	10:30 TCMB enflasyon raporu sunumu	16:30 ABD - ÜFE (beklenti: %6.65 önceki: %6.3)
	10:00 TR - Sanayi Üretimi (önceki: %-1.9)		14:30 TR - Yabancı yatırımcıların bono ve hisse stoku (6 Kasım)	
	12:00 Fed Guvernörü Christopher Waller konuşacak		16:30 ABD haftalık işsizlik maaşı başvuruları verisi açıklanacak	
	16:30 ABD - TÜFE (beklenti: %0.3 önceki: %0.6)			

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Açıklanan Kar Payları *(*)*

Hisse	Dağıtma Tarihi (1)	Kapanış Fiyatı (2)	PBK (Brüt) (3)	PBK (Net) (3)	Kar Payı Verimi % (4)
11.26					
GOKNR	9.11.2026	13.54	0.31	0.26	2.26
KBORU	10.11.2026	10.79	0.02	0.02	0.19
ETILR	13.11.2026	6.61	0.02	0.02	0.30
GIPTA	17.11.2026	26.20	0.01	0.01	0.03
DURKN	18.11.2026	8.29	0.09	0.08	1.12
ASELS	24.11.2026	331.75	0.43	0.36	0.13
OFSYM	25.11.2026	42.24	0.42	0.36	1.00
SDTTR	25.11.2026	12.74	0.01	0.01	0.08
FROTO	26.11.2026	73.15	3.07	2.61	4.20
DESA	30.11.2026	8.16	0.10	0.08	1.18
12.26					
OYAKC	7.12.2026	19.49	0.50	0.43	2.57
SUMAS	7.12.2026	171.50	2.17	1.84	1.26
TCELL	9.12.2026	90.00	4.00	3.40	4.44
EBEBK	15.12.2026	77.75	0.63	0.53	0.80
ISDMR	15.12.2026	52.05	4.50	3.83	8.65
BIMAS	16.12.2026	371.75	2.50	2.13	0.67
NTHOL	16.12.2026	36.18	1.00	0.85	2.76
BEGYO	21.12.2026	3.05	0.02	0.02	0.60
PAGYO	23.12.2026	105.40	0.85	0.85	0.81
SDTTR	23.12.2026	12.74	0.01	0.01	0.08
SRVGY	25.12.2026	1.81	0.08	0.08	4.25
MEDTR	28.12.2026	18.25	0.11	0.10	0.62
GENKM	31.12.2026	6.63	0.21	0.17	3.17
GLYHO	31.12.2026	16.35	0.10	0.09	0.63

Hisse	Dağıtma Tarihi (1)	Kapanış Fiyatı (2)	PBK (Brüt) (3)	PBK (Net) (3)	Kar Payı Verimi % (4)
02.27					
GOKNR	8.02.2027	13.54	0.31	0.26	2.26
BEGYO	22.02.2027	3.05	0.03	0.03	1.01
SRVGY	25.02.2027	1.81	0.08	0.08	4.25
04.27					
BEGYO	20.04.2027	3.05	0.03	0.03	1.01
05.27					
GOKNR	10.05.2027	13.54	0.31	0.26	2.26

(*)

(1) Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerce KAP'a yapılan kar payı (temettü) açıklamalardan derlenmiştir. Burada yer verilen tutarlar ve tarihler, Şirket Yönetim Kurulları tarafından Şirket Genel Kurul onayına sunulan teklifleri de içermektedir ve Genel Kurul'da iptal/değişiklik kararları çıkabillir. Dağıtma tarihinden 1 gün önce hisseye sahip olunması kardan pay almak için yeterlidir. Kaynak: www.kap.gov.tr

(2) Son işlem günü kapanış fiyatı.

(3) PBK: Pay Başı Kar; Brüt: Vergi Kesintisi Öncesi; Net: Vergi Kesintisi sonrası

(4) Kar Payı Verimi: Pay Başı Brüt Kar Payı / Kapanış Fiyatı

(5) Kar Dağırım Oranı: Toplam Dağıtılacak Brüt Kar Payı / Geriye Dönük 12 Ay TFRS/TMS Net Karı ; Şirketlerin Dağıtılabilir Net Karı, TFRS/TMS Net Karından, yasal düzenlemeler nedeniyle farklılık gösterebilir. Bu çalışmada, fikir vermesi açısından, payda kısmında TFRS/TMS Net Karı dikkate alınmıştır. Öte yandan, şirketler, Geçmiş Yıl Karları'nı da dağıtıma konu edebilecekleri için, bu oranın %100'ün üzerine çıkması mümkündür.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr