

10 Kasım 2025

Şirket Haberleri

Kar Beklentileri ve Sonuçları

- HalkBank 3Ç25 Sonuçları
- Enka İnşaat 3Ç25 Sonuçları
- Pegasus 3Ç25 Sonuçları
- Ülker 3Ç25 Sonuçları
- Şişecam 3Ç25 Sonuçları
- Alarko Holding 3Ç25 Sonuçları
- AG Anadolu Grubu Holding 3Ç25 Sonuçları
- Oba Makarna 3Ç25 Sonuçları

Sektör ve Şirket Haberleri

- Yapı Kredi ilk kez 3 yıl vadeli ve 1,27 milyar dolar tutarında sendikasyon kredisi temin etti
- Enka İnşaat YK, TL5.0bn temettü (brüt DPS: TL0.833, brüt getiri: %1.1) avansı dağıtma kararı aldı
- Koza grup hisselerinin işlem kodları değişiyor
- Türkiye Sigorta'nın brüt yazılan primleri Ekim ayında yıllık %44 arttı
- Anadolu Sigorta'nın brüt yazılan primleri Ekim ayında yıllık %32 arttı
- Fitch, Arçelik'in notunu "B+" seviyesine düşürüp "Negatif" görünümü korudu
- S&P, Arçelik'in "BB-" notunu teyit edip "Durağan" görünümü korudu

Araştırma

Ünlü Araştırma

0212 367 3636

unluresearch@e.unluco.com

Piyasa görünümü

BIST Endeksleri	Kapanış	Değişim	Hacim.(\$m)
BIST 30	11,842	-1.47%	2,494
BIST 100	10,925	-1.34%	3,441
BIST 30 Vadeli	Uzlaş. Fiyatı	Değişim	Hacim.(\$m)
Ara-25	12,353	-1.77%	296,027
Şub-26	12,988	-1.73%	4,432
BIST 30 en yüksek performans gösterenler	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)	
MGROS	6.1%	96.20	
KOZAL	4.0%	89.07	
BIMAS	0.8%	70.33	
BIST 30 en düşük performans gösterenler	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)	
KRDMD	-7.4%	49.07	
TCELL	-5.0%	105.55	
ASTOR	-4.6%	37.71	

Küresel hisse senedi piyasa performansları

Gelişmekte olan piyasalar	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	-1.3%	-0.3%	11.1%
MSCI EM	-0.9%	8.2%	28.5%
Hang Seng	0.7%	3.2%	31.7%
Brasil-Bovespa	0.5%	12.7%	28.1%
India-Sensex 30	0.5%	3.8%	7.0%
China-Shanghai	0.0%	8.5%	19.3%
S. Africa-JSE	-1.1%	6.4%	29.4%

Gelişmiş piyasalar

Dow Jones	0.2%	4.6%	10.4%
S&P 500	0.1%	4.1%	14.4%
FTSE 100	-0.5%	5.6%	18.5%
Euro Stoxx 50 Pr	-0.8%	3.3%	13.7%
DAX	-0.7%	-2.5%	18.4%
CAC 40	-0.2%	1.9%	7.7%
IBEX	-1.3%	5.9%	37.1%
Nikkei	1.2%	17.5%	27.5%

Emtialar

* vadeli	Fiyat	Günlük	Ybb
Brent (\$/bbl)*	63.6	0.4%	-14.8%
Altın (\$/oz)	4009.8	0.5%	51.8%
Gümüş (\$/t oz)	48.1	0.4%	57.5%
Bakır (\$/lb)	517.5	-0.2%	24.3%

Döviz kurları

	Kur	Günlük	Ybb
USD/TL	42.12	0.0%	19.2%
EUR/USD	1.16	0.2%	10.8%
Döviz sepeti	45.41	0.1%	15.0%

Faiz oranları

	Oran	Değişim	Hacim.(\$m)
Politika faizi	39.50%		
Gösterge tahvil (01-Eki-25)	39.83%	-0.1%	549.00

Eurobondlar

	Fiyat	Getiri	Makas
TR (15-Oca-30)	125.146	5.1%	1.0%
US (10-yıllık)		4.1%	0.0%

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

Kar Beklentileri ve Sonuçları

HalkBank 3Ç25 Sonuçları: Beklentilerin hafif üzerinde, 2,4 milyar TL iştirak geliri karlılığı destekledi. HalkBank <HALKB TI, Tut> 3Ç25 sonuçlarında, iştirak değerlendirme metodunda değişikliğin desteği ile elde ettiği 2,4 milyar TL iştirak gelirinin de desteği ile, beklentilerin hafif üzerinde 8.171 milyon TL net kar açıkladı (Ünlü: 7.670 milyon TL, Piyasa Beklentisi: 7.588 milyon TL). Net kar çeyrek bazda %64, yıllık bazda %176 oranında arttı. Bankanın 9 aylık karı 20.204 milyon TL olup yıllık bazda kuvvetli %80 artışa işaret etmekte. Ortalama özkaynak karlılığı hafif iyileşerek 6A25'teki %15,1'den %15,4 seviyesine yükseldi. Ancak bu hem bütçe beklentisi olan orta %20 seviyesinin hem de rakibi VakıfBank'ın %23,2 seviyesinin gerisindedir.

