

Şirket Haberleri

Kar Beklentileri ve Sonuçları

- MLP Sağlık 4Ç25 Sonuçları
- Tekfen Holding 4Ç25 Sonuçları
- AG Anadolu Grubu Holding 4Ç25 Sonuçları
- Şok Marketler Ticaret 4Ç25 sonuçları bugün açıklanacak

Sektör ve Şirket Haberleri

- Seçili üre ithalatında gümrük vergisi %0'a indirildi
- Türk Hava Yolları ve Hava-İş 2026–2027 dönemini kapsayan 29. Dönem Toplu İş Sözleşmesi'ni imzaladı

Araştırma

Ünlü Araştırma 0212 367 3636 unluresearch@e.unluco.com

Piyasa görünümü

BIST Endeksleri	Kapanış	Değişim	Hacim.(\$m)
BIST 30	14,532	-2.47%	2,629
BIST 100	12,793	-2.19%	3,277

BIST 30 Vadeli	Uzlaş. Fiyatı	Değişim	Hacim.(\$m)
Nis-26	14,905	-2.59%	440,541
Haz-26	15,539	-2.41%	4,210

BIST 30 en yüksek performans gösterenler

	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
TUPRS	4.5%	355.83
GUBRF	4.3%	41.04
DSTKF	3.4%	31.52

BIST 30 en düşük performans gösterenler

	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
AEFES	-9.9%	34.43
AKBNK	-7.0%	204.54
YKBNK	-5.4%	119.90

Küresel hisse senedi piyasa performansları

Gelişmekte olan piyasalar	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	-2.2%	16.2%	13.6%
MSCI EM	-0.3%	8.9%	6.8%
Hang Seng	-2.5%	-2.9%	-2.0%
Brasil-Bovespa	-0.6%	12.7%	11.4%
India-Sensex 30	-2.7%	-9.5%	-9.9%
China-Shanghai	-0.9%	5.5%	3.0%
S. Africa-JSE	-3.0%	4.0%	0.6%

Gelişmiş piyasalar

Dow Jones	-0.9%	-2.5%	-1.2%
S&P 500	-1.3%	-2.3%	-1.5%
FTSE 100	-1.2%	6.0%	3.6%
Euro Stoxx 50 Pr	-1.1%	-0.6%	-1.2%
DAX	-0.9%	-2.9%	-3.7%
CAC 40	-0.7%	-1.1%	-1.9%
IBEX	-1.0%	1.1%	-1.3%
Nikkei	-6.6%	3.6%	3.3%

Emtialar

* vadeli	Fiyat	Günlük	Ybb
Brent (\$/bbl)*	92.7	8.5%	52.3%
Altın (\$/oz)	5158.7	1.6%	18.8%
Gümüş (\$/t oz)	84.3	2.6%	18.4%
Bakır (\$/lb)	607.6	-0.4%	1.7%

Döviz kurları	Kur	Günlük	Ybb
USD/TL	43.98	0.0%	2.5%
EUR/USD	1.16	-0.2%	-1.2%
Döviz sepeti	47.52	-0.1%	0.6%

Faiz oranları	Oran	Değişim	Hacim.(\$m)
Politika faizi	37.00%		
Gösterge tahvil (01-Eki-25)	38.25%	1.9%	1,980.00

Eurobondlar	Fiyat	Getiri	Makas
TR (15-Oca-30)	122.051	5.5%	1.3%
US (10-yıllık)		4.2%	0.1%

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

Kar Beklentileri ve Sonuçları

MLP Sağlık 4Ç25 Sonuçları: MLP Care (MPARK TI, AI) 4Ç25'te TL14,2mlr gelir açıkladı (+%4 y/y; Ünlü: TL14,0mlr; Kons.: TL14,0mlr), TL4,4mlr FAVÖK (+%26 y/y; Ünlü: TL4,35mlr; Kons.: TL4,31mlr) ve TL1,28mlr net kâr (+%7 y/y; Ünlü: TL1,22mlr; Kons.: TL1,44mlr) elde etti. Gelirler genel olarak beklentilerle uyumlu gerçekleşirken, FAVÖK etkin maliyet yönetimi ve gelir karmasındaki olumlu değişimin desteklediği marj genişlemesi sayesinde tahminlerin hafif üzerinde gerçekleşti. Daha yüksek vergi giderlerine rağmen net kâr beklentimizin hafif üzerinde geldi. Sonuçlara piyasanın pozitif tepki vermesini bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları:

- MLP Sağlık'ın gelirleri 4Ç25'te yıllık bazda %4,1 artarken, bu artış toplam gelirlerin yaklaşık %90'ını oluşturan yurt içi hasta gelirlerindeki %6,7 büyüme ile desteklendi. Yatan hasta gelirleri, yatan hasta hacimlerindeki %6 artışın etkisiyle yıllık %1,4 büyürken, ayakta hasta gelirleri ziyaret başına gelirdeki %10,6 artışın desteğiyle yıllık %12,4 yükseldi. Sağlık turizmi gelirleri ise yabancı hasta sayısındaki düşüş ve kur etkileri nedeniyle yıllık %13,3 geriledi. Bu doğrultuda segment payları sağlık turizmi için %9 ve yan hizmetler için %1 olarak gerçekleşti. Gelir karması %11 SGK, %29 cepten ödemeli hastalar ve %51 özel sigorta olarak gerçekleşirken, 4Ç24'te %45 olan özel sigorta payına kıyasla daha yüksek marjlı özel sigortalı hastalara doğru kayışın devam ettiğini göstermektedir.
- FAVÖK marjı 4Ç25'te yıllık bazda 550 baz puan artarak %31,2'ye yükseldi. Bu artış hasta ve ödeyici karmasındaki iyileşmenin yanı sıra operasyonel verimlilik çalışmalarlarıyla desteklendi. Marj genişlemesinde ayrıca temizlik, yemek ve güvenlik gibi dışarıdan sağlanan hizmetlerin şirket bünyesine alınması sonrasında personel ve dış hizmet giderlerinin gelirlere oranının azalması ile bankosuz hastane uygulamalarının yaygınlaştırılması gibi devam eden dijitalleşme girişimleri etkili oldu.
- Net kâr 4Ç25'te yıllık bazda %7 arttı. Bu artış, yasal finansallarda enflasyon muhasebesinin iptal edilmesinin ardından son çeyrekte artan kurumlar vergisi yükümlülükleri ve yükselen amortisman giderlerine rağmen güçlü operasyonel performans tarafından desteklendi. Ancak yıllık bazda net kâr, yatırım gelirlerinin daha düşük gerçekleşmesi nedeniyle geriledi; bu durum özellikle hastane satın alımlarına ilişkin negatif şerefiye gelirinin 2024'e kıyasla azalmasından kaynaklandı.
- Toplam yatırım harcamaları 2024'teki TL4,7mlr seviyesinden 2025'te TL11,3mlr'ye yükselirken, capex/satış oranı %20,4'e çıktı (2024: %8,9). Artış ağırlıklı olarak yeni hastane açılışları ve devralınan hastanelere yönelik yatırımlardan kaynaklandı; bu yatırımlar gelirin %15,9'una karşılık gelirken bakım yatırımları %4,6 seviyesinde gerçekleşti. Söz konusu yatırımlar lisans ve arsa alım maliyetlerini de içermektedir.
- Net Borç/FAVÖK oranı 2024'teki 0,5x seviyesinden 2025'te 0,8x'e yükseldi. Bu artış ağırlıklı olarak yeni hastane yatırımlarına yönelik artan sermaye harcamalarından kaynaklandı. IFRS 16 kiralama yükümlülükleri hariç tutulduğunda oran 0,3x seviyesinde gerçekleşti.
- 4Ç25'te hastane ağı iki hastanenin - İstinye Üniversitesi Tıp Fakültesi Hastanesi (400 yatak) ve Medical Park İstanbul Onkoloji Hastanesi (75 yatak) -yanı sıra Gaziosmanpaşa Diyaliz Merkezi'nin (84 cihaz) eklenmesiyle genişledi. Böylece grup 2025 yılı boyunca toplam dört hastaneyi ağına eklemiş oldu.

Görüş ve Değerleme: 4Ç25'te açıklanan ve 1Ç26'dan itibaren geçerli olacak SUT fiyatları ve TTB katsayılarının gelirleri desteklemesini bekliyoruz. Şirketin ayrıca bu çeyrek içerisinde, ağına 8-12 hastane eklemeyi hedefleyen beş yıllık yatırım planını açıklaması beklenmektedir; bunun pazar payı kazanımlarını destekleyeceğini düşünüyoruz. MLP Sağlık'ın güçlü maliyet disiplini ve operasyonel verimliliğini sürdürerek sağlam FAVÖK marjlarını koruyacağını öngörüyoruz. 3Ç26'dan itibaren dış kaynaklı doktorların doğrudan istihdam edilmesini gerektiren düzenleme doktor maliyetlerinde artışa yol açabilecek olsa da, diğer personel giderlerindeki iyileşmenin bu etkiyi kısmen dengelemesini bekliyoruz; 2026 FAVÖK marjına etkisinin yaklaşık 50 baz puan ile sınırlı kalacağını öngörüyoruz. AL tavsiyemizi ve TL636/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz. Hisse 2026T 5,8x FD/FAVÖK ve 10,0x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Finansal Sonuçlar: Mlp Sağlık Hizmetleri

TLm	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	13,602	13,633	14,164	4%	4%	14,020	14,033	1%	1%	51,951	55,093	6%
FAVÖK	3,496	4,159	4,418	26%	6%	4,346	4,305	2%	3%	13,355	15,328	15%
FAVÖK marjı	25.7%	30.5%	31.2%	5.5pp	0.7pp	31.0%	30.7%			25.7%	27.8%	2.1pp
Net kar	1,198	1,689	1,284	7%	-24%	1,223	1,444	5%	-11%	6,820	5,537	-19%
Net marj	8.8%	12.4%	9.1%	0.3pp	-3.3pp	8.7%	10.3%			13.1%	10.0%	-3.1pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Tekfen Holding 4Ç25 Sonuçları: Tekfen Holding <TKFEN TI> 4Q25'te TL13.4bn satış geliri (-21% y/y, +18% q/q), TL560m EBITDA (+13% y/y, +164% q/q) ve TL2.2bn net zarar (3Q25: -TL788m, 4Q24: +TL497m) açıkladı. EBITDA marjı 4.2% seviyesine yükselirken (+1.2pp y/y, +2.3pp q/q), EBITDA'daki y/y artışın (zayıf baza rağmen) brut kardaki y/y gerilemeye karşın opex'teki keskin düşüş ile desteklendiği görülüyor. Aşağı satırda ise vergi kalemi belirleyici oldu: 4Q25'te TL1.9bn vergi gideri (4Q24: TL0.5bn vergi geliri, 3Q25: TL0.1bn vergi gideri) net zararın ana sürükleyicisi oldu. Şirket içi veya konsensus tahmin bulunmamaktadır. Hisseler son 1 haftada BIST-100'e göre %10 daha iyi performans gösterirken, YTD bazda BIST-100'e göre %8 geride kaldı; USD bazlı getiri %2. Keskin q/q EBITDA toparlanmasına rağmen, vergi kaynaklı zararın büyüklüğü ve devam eden bilanço/denetim baskısının algıyı baskılaması nedeniyle piyasa tepkisinin negatif olmasını bekliyoruz. Özet maddeler aşağıdadır:

- EBITDA zayıf bazdan toparlanıyor, ancak EBITDA altı kalemler daha baskın: Grup EBITDA 4Q25'te TL560m'a yükselirken (3Q25: TL212m), brut kar y/y gerilemesine rağmen opex'teki keskin düşüş iyileşmeyi destekledi.
- Daha derin net zarar: vergi etkisi belirleyici: Operasyonel iyileşmeye rağmen net zarar -TL2.2bn'a genişledi; bunun ana nedeni TL1.9bn vergi gideri (4Q24: TL0.5bn vergi geliri, 3Q25: TL0.1bn vergi gideri).
- Taahhüt: backlog daralıyor, görünürlük sınırlı: 2025 yıl sonu taahhüt backlogu USD585m (2024: USD837m, c.-30% y/y).
- Gübre: FY25 hacimler FY24'e göre zayıf, ihracat daha sert: Toros Tarım'ın klasik gübre satışı 2025'te 1.38mt (2024: 2.06mt). Yurt içi klasik satışlar 1.23mt (bunun 1.12mt bayi kanalı + 115kt merkezi müşteri; 2024: 1.77mt), ihracat ise 149kt (97kt azotlu + 52kt fosfatlı; 2024: 293kt). Özel gübre satışları (organomineral dahil) 74kt (2024: 87kt), organomineral satışlar ise 51kt (2024: 57kt).
- Diğer operasyonlar: limanlar ve serbest bölge kısmi tampon: Torosport 2025'te Ceyhan'da 6.03mt (2024: 4.17mt) ve Samsun'da 1.40mt (2024: 1.66mt) elleçleme yaptı; tank terminal doluluk oranı %87. İlave 60kt silo devreye alınmasıyla tahıl depolama kapasitesi 120kt'a ulaştı. Ayrıca Adana Yumurtalık Serbest Bölge ticaret hacmi USD2.4bn'a (2024: USD1.9bn) yükselirken, ihracat USD479m ile +33.3% y/y arttı.
- Bilanço: net borç q/q iyileşiyor (işletme sermayesi kaynaklı): Net borç mutlak olarak hala yüksek olmakla birlikte, TL1.3bn q/q azalarak TL6.0bn'a geriledi; iyileşme temel olarak ödeneceklerdeki artışın sürüklediği daha düşük NWC kaynaklı.

Görüş: Tekfen'e ilişkin dengeli duruşumuzu koruyoruz. Yeniden fiyatlandırma için ana koşullar: (1) problemlili taahhüt projelerinde indirici risk azaltma/kapanış ve daha iyi risk koşullarıyla backlogun belirgin şekilde yeniden büyütülmesi, (2) fiyat disiplini bozulmadan gübre hacim/kullanım oranlarında görünür normalleşme, (3) finansal esneklikte kalıcı iyileşme (operasyonel nakit üretimi ve/veya varlık monetizasyonu).

Finansal Sonuçlar: Tekfen Holding

TlM	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y		Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
				ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa				
Net satış	16,826	11,362	13,371	-21%	18%	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.	76,166	53,909	-29%
FAVÖK	495	212	560	13%	164%	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.	3,811	-14	n.m.
FAVÖK marjı	2.9%	1.9%	4.2%	1.2pp	2.3pp	n.a.	n.a.			5.0%	0.0%	-5.0pp
Net kar	497	-788	-2,239	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.	529	-5,721	n.m.
Net marj	3.0%	-6.9%	-16.7%	-19.7pp	-9.8pp	n.a.	n.a.			0.7%	-10.6%	-11.3pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonel anketi

AG Anadolu Grubu Holding 4Ç25 Sonuçları: AG Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI, Araştırma Kapsamında Değil>, 4Ç25'te TL162.2mlr gelir (+%3.2 y/y, -%16.8 ç/ç), TL12.8mlr FAVÖK (+%5.1 y/y, -%51.9 ç/ç) ve ana ortaklık payına düşen TL2.3mlr net zarar açıkladı (3Ç25'te TL3.6mlr net kâr ve 4Ç24'te TL3.5mlr net zarara karşılık). AGHOL için kurum içi tahminimiz bulunmamaktadır; konsensüse göre gelirler beklentilerin %3 üzerinde, FAVÖK ise %8 altında gerçekleşti; buna göre FAVÖK marjı %7.9 oldu (konsensus: %8.9). Alt satır, TL628m seviyesindeki konsensus net kâr beklentisine kıyasla belirgin şekilde zayıf kaldı. Şirket ayrıca, Rusya bira operasyonunun konsolidasyondan çıkarılmasına göre düzeltilmiş bazda, 4Ç25'te proforma gelir ve FAVÖK büyümesinin sırasıyla yıllık %12.8 ve %19.9 olduğunu açıkladı. Hisse, yılbaşından bu yana BIST-100'ün %9 gerisinde kalırken, USD bazında getiri %1 oldu. Öne çıkan noktalar aşağıdaki gibidir:

- Operasyonel tarafta, çeyrek genel anlamda güçlü olmaktan ziyade karma bir görünüm sundu. Meşrubat segmenti açık ara en olumlu kaleme oldu; 4Ç25'te gelirler yıllık %23.2, FAVÖK ise yıllık %124.3 artarak TL5.2mlr'ye ulaştı; bunda uluslararası büyüme ve operasyonel icradaki iyileşme etkili oldu. Migros da destekleyici kalmaya devam etti; gelirlerde %7.7, FAVÖK'te %12.9 büyüme kaydedilirken, daha düşük enerji maliyetleri, tedarik zinciri verimliliği, online kârlılıktaki iyileşme ve personel maliyet baskısındaki hafifleme marjları destekledi. Bu olumlu görünüm, bira segmentindeki daha zayıf kârlılıkla kısmen dengelendi; burada 4Ç25 FAVÖK'ü, hafif pozitif hacim büyümesine rağmen, ağırlıklı olarak yükselen kutu maliyetleri ve geçen yılki hedge faydalarının yarattığı olumsuz baz etkisi nedeniyle yıllık %42.2 düşüşle TL650m'ye geriledi. Otomotiv tarafı da operasyonel kârlılık açısından zayıftı; 4Ç25'te FAVÖK, geçen yılki TL427m seviyesine kıyasla negatife dönerek -TL404m oldu. Tarım, Enerji ve Sanayi segmenti ise zarar yazmaya devam ederek TL178m FAVÖK zararı kaydetti.
- FAVÖK altındaki kalemlerde, vergi ve diğer faaliyet dışı unsurlar kâr kalitesini baskıladı. Şirkete göre, yasal kayıtlarda enflasyon düzeltilmesinin uygulanmaması yönündeki karar, daha önce kaydedilmiş enflasyon muhasebesi kaynaklı vergi etkilerinin ters çevrilmesine yol açtı ve çeyrek içinde ertelenmiş vergi giderini artırdı. Buna ek olarak, CCI bünyesindeki vergi cezası karşılıkları ile

yıllık bazda bir miktar daha düşük parasal kazançlar, raporlanan kârı olumsuz etkiledi. Özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen yatırımlardan kaynaklanan net zarar yıllık bazda daralmış olsa da, alt satır üzerinde baskı yaratmayı sürdürdü. Bilanço tarafında ise, konsolide net borç/FAVÖK yıl sonunda 1.1x seviyesinde gerçekleşti ve yıllık bazda değişim göstermedi; bu da grup seviyesinde kaldıraç görünümünün yönetilebilir kaldığına işaret etmektedir.

- Yıl geneline bakıldığında, şirket proforma bazda TL707.2mlr gelir ve TL69.2mlr FAVÖK açıkladı; bu rakamlar yıllık bazda sırasıyla %6.2 ve %5.8 artışa işaret etmektedir. Bizim görüşümüze göre çeyreğin ana mesajı, AGHOL'ün özellikle meşrubat ve gıda perakendesi gibi temel tüketim varlıklarının dayanıklılık sunmayı sürdürdüğü; ancak bunun bira segmentindeki zayıf kârlılık, Otomotiv ile Tarım/Enerji/Sanayi segmentlerindeki zararlar ve FAVÖK altındaki oynak kalemlerle kısmen dengelendiğidir.

Finansal Sonuçlar: Ag Anadolu Grubu Holding

TLm	4Q24	3Q25	4Q25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		12A24	12A25	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	157,169	194,895	162,158	3%	-17%	n.a.	156,899	n.m.	3%	731,027	707,202	-3%
FAVÖK	12,149	26,537	12,769	5%	-52%	n.a.	13,937	n.m.	-8%	73,826	68,190	-8%
FAVÖK marjı	7.7%	13.6%	7.9%	0.1pp	-5.7pp	n.a.	8.9%	n.m.	n.m.	10.1%	9.6%	-0.5pp
Net kar	-3,453	3,595	-2,259	n.m.	n.m.	n.a.	628	n.m.	n.m.	6,781	2,506	-63%
Net marj	-2.2%	1.8%	-1.4%	0.8pp	-3.2pp	n.a.	0.4%	n.m.	n.m.	0.9%	0.4%	-0.6pp

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Rasyonet anketi

Şok Marketler Ticaret 4Ç25 sonuçları bugün açıklanacak: ÜNLÜ & Co beklentileri 70,246 milyon TL satış hasılatı, 2,643 milyon TL FAVÖK ve 534 milyon TL net zarar, piyasa beklentileri 70,879 milyon TL satış hasılatı, 2,885 milyon TL FAVÖK ve 60 milyon TL net kar olması yönünde.