- Tahminlerden sapmalar: Net faiz geliri, diğer bankacılık gelirleri ve iştirak gelirleri beklentimizden kuvvetli geldi. Bu, ücret ve komisyon gelirleri ile ve faaliyet giderlerindeki negatif sürprizleri fazlasıyla telafi etti. Efektif vergi oranı, 2Ç25'deki -%16 seviyesinden -%5 seviyesine geriledi.
- Çeyreğin ana detayları: Sektörde görülen trendin aksine, net faiz gelirleri 2Ç25'teki %40'lık artışın ardından çeyreklik bazda %4 geriledi. TÜFE endeksli kağıt gelirleri, 2Ç25'teki 52 milyar TL'den 22,2 milyar TL'ye geriledi. Ticari zarar, yatay seyreden swap fonlama maliyetlerine paralel olarak çeyreklik bazda %29 azalarak 2,9 milyar TL'ye geriledi. Net faiz marjı, çeyreklik bazda 50 baz puan daraldı. Bununla birlikte, banka, yüksek getirili KOBİ kredilerinin desteğiyle, kredi-mevduat makasındaki oldukça kuvvetli 500 baz puan iyileşmeyle öne çıkıyor. Ücret ve komisyon gelirleri artış hızında hafif toparlanma, diğer bankacılık gelirlerinde kuvvetli artış, vadesiz mevduatlar pazar payında hafif artış, faaliyet giderlerinde gerileme ve KOBİ kredileri ile kredi kartlarında gözle görülür aktif kalitesi bozulmasıyla TGA oranında sert artış diğer önemli noktalar. Banka, değerlendirme metodolojisiindeki değişikliklerle 2,4 milyar TL'lik kuvvetli bir iştirak geliri açıkladı ve bu da karlılığı destekledi.
- 2025 yılı için orta-%20 özkaynak karlılığı bütçesi korundu. (Ücret ve komisyon gelirlerinde %90 artış bütçesi için aşağı yönlü riskler bulunuyor).

Görüş: Banka için Tut tavsiyemizi ve 31,1 TL olan hedef fiyatımızı koruyoruz. Piyasanın 3Ç25 sonuçlarına nötr bir tepki vermesini bekliyoruz. Hisse 2025T 5,8x F/K ve 1,2x F/DD çarpanlarıyla ve %21,3 ortalama özkaynak karlılığı ile işlem görmektedir.

Finansal Sonuçlar: HalkBank

TLM	3Ç24					Beklentiler		% Sapma					
	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A24	9A25	y/y	
Net Faiz Gelirleri	6,621	22,916	22,104	234%	-4%	21,821	0	1%		29,618	61,351	107%	
Ücret ve Komisyon Gelirleri	10,811	14,066	15,722	45%	12%	16,148	0	-3%		28,404	42,511	50%	
Net Faiz Marjı (*)	0.60%	3.10%	2.60%	200 bps	-50 bps					0.00%	2.70%	270 bps	
Kredi Riski Maliyeti (Net) (*)	-0.70%	0.92%	1.92%	262 bps	100 bps	2.02%	0	-10 bps		-0.57%	1.16%	173 bps	
Net Kar	2,960	4,981	8,171	176%	64%	7,670	7,588	7%	8%	11,218	20,204	80%	
Özkaynak Karlılığı (*)	8.6%	12.2%	17.7%	910 bps	550 bps	19.1%	0	-144 bps		11.3%	15.4%	410 bps	

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Research Turkey anketi. (*) Banka hesaplaması

Enka İnşaat 3Ç25 Sonuçları: Enka İnşaat <ENKAI TI, Tut> 3Ç25'te TL44.6bn ciro (+%66 y/y, +%29 q/q), TL8.41bn EBITDA (+%44 y/y, -%7 q/q) ve TL10.71bn net kar (+%70 y/y, -%8 q/q) açıkladı. Ciro konsensusunun %16 (UNLUe'ye göre %13) üzerinde gelirken, EBITDA operasyonel olarak kabaca paralel ve net kar tarafında konsensusa göre %6, UNLUe'ye göre %14 daha iyi gerçekleşti. Beklentimizde de vurguladığımız üzere operasyonel olarak güçlü fakat "genel olarak paralel" bir çeyrek; EBIT altı kalemler portföy getirilerine bağlı olduğundan, efektif vergi oranı da düşük kalınca, aşağı satırdaki pozitif sapmanın ana sürükleyicisi oldu. Hisse son 1A/3A'da BIST-100'e göre +%12/+%9 relatif getiri sağlarken USD bazında +%12/+%5 getiri yazdı. Özet başlıklar:

- İnşaat: 3Ç25 ciro USD672mn (2Ç25: USD667mn; q/q yatay). Segment EBITDA'si USD119mn (EBITDA marjı %17.7). Geçen yılın esleniği ile karşılaştırmada EBITDA daha yüksek (3Ç24: USD93mn); daha yüksek aktivite ile birlikte yıllık bazda marj iyileşmesi isareti veriyor. Kumulatifte 9A25'te inşaat cirosu USD1.89bn (yaklaşık +%19 y/y), EBITDA USD358mn (≈%19 marj; yaklaşık +%35 y/y).
- Enerji üretimi: 3Ç25 ciro USD275mn (2Ç25: USD67mn; dispatch etkisiyle güçlü q/q toparlanma), 3Ç25 EBITDA USD10mn (marj %3.6). 3Ç24'e göre EBITDA daha düşük (3Ç24: USD15mn); hacim ve gerçekleştirmeler daha iyi olsa da marj yakalaması sınırlı kaldı. Kumulatifte 9A25'te ciro USD489mn, EBITDA USD45mn; geçen yılın negatif seviyesinden (9A24: -USD7mn) pozitif alana geçiş var. Güçlü üretim, konsolide cirodaki pozitif sapmanın ana kaynağı olurken, operasyonel karlılığa katkısı sınırlı kaldı.
- Gayrimenkul (kiralama): 3Ç25 ciro USD103mn (2Ç25: USD100mn; q/q hafif artış), 3Ç25 EBITDA USD61mn (≈%59 marj). 3Ç24'e göre EBITDA (USD51mn) daha yüksek; yıllık bazda normalizasyon yukarı yönlü. 9A25'te kiralama ciro/EBITDA'si USD290mn/174mn (≈%60 marj) ve yıllık bazda geniş olcude stabil. Ekim'de ~18 bin m²'lik bir Birleşik Krallık ofis varlığı GBP186mn bedelle alındı; kira getirisi 4Ç itibarıyla yansımaya başlayacak ve yıl sonuna doğru segmente mekanik olarak yukarı yönlü etki edecek.
- Yatırım gelirleri: 3Ç yatırım geliri USD186mn (3Ç24: USD159mn; 2Ç25: USD275mn). 9A25'te toplam yatırım geliri USD521mn; bunun içinde piyasa değerlemesine (mark-to-market) bağlı kazanc kalemleri yaklaşık USD295mn.

- USD5.93bn finansal varlık portföyü: Nakit + menkul kıymetler 2Ç25'teki USD5.59bn'dan 3Ç25'te yaklaşık USD5.93bn'a çıktı. Yönetim Kurulu hisse basına TL0.833 avans temettü açıkladı; bu ~%1.1 temettü verimine işaret ediyor.
- Backlog USD8.7bn: Backlog 3Ç25'te q/q USD0.84bn artısla USD8.73bn'a ulaştı (2Ç25: USD7.89bn; 2Ç24: USD5.89bn). Dağılımı bakıldığında ağırlıklı olarak Irak USD1.95bn (%22), Özel Projeler USD1.29bn (%15), Birleşik Krallık USD1.18bn (%14) ve Libya USD0.99bn (%11). Sıralı artis, Irak'ta (Bazian II; Nasiriyah CCGT) ve Birleşik Krallık'ta (EET Hydrogen) kayda alınan ihaleler ve kapsam artışı ile ilişkili. Çeyrek sonrasında (Kasım 2025) açıklanan Irak CPF-2/AGUP Faz 2 (>USD1bn) sonraki olay kapsamında olup 3Ç backlog'una dahil değildir.
- Gorus ve Degerleme: Orta vade için yapıcı görüşümüzü korurken, 12 ay ufkunda "Tut" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Orta vadede Enka'nın taahhüt görünümü olumlu. Irak'ta ağırlıklı enerji üretimi alanında birikimli proje büyüklüğü, yeni iş alımları için zemin hazırlayabilir. Diğer komşu coğrafyalarda potansiyel yeni projeler de Enka'nın taahhüt varlığını güçlendirebilir. Kırklareli doğalgaz CCGT'nin 4Ç25'te tamamlanması ve yeni varlık alımına bağlı kira gelirlerindeki artış da destekleyici.

12A ufkunda ise, çekirdek faaliyetlerin finansal varlık-duzeltmiş değerlemesi açısından dengenin korunduğunu düşündüğümüz için Tut tavsiyemizi sürdürüyoruz. Sonuçlar sonrasında, değerlememizde bazı varsayımları güncelleyerek 12A hedef fiyatımızı hafif yukarı (TL84.5) revize ettik. Enka'nın uzun vadeli yatırım tezi şu unsurlarla destekleniyor: (1) çeşitli uluslararası operasyonlardan gelen döviz bazlı gelirlerin dayanıklılığı, (2) defansif ve nakit zengini bilanço, (3) yüksek karmasıklıktaki projelerde güçlü uygulama kabiliyeti. Sinirleyici unsurlar: (1) net nakdin yeterince değerlendirilmemesi, (2) enerji üretim varlıklarından sürekli karlılık görünurlüğünün sınırlı kalması, (3) finansal varlıklar üzerinden küresel hisse senedi piyasalarına maruziyet ve (4) sınırlı serbest dolaşım (%8.44; hazine payı ve Gulcelik Ailesi payı hariç).

Finansal Sonuçlar: Enka İnşaat

TLm	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler	% Sapma	Ünlü	Piyasa	9A24	9A25	y/y
Net satış	26,940	34,497	44,603	66%	29%	39,427	38,591	13%	16%	91,767	108,967	19%
FAVÖK	5,848	9,086	8,409	44%	-7%	8,059	8,807	4%	-5%	19,703	23,990	22%
FAVÖK marjı	21.7%	26.3%	18.9%	-2.9pp	-7.5pp	20.4%	22.8%			21.5%	22.0%	0.5pp
Net kar	6,307	11,703	10,711	70%	-8%	9,425	10,130	14%	6%	23,141	26,278	14%
Net marj	23.4%	33.9%	24.0%	0.6pp	-9.9pp	23.9%	26.2%			25.2%	24.1%	-1.1pp