Sektör ve Şirket Haberleri

Seçili üre ithalatında gümrük vergisi %0'a indirildi: 7 Mar 2026 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan (karar tarihi: 6 Mar 2026) 11002 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile, HS/GTİP 3102.10 altındaki dört üre kalemi için ithalat rejiminde değişiklik yapıldı. İlgili tabloda 1–4 numaralı sütunlar zaten %0 seviyesindeyken, ilgili GTS kapsamındaki 5–7 numaralı sütunlarda daha önce %6.5 oranı yer alıyordu; eklenen yeni dipnot ile bu kapsamdaki satırlarda “%0 gümrük vergisi uygulanır” hükmü getirilerek kalan %6.5'lik vergi dilimi de kapsanan kalemler için derhal geçerli olmak üzere %0'a indirildi.

Yorum: Ticaret Bakanlığı, düzenlemenin amacının gübre arz güvenliğini korumak, üretici üzerindeki maliyet baskısını sınırlamak ve gıda fiyatlarına geçiş azaltmak olduğunu belirtti. Düzenleme, yurt içi gübre arzı açısından destekleyici ve ithal üre maliyetleri bakımından sınırlı ölçüde dezenflasyonist bir etki yaratabilir. Tekfen açısından haberi algı bazında hafif olumlu, ancak bu aşamada temel etkisi itibarıyla sınırlı görüyoruz.

Küresel azotlu gübre fiyatları, son Orta Doğu kaynaklı gelişmelerin ardından zaten belirgin şekilde yukarı hareket etti. Reuters'in haberine göre New Orleans'ta gübre fiyatları günler içinde USD516/ton seviyesinden USD683/tona kadar yükselmiş durumda. Bu çerçevede, %6.5'lik gümrük vergisinin kaldırılması yeni ithalat partilerinde bir miktar rahatlama sağlayacak olsa da, dış kaynaklı maliyet şokunu tam olarak ortadan kaldırmıyor. Ayrıca mevcut stoklar, kur, navlun ve distribütör marjları dikkate alındığında, çiftçiye yansıyan fiyatlarda hemen bire bir bir düşüş beklenmemelidir.

Sayısal olarak bakıldığında, Türkiye 2024 yılında USD886.9m tutarında üre (HS 310210) ithal etti; toplam gübre ithalatı ise USD1.72bn seviyesindeydi. Buna göre üre, toplam gübre ithalat faturasının değer bazında yaklaşık %52'sini oluşturdu. Başlıca tedarikçiler Umman (USD496.8m), Mısır (USD262.2m), Türkmenistan (USD51.9m), Rusya (USD29.6m) ve Azerbaycan (USD22.1m) oldu. 2024 yılındaki toplam üre ithalatının tamamında %6.5'lik verginin kaldırıldığı varsayımıyla hesaplanan azami teorik tasarruf c.USD57.6m olsa da, bu yalnızca üst sınırı ifade etmektedir; zira karar öncesinde de bazı menşee grupları için fiilî vergi oranı zaten %0 seviyesindeydi.

Türk Hava Yolları ve Hava-İş 2026–2027 dönemini kapsayan 29. Dönem Toplu İş Sözleşmesi'ni imzaladı: Türk Hava Yolları <THYAO TI, TUT> ile Hava-İş Sendikası, 1 Ocak 2026 – 31 Aralık 2027 dönemini kapsayan 29. Dönem Toplu İş Sözleşmesi'nin imzalandığını açıkladı. Anlaşmaya göre 2026 yılının ilk yarısı için ücret artışı %14 olarak belirlendi. 2026 yılının ikinci yarısında ise ücretler Türkiye Tüketici Fiyat Endeksi'ndeki (TÜFE) değişim oranı ve bu değişimin %3 fazlası kadar artırılabilecek. 2027 yılının ilk ve ikinci yarılarında da ücret artışı ilgili dönemlerdeki TÜFE değişimi ve bunun %3 fazlası şeklinde uygulanacak.

Yorum: Personel maliyetleri 2025 itibarıyla THY'nin toplam maliyetlerinin yaklaşık %25'ini oluşturuyor ve anlaşma işgücü maliyetlerinde reel büyüme öngörüyor. Haberi THYAO hisseleri için hafif olumsuz olarak değerlendiriyoruz.