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

Pegasus 3Ç25 Sonuçları: EBITDA beklentilere paralel; net kâr finansal giderlerdeki düşüşle güçlü: Pegasus <PGSUS TI, AI> 3Ç25'te EUR1.103m gelir (+%1 y/y; Ünlü: EUR1.107m, Kons.: EUR1.116m), EUR395m FAVÖK (-%11 y/y; Ünlü: EUR371m, Kons.: EUR381m) ve EUR227m net kâr (-%25 y/y; Ünlü: EUR195m, Kons.: EUR190m) açıkladı. FAVÖK genel olarak beklentilere paralel gerçekleşirken, net kâr konsensüsün %19 üzerinde geldi; bu farkın temel nedeni beklenenden düşük finansal giderlerdi. Şirket yönetimi 2025 yılı beklentilerini hafif aşağı yönlü revize etti; yeni tahminler, önceki FAVÖK öngörüsüne göre yaklaşık %4'lük bir düşüşe işaret ediyor. Sonuçlara piyasa tepkisinin hafif olumlu olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan detayları:

- 3Ç25'te toplam yolcu sayısı %16 y/y arttı; bu artış ağırlıklı olarak %16'luk uluslararası yolcu trafiği büyümesinden kaynaklandı. Toplam AKK %17 y/y artarken, uluslararası AKK %16 y/y arttı. Doluluk oranı yıllık bazda 0,1 puan artışla %89,2'ye yükseldi; uluslararası hatlarda doluluk oranı %86,8'e çıkarak 0,2 puan iyileşme gösterdi. Gelirler (EUR bazında) yıllık %1 arttı ancak kapasite artışının gerisinde kaldı; zira devam eden talep teşvikleri yolcu başı gelirleri azalttı. Yan gelirler %14 y/y arttı. 3Ç25'te RASK %14 y/y gerilerken, yolcu başına yan gelir %1 y/y düştü.
- FAVÖK genel olarak beklentilere paralel gerçekleşti: Çeyrek boyunca yakıt CASK (EUR) %12 düşerken, yakıt hariç CASK (EUR) yıllık bazda yatay kaldı ve toplam CASK %4 azaldı. Ancak RASK'taki %14'lük düşüş nedeniyle Pegasus'un FAVÖK marjı yıllık 4,8 puan geriledi ve FAVÖK 3Ç25'te yıllık %11 azalarak EUR395m oldu.
- Pegasus, 3Ç25'te 35 milyon EUR net finansal gider kaydetti ve 227 milyon EUR net kâr açıkladı (-%25 y/y).
- Net borç (nakit ve nakit benzerleri + PDP/2 – krediler – kira yükümlülükleri) 2Ç25'teki 2,70 milyar EUR seviyesinden 3Ç25 sonunda hafif artışla 2,86 milyar EUR'a çıktı.

2025 beklentilerinde hafif revizyon: Yönetim 2025 beklentilerini hafif aşağı yönlü revize etti. AKK artışı beklentisi %14–16 y/y ile değişmedi. RASK'ta %6–8 düşüş (önceki: orta tek haneli düşüş), CASK'ta %1–3 düşüş (önceki: düşük tek haneli düşüş) ve yakıt hariç CASK'ta %3–5 artış (önceki: düşük tek haneli artış) bekleniyor. FAVÖK marjının ise yaklaşık %26 (önceki: %26–27) seviyesinde gerçekleşmesi öngörülüyor. Yeni tahminler, önceki FAVÖK (EUR bazında) yönlendirmesine göre yaklaşık %4'lük düşüşe işaret ediyor.

Görüş: Pegasus <Hedef Fiyat TL390/hisse> için "AI" tavsiyemizi koruyoruz. Şirket operasyonel olarak görece istikrarlı bir performans göstermeye devam ederken, mevcut değerlendirme cazip seviyede bulunuyor.

Finansal Sonuçlar: Pegasus Hava Taşımacılığı

EURm	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		9A24	9A25	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	1,091	876	1,103	1%	26%	1,107	1,116	0%	-1%	2,373	2,601	10%
FAVÖK	443	254	395	-11%	56%	371	381	6%	4%	711	692	-3%
FAVÖK marjı	40.6%	29.0%	35.8%	-4.8pp	6.8pp	33.5%	34.1%			30.0%	26.6%	-3.4pp
Net kar	301	122	227	-25%	86%	195	190	16%	19%	310	287	-7%
Net marj	27.6%	13.9%	20.6%	-7.0pp	6.7pp	17.6%	17.0%			13.1%	11.0%	-2.0pp

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

Ülker 3Ç25 Sonuçları: Ülker <ULKER Tİ, Aİ> 3Ç25'te 25.4 milyar TL gelir (%5 y/y; Ünlü: 25.3 milyar TL; Kons.: 25.2 milyar TL), 4,507 milyon TL FAVÖK (%17 y/y; Ünlü: 3,950 milyon TL; Kons.: 4,039 milyon TL) ve 1,067 milyon TL net kâr (%70 y/y; Ünlü: 1,163 milyon TL; Kons.: 1,034 milyon TL) açıkladı. Güçlü brüt kârlılık ve maliyet verimliliği sayesinde FAVÖK beklentilerin üzerinde gerçekleşirken, net kâr genel olarak tahminlerle paralel geldi. Sonuçlara piyasa tepkisinin hafif pozitif olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan noktaları:

- Gelirler yıllık bazda %4.8 artarak 25.4 milyar TL'ye ulaştı. Uluslararası gelirlerdeki %26.1'lik güçlü artışla 8.2 milyar TL'ye (3Ç24: 6.5 milyar TL) ulaşılması, Türkiye gelirlerindeki %3.1'lik düşüşü (17.2 milyar TL vs. 17.8 milyar TL) telafi etti. Toplam satış hacmi %0.7 artarak 174 bin ton oldu; uluslararası hacimlerdeki %9.6 artış (51 bin ton) yurt içi hacimlerdeki %2.6 düşüşü (123 bin ton; Türkiye atırtırmalık pazarında toplam %3.5 düşüşe karşılık) dengeledi.
- FAVÖK marjı yıllık 179 baz puan ve çeyreklik 311 baz puan artarak %17.7'ye yükseldi. Türkiye'deki güçlü kârlılık, yurtdışı operasyonlardaki marj baskısını dengeledi. Türkiye FAVÖK marjı 3Ç25'te %19.7'ye çıktı (3Ç24: %16.1), uluslararası FAVÖK marjı ise %13.7'ye geriledi (3Ç24: %15.5). İyileşme, daha güçlü brüt kârlılık (%29.2; 2Ç25: %27.2; 3Ç24: %27.1) ve operasyonel gider verimliliğinden (opex marjı 2Ç25'teki %14.8'den %14.0'a geriledi; 3Ç24: %13.2) kaynaklandı.
- Beklentilerin üzerindeki FAVÖK'e rağmen net kâr tahminlerle paralel gerçekleşti; bunun nedeni %42 efektif vergi oranıyla yüksek vergi giderleri ve 2.9 milyar TL net kur farkı zararı oldu.
- Net borç, FAVÖK ve işletme sermayesinden gelen nakit girişleri (WCR/Satışlar %39.4; 2Ç25: %39.9) sayesinde çeyreklik bazda %1.7 azalarak 937 milyon USD'ye geriledi. Net borç/FAVÖK oranı 2.0x seviyesinde sabit kaldı.

Görünüm & Değerleme: Ülker için 258 TL/hisse hedef fiyatla AI tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2025T F/K 5.3x çarpanından işlem görüyor.

Finansal Sonuçlar: Ülker

TLm	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		9A24	9A25	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	24,255	24,788	25,411	5%	3%	25,281	25,172	1%	1%	77,330	80,926	5%
FAVÖK	3,868	3,625	4,507	17%	24%	3,950	4,039	14%	12%	14,491	14,383	-1%
FAVÖK marjı	15.9%	14.6%	17.7%	1.8pp	3.1pp	15.6%	16.0%			18.7%	17.8%	-1.0pp
Net kar	627	776	1,067	70%	38%	1,163	1,034	-8%	3%	5,868	4,594	-22%
Net marj	2.6%	3.1%	4.2%	1.6pp	1.1pp	4.6%	4.1%			7.6%	5.7%	-1.9pp

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

Şişecam 3Ç25 Sonuçları: Beklentilerle genel olarak uyumlu sonuçlar: Şişecam, IAS29'a göre düzeltilmiş 3Ç25 sonuçlarında TL1.463 milyon net kâr açıkladı, bu rakam beklentilerimizle uyumlu gerçekleşti (ÜNLÜ: TL1.479 milyon; Piyasa: TL1.585 milyon). FAVÖK TL6.492 milyon (ÜNLÜ: TL5.911 milyon; Piyasa: TL6.241 milyon) ve gelirler TL53.940 milyon (ÜNLÜ: TL62.590 milyon; Piyasa: TL57.285 milyon) seviyesinde gerçekleşti.

- Gelirler, 2Ç25'te görülen yüzde 7'lik daralmanın ardından, 3Ç25'te yıllık bazda yüzde 6 düşüşle TL53,9 milyara geriledi. Mimari cam gelirleri yıllık bazda yüzde 4 artarak TL13,3 milyara, endüstriyel cam gelirleri ise yüzde 10 artışla TL6,0 milyara yükseldi. Kimyasallar (TL10,6 milyar) ve cam ev eşyası (TL5,9 milyar) gelirleri sırasıyla yüzde 24 ve yüzde 7 azaldı. Cam ambalaj gelirleri yıllık bazda yüzde 18 daralarak TL13,6 milyara geriledi.
- Konsolide FAVÖK marjı yıllık bazda 499 baz puan artarak yüzde 12 seviyesine çıktı. Bu artış, mimari cam segmentinde (+17,3 puan yıllık artışla yüzde 30,3), endüstriyel cam segmentinde (+19,3 puanla yüzde 12,3) ve cam ambalaj segmentinde (+10,6 puanla yüzde 18,9) kaydedilen marj iyileşmeleriyle desteklendi. Kimyasallar segmenti FAVÖK marjı ise 4,3 puan düşüşle yüzde 13,0 seviyesinde gerçekleşti.
- FAVÖK artışına rağmen, diğer giderlerdeki yükseliş ve çeyrek içinde kaydedilen TL1,3 milyar yatırım zararı (Tuzla'daki gayrimenkul satışıyla ilgili) nedeniyle net kâr yıllık bazda azaldı. Net borç çeyrek bazında yüzde 3 düşüşle 2,7 milyar USD'ye geriledi ve net borç/FAVÖK oranı 6,6x olarak gerçekleşti.

Görünüm ve Değerleme: FAVÖK marjı performansı hâlâ tarihsel ortalamaların altında olsa da, çeyrek bazında marj iyileşmesi hafif olumlu. Operasyonel aşağı döngünün ardından, yurtiçi talep ve Avrupa'daki altyapı teşviklerinin desteğiyle 2026–2027 döneminde 2021 FAVÖK seviyelerine dönüş bekliyoruz. Şişecam için TL53,5 hedef fiyatla TUT tavsiyemizi koruyoruz.