Tablo 1: Araştırma Kapsamındaki Hisseler

Şirket Adı	Hisse Kodu	Güncel Fiyat* (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Pot. (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (USDm)	Halka Açıklık (%)	Ortalama Hacim (USDm)	Temettü Verimi 25B (%)	F/K**		FD/FAVÖK***		
										25B	26B	25B	26B	
Bankalar														
Akbank	AKBNK	74.1	98.8	33%	Al	8,770	52%	200	2.1	6.1	3.8	1.2	0.9	
Garanti Bank	GARAN	135.5	196.6	45%	Al	12,962	14%	123	3.9	5.1	3.3	1.2	0.9	
Halkbank	HALKB	43.4	28.1	-35%	Sat	7,102	9%	68	0.0	9.4	6.2	1.6	1.3	
Isbank	ISCTR	14.2	19.4	36%	Al	8,097	31%	234	3.8	5.2	2.9	0.9	0.7	
TSKB	TSKB	11.7	16.7	43%	Al	746	39%	11	0.0	2.6	2.0	0.7	0.5	
Vakıfbank	VAKBN	34.4	36.9	7%	Al	7,760	6%	35	0.0	5.0	3.6	1.2	0.9	
Yapı Kredi	YKBNK	35.4	51.1	45%	Al	6,803	39%	182	0.0	6.3	3.4	1.1	0.8	
TMT														
Türk Telekom	TTKOM	59.1	97.9	66%	Al	4,711	13%	34	0.0	9.0	7.4	3.0	3.2	
Turkcell	TCELL	107.5	167.7	56%	Al	5,387	44%	74	2.6	13.3	9.2	2.7	3.0	
Logo	LOGO	137.7	243.0	76%	Al	298	64%	3	3.8	7.8	19.9	5.0	4.6	
Hitit	HTTBT	37.3	60.3	61%	Tut	255	28%	1	0.0	23.0	19.7	12.4	9.3	
İnşaat														
Enka İnşaat	ENKAI	89.6	95.7	7%	Tut	12,244	8%	23	3.5	13.9	13.5	8.9	6.3	
Tekfen Holding	TKFEN	73.8	92.7	26%	Al	622	21%	9	0.0	a.d.	a.d.	a.d.	6.8	
Holdingle														
Koc Holding	KCHOL	187.2	291.2	56%	Al	10,812	27%	158	3.6	19.5	12.6	0.4	0.4	
Sabancı Holding	SAHOL	90.0	155.8	73%	Al	4,305	51%	90	1.6	a.d.	10.1	0.3	0.3	
Alarko Holding	ALARK	93.1	156.9	69%	Al	922	35%	24	5.3	23.2	9.7	0.5	0.5	
Madencilik														
Türk Altın	TRALT	51.8	48.3	-7%	Tut	3,778	29%	169	0.0	26.6	9.6	20.9	5.5	
TR Metal	TRMET	146.5	161.2	10%	Al	1,295	44%	23	0.0	15.6	6.9	11.9	3.0	
Çelik														
Erdemir	EREGL	28.2	31.0	10%	Tut	4,496	46%	114	2.0	a.d.	19.0	10.6	8.3	
Kardemir	KRDMD	29.5	40.4	37%	Al	779	89%	35	0.0	a.d.	16.5	6.5	4.1	
Petrol & Gaz														
Aygaz	AYGAZ	253.5	270.1	7%	Tut	1,269	24%	4	5.0	10.9	18.8	a.d.	a.d.	
Petkim	PETKM	18.4	18.4	0%	Tut	1,062	47%	26	0.0	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	
Tupras	TUPRS	258.0	258.7	0%	Tut	11,322	49%	127	6.6	16.4	15.6	6.6	7.5	
Elektrik Dağıtım														
Enerjisa	ENJSA	103.5	121.0	17%	Tut	2,784	20%	6	4.9	a.d.	11.9	4.0	3.7	
Otomotiv & Beyaz Eşya														
Arçelik	ARCLK	109.0	141.0	29%	Tut	1,678	18%	11	0.0	a.d.	39.7	6.7	4.6	
Dogus Otomotiv	DOAS	194.7	257.0	32%	Tut	976	39%	12	12.7	4.6	4.1	0.7	0.8	
Ford Otosan	FROTO	108.5	151.0	39%	Al	8,672	18%	45	6.3	11.8	9.0	9.6	8.3	
Tofaş	TOASO	290.0	382.0	32%	Al	3,303	24%	29	6.9	25.2	12.2	17.4	9.8	
Türk Traktor	TTRAK	465.0	639.0	37%	Tut	1,060	24%	4	0.0	23.9	12.2	7.7	6.0	
Savunma														
Aselsan	ASELS	333.5	369.5	11%	Al	34,637	26%	293	0.1	a.d.	45.3	33.7	26.3	
Perakende														
Bim	BIMAS	621.0	929.0	50%	Al	8,486	68%	104	2.3	17.6	14.7	8.7	7.6	
Sok Marketler	SOKM	59.8	82.0	37%	Al	807	51%	7	0.0	a.d.	16.0	5.1	2.5	
Migros	MGROS	571.0	838.0	47%	Al	2,355	51%	48	1.1	15.6	18.2	3.3	3.0	
Mavi	MAVI	41.3	67.0	62%	Al	747	73%	10	2.8	11.8	12.1	3.0	2.8	
Ebebek	EBEBK	62.1	92.0	48%	Al	226	25%	1	2.0	a.d.	26.0	3.0	2.6	
Cam ve Materyaller														
Sisecam	SISE	40.4	56.9	41%	Tut	2,819	49%	73	1.1	16.6	11.4	10.4	8.8	
Astor	ASTOR	176.7	266.0	51%	Al	4,017	37%	122	1.2	22.4	16.1	15.0	9.8	
Havacılık														
Pegasus Airlines	PGSUS	177.2	354.0	100%	Al	2,018	43%	117	0.0	4.6	4.5	5.2	4.7	
TAV Airports	TAVHL	291.3	503.0	73%	Al	2,410	48%	20	1.2	41.9	11.3	5.5	4.8	
Turkish Airlines	THYAO	276.8	391.0	41%	Tut	8,699	50%	360	2.3	3.3	4.0	3.9	4.2	
Gıda & İçecek														
Anadolu Efes	AEFES	16.9	26.0	54%	Al	2,278	32%	29	2.0	10.9	7.9	6.1	5.7	
Coca Cola İçecek	CCOLA	70.4	96.0	36%	Al	4,487	25%	12	2.0	13.7	10.7	7.3	6.7	
Ulker Bisküvi	ULKER	115.8	205.0	77%	Al	974	39%	18	5.7	6.9	4.8	3.7	3.4	
Sağlık														
MLP Care	MPARK	414.5	636.0	53%	Al	1,803	42%	7	0.0	14.2	14.5	4.0	3.6	
Gayrimenkul														
Rönesans Gayrimenkul	RGYAS	155.3	265.0	71%	Al	1,171	16%	4	0.0	4.7	4.9	9.9	5.5	
Sigorta														
AkSigorta	AKGRT	7.5	10.1	35%	Al	274	28%	3	0.0	4.1	3.5	1.5	1.0	
Anadolu Sigorta	ANSGR	26.5	37.9	43%	Al	1,206	35%	5	5.2	4.3	3.7	1.3	1.0	
Türkiye Sigorta	TURSG	12.2	17.9	46%	Al	2,788	18%	17	3.1	6.4	5.2	2.6	1.8	
Araştırma Kapsamı														
				30%						2.3	10.3	7.9		
Bankalar Hariç Araştırma Kapsamı				32%						2.4	15.9	12.1	14.2	11.0

Kaynak: UNLU & Co, Bloomberg, *Son işlem günü kapanış fiyatları, **Çarpanlar finansal olmayan şirketler için USD piyasa değeri ve kârlar kullanılarak hesaplanmıştır, ***Finansal şirketler ve holdingler için F/DD kullanılmıştır.

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Erol Danış, işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AI	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	71	27	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

AI (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş ("BİST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanlıtıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

[Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.](#)

Şirket	Sınıflandırma
Aksigorta	D
Anadolu Sigorta	D
Hitit Bilgisayar	D
Logo Yazılım	D
Pegasus Airlines	D
Şok Marketler	D
Türkiye Sigorta	D
Ülker Bisküvi	D
Ebebek	D, E, F

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için

gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir tekliftteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir tekliftteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.