Finansal Sonuçlar: Şişe Cam

TLm	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		9A24	9A25	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	57,139	56,526	53,940	-6%	-5%	62,590	57,285	-14%	-6%	181,696	162,278	-11%
FAVÖK	4,028	5,679	6,492	61%	14%	5,911	6,241	10%	4%	11,622	15,237	31%
FAVÖK marjı	7.0%	10.0%	12.0%	5.0pp	2.0pp	9.4%	10.9%			6.4%	9.4%	3.0pp
Net kar	1,060	2,851	1,463	38%	-49%	1,479	1,585	-1%	-8%	8,149	5,743	-30%
Net marj	1.9%	5.0%	2.7%	0.9pp	-2.3pp	2.4%	2.8%			4.5%	3.5%	-0.9pp

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

Alarko Holding 3Ç25 Sonuçları: Alarko Holding <ALARK TI, AI> 3Ç25'te TL3.07bn ciro (+%1 y/y, +%24 q/q), TL603mn EBITDA (marj %19.6; +3.5pp y/y; +39.2pp q/q) ve TL3.16bn net kâr (+%66 y/y; q/q n.m.) açıkladı. Net kâr ÜNLÜe TL512mn ve konsensüs TL700mn'in belirgin üzerinde; konsensüse göre sürpriz mevcut piyasa değerinin yaklaşık %7'sine denk geliyor. Sürprizin ana etkenleri: i) üretimde zorlu koşullara rağmen enerji faaliyetlerinin (özellikle dağıtım/perakende) güçlü katkısı, ii) inşaat ve arsa geliştirmede yıllık bazda net kâr artışı, iii) 2Ç'de tarım segmentinden kaynaklanan dolaylı parasal/finansal kalemlerin bu çeyrekte kârlılığı anlamlı ölçüde baskılamaması. Hisse son 1A/3A'da BIST-100'e göre +%4/-%13 göreceli; USD bazında +%4/-%17 getiri sağladı. Kombine bazda one cikan noktalar:

- Enerji — Dağıtım & Perakende: 3Ç ciro TL9.6bn (+%2 y/y); EBITDA TL4.3bn (-%2 y/y); net kâr TL2.6bn (-%19 y/y). 9A25: ciro TL21.5bn (+%3), EBITDA TL5.9bn (+%8), net kâr TL10.0bn.
- Enerji — Üretim: 3Ç ciro TL4.3bn (-%15 y/y); EBITDA TL2.3bn (-%57 y/y); net kâr TL1.7bn (-%16 y/y). Ortalama spot fiyat TL2,904/MWh (~USD71; TL bazında +%15 y/y, USD bazında -%6); Cenal üretimi 2.755TWh (-%3 y/y); kuraklık HEPP'leri (ör. Karakuz 3Ç'de 6 MWh) sınırladı. 9A25: ciro TL10.5bn (-%17), EBITDA TL5.1bn (-%42), net kâr TL6.8bn (-%35).
- İnşaat: 3Ç ciro TL1.3bn (-%3 y/y); EBITDA TL258mn (+%3 y/y); net kâr TL195mn (3Ç24'te -TL851mn). 9A25: ciro TL3.5bn (-%42), EBITDA -TL171mn, net kâr TL449mn.
- Arsa Geliştirme: 3Ç ciro TL344mn (+%7 y/y); EBITDA TL408mn (-%21 y/y); net kâr TL279mn (+%28 y/y). 9A25: ciro TL510mn (+%11), EBITDA TL756mn (-%8), net kâr TL447mn.
- Turizm: 3Ç ciro TL1.4bn (+%7 y/y); EBITDA TL468mn (+%7 y/y); net kâr TL380mn (3Ç24: TL485mn). 9A25: ciro TL2.24bn (+%6), EBITDA TL404mn (+%1), net kâr TL306mn.
- Sanayi & Ticaret: 3Ç ciro TL862mn (-%11 y/y); EBITDA TL76mn; net kâr -TL4mn (3Ç24: -TL8mn). 9A25: ciro TL2.37bn (-%11), EBITDA TL167mn, net kâr -TL154mn.
- Tarım: 3Ç ciro TL666mn (+%72 y/y); EBITDA -TL79mn; net kâr -TL1.1bn (3Ç24: -TL245mn) — kapasite artışına rağmen yatırım/ramp-up ve aşağı-EBIT kalemleri baskı yaratmaya devam ediyor. 9A25: ciro TL1.74bn (~2x y/y), EBITDA -TL12mn, net kâr -TL2.56bn.
- Solo net nakit: TL3.0bn (≈ piyasa değerinin ~%8'i); kombine net borç ~TL16.4bn.

Görüş & Değerleme: 12A perspektifte AI tavsiyemizi koruyoruz. Tezin omurgası enerji nakit yaratımı (Dağıtım + Üretim). Konsolide volatilitiyi tarım tarafındaki icra/süreç ve parasal/finansman kalemlerinin normalleşmesi belirleyecek. Uzun vadede enerji operasyonlarından düzenli nakit, sermaye tahsis disiplini ve tarım/yenilenebilirler/girisim sermayesi/turizmden artan katkı ana destekler. Yönetim 2028 için USD4.0bn NAV hedefini yineliyor (pay: enerji %40, yeni isler %30, Alser %10, GYO & turizm %10, diğer %10).

Finansal Sonuçlar: Alarko Holding

TLm	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		9A24	9A25	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	3,046	2,469	3,071	1%	24%					8,995	6,970	-23%
FAVÖK	490	-483	603	23%	n.m.					422	-116	n.m.
FAVÖK marjı	16.1%	-19.6%	19.6%	3.5pp	39.2pp					4.7%	-1.7%	-6.4pp
Net kar	1,902	-852	3,161	66%	n.m.	512	700	n.m.	n.m.	187	-334	n.m.
Net marj	62.4%	-34.5%	102.9%	40.5pp	137.4pp					2.1%	-4.8%	-6.9pp

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

Hitit 3Ç25 Sonuçları: Beklentilerin Üzerinde Karlılık, Ancak Gelir Tahmini Aşağı Yönlü Revize Edildi: Hitit, 3Ç25'te 2,8 milyon USD net kar (%38 y/y, Ünlü: 2,5 milyon USD, Kons.: 2,5 milyon USD), 5,1 milyon USD EBITDA (%50 y/y, Ünlü: 4,8 milyon USD, Kons.: 4,6 milyon USD) ve 11,3 milyon USD gelir (%24 y/y, Ünlü: 11,4 milyon USD, Kons.: 11,2 milyon USD) açıkladı. Daha güçlü brüt kârlılığın yarattığı operasyonel kaldıraç etkisiyle EBITDA ve net kâr beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Bu arada, yönetim 2025 gelir büyüme tahminini aşağı yönlü revize etti. Sonuçlara piyasa tepkisinin nötr olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları:

- USD bazında gelirler 3Ç25'te yıllık %24 arttı; bu artış, partner havayollarındaki yolcu hacimlerindeki artış ve yeni müşteri kazanımlarıyla desteklendi. 9A25 itibarıyla, SaaS gelirlerinin ana sürücüsü olan yolcu sayısı hem yeni müşteri kazanımları hem de mevcut partnerlerden artan iş hacmi sayesinde yıllık %29 arttı.
- EBITDA, USD bazında yıllık %50 artışla 5,1 milyon USD'ye yükseldi ve marj %45,2 oldu. Karlılıktaki iyileşme, gelir büyümesine kıyasla daha düşük COGS artışından (+yıllık %10 USD bazında) kaynaklandı ve operasyonel verimliliğin arttığını yansıttı. COGS içinde toplam maliyetlerin %55'ini oluşturan personel giderleri, gelirden daha yavaş arttı ve bu da EBITDA marjındaki genişlemeyi destekledi.
- Net kâr yıllık %38 artışla 2,8 milyon USD oldu. Beklentilerin üzerindeki net kâr, beklenenden yüksek EBITDA ve beklenenden düşük efektif vergi gideri sayesinde gerçekleşti.
- Şirket çeyreği, 2Ç25'teki 5,9 milyon USD'ye kıyasla 5,4 milyon USD net nakit pozisyonuyla tamamladı.

2025 Gelir Tahmininde Hafif Aşağı Revizyon: Yönetim, gelir büyüme tahminini %33–38 aralığından %25–30 aralığına (9A25: %28,3) revize etti; buna karşın EBITDA marjı %43–48 (9A25: %43,5) ve net marj %25–30 (9A25: %23,8) aralığında sabit tutuldu.

Görünüm: Güçlü kârlılığa rağmen, Hitit yılbaşından bugüne performansını yansıtarak yıllık gelir tahminini aşağı yönlü revize etti. <TP 55,5 TL/hisse> ile TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Finansal Sonuçlar: Hitit Bilgisayar Hizmetleri

USDm	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler	Ünlü	Piyasa	% Sapma	Ünlü	Piyasa	9A24	9A25	y/y
Net satış	9,1	10,2	11,3	24%	11%	11,5	11,2		-2%	1%		32,4	31,1	-4%
FAVÖK	3,4	4,7	5,1	50%	9%	4,8	4,6		6%	12%		12,3	13,6	10%
FAVÖK marjı	37,4%	46,1%	45,1%	7,8pp	-0,9pp	41,7%	40,8%					38,1%	43,6%	5,5pp
Net kar	2,0	2,8	2,8	38%	-2%	2,5	2,5		11%	12%		7,9	7,4	-6%
Net marj	22,0%	27,5%	24,4%	2,4pp	-3,2pp	21,6%	22,1%					24,6%	23,9%	-0,7pp

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

AG Anadolu Grubu Holding 3Ç25 Sonuçları: AG Anadolu Grubu Holding <AGHOL, Araştırma Kapsamında Değil >, Rusya bira operasyonları hariç tutulmuş proforma bazda, 3Ç25'te 186.8 milyar TL gelir (+%8 y/y), 25.4 milyar TL FAVÖK (+%16 y/y; %13.5 marj) ve ana ortaklık payına düşen 3.45 milyar TL net kâr (+%7 y/y; Kons.: 2.65 milyar TL; %30 üzeri) açıkladı.

- İçecek: Gelir 52.2 milyar TL (+%7 y/y), satış hacmi 477 milyon ünite kasa (+%8.9 y/y). Büyüme özellikle Özbekistan ve Kazakistan öncülüğünde Orta Asya kaynaklı olurken, Türkiye'de hafif daralma görüldü. FAVÖK 11.7 milyar TL (+%11 y/y; diğer kalemler hariç 11.8 milyar TL, +%19 y/y), marj %22.3 (+1.0 puan y/y). Maliyetlerin normalleşmesi ve ürün karması yönetimi marjı destekledi. Brüt marj %38.1 (+1.7 puan y/y). Net kâr 7.2 milyar TL (+%4 y/y). Yıl geneli beklentisi korundu.
- Bira: Gelir 15.7 milyar TL (-%6.9 y/y), FAVÖK (BNRI) 3.44 milyar TL (-%9.3 y/y). Zayıf alım gücü ve yavaşlayan turizmle iç piyasada talep yumuşarken, uluslararası operasyonlar (özellikle Kazakistan) dirençli kaldı. FAVÖK marjı %22.0 (-0.6 puan y/y). Maliyet disiplini hacim düşüşünün etkisini sınırladı. Ana ortaklık net kârı 1.67 milyar TL (-%30 y/y).
- Perakende: Gelir 106.9 milyar TL (+%7.7 y/y). Yeni mağaza açılışları ve toplam satışların %20'sini aşan online kanal payı sayesinde pazar payı artışı sürdü. FAVÖK %24.2 artışla 9.41 milyar TL'ye yükseldi; marj %8.8 (+1.2 puan y/y). Net kâr 3.95 milyar TL (-%6.1 y/y), geçen yılki tek seferlik varlık satışlarının yarattığı yüksek baz nedeniyle geriledi. Migros Yönetim Kurulu, 9A25 kârından 650 milyon TL avans temettü onayladı.
- Otomotiv: Gelir 14.19 milyar TL (+%19.8 y/y), FAVÖK 711 milyon TL'ye yükselerek 3Ç24'teki -188 milyon TL seviyesinden pozitifte döndü. Çelik Motor'daki satış artışı ve Anadolu Isuzu'da kamyon üretiminin yeniden başlaması etkili oldu. Brüt marj %10.6 (+3.7 puan y/y). Operasyonel verimlilik ve düşük giderler destekleyici olurken, Anadolu Motor'daki yatırımlar kârlılığı sınırlamaya devam etti. Segment net gideri 142 milyon TL (3Ç24: 162 milyon TL). Net borç/FAVÖK oranı (tekne yatırımları hariç) 4.3x.
- Tarım, enerji ve sanayi: Gelir 1.70 milyar TL (-%30.6 y/y). Adel'de zayıf talep genel performansı aşağı çekerken, Etap Tarım ve GUE güçlü sonuçlarla kısmen dengeledi. FAVÖK 386 milyon TL (+%0.4 y/y) ile sabit kaldı; gider düşüşüyle marj genişledi. Net zarar 79 milyon TL. Net borç/FAVÖK 8.3x.
- Holding: Konsolide gelir 186.8 milyar TL (+%7.5 y/y), FAVÖK 25.4 milyar TL (+%16 y/y; %13.6 marj). Ana ortaklık net kârı 3.45 milyar TL (+%7 y/y; Kons.: 2.65 milyar TL). 9A25 bazında gelir %5 düşüşle 522.3 milyar TL, FAVÖK %10 azalışla 53.1 milyar TL (%10.2 marj). Konsolide net borç/FAVÖK 1.1x.

- Diğer gelişmeler ve görünüm: Spirits segmenti, “Mercan” markasının sahibi Tarih Üzüm’ün %60’ı için ön anlaşma yaparak portföyünü genişletti. Ayrıca Azerbaycan’da Efes ve Efes Draft markaları için lisans anlaşması imzalandı, böylece bölgesel konum güçlendi. Yönetim, işletme sermayesi verimliliği ve bilanço disiplinine odaklanmaya devam ederken 2025 hedeflerini korudu. Şirket hesaplamasına göre, Net Aktif Değer (NAV) iskonto oranı yaklaşık %35 seviyesinde bulunuyor.

Finansal Sonuçlar: AG Anadolu Grubu Holding

TLm	3Ç24 Proforma	3Ç25	y/y	Beklentiler Piyasa	% Sapma Piyasa	9A24	9A25	y/y
Net satış	173,669	186,761	8%			549,908	522,297	-5%
FAVÖK	21,804	25,278	16%			59,104	53,107	-10%
FAVÖK marjı	12.6%	13.5%	1.0pp			10.7%	10.2%	-0.6pp
Net kar	3,220	3,445	7%	2,650	30%	9,807	4,566	-53%
Net marj	1.9%	1.8%	0.0pp			1.8%	0.9%	-0.9pp

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet anketi

Oba Makarna 3Ç25 Sonuçları: Oba Makarna, 3Ç25’te 5.124 milyon TL gelir (-%5 y/y), 200 milyon TL FAVÖK (+%302 y/y) ve 891 milyon TL net zarar (2Ç25’teki 484 milyon TL net zarar ve 3Ç24’teki 589 milyon TL net zarara karşılık) açıkladı. 772 milyon TL’lik parasal kayıp ve 405 milyon TL’lik vergi gideri net kârı aşağı çekti. Net nakit pozisyonu 83 milyon USD seviyesinde korundu. Sakarya tesisinin ramp-up sürecinin tamamlanmasına kadar marjlarda çeyreklik dalgalanmanın sürmesi bekleniyor.

Finansal Sonuçlar: Oba Makarna

TLm	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	9A24	9A25	y/y
Net satış	5,390	7,143	5,124	-5%	-28%	16,159	16,435	2%
FAVÖK	50	-157	200	302%	a.d.	564	411	-27%
FAVÖK marjı	0.9%	-2.2%	3.9%	3.0pp	6.1pp	3.5%	2.5%	-1.0pp
Net kar	-589	-484	-891	a.d.	a.d.	-79	-1,152	a.d.
Net marj	-10.9%	-6.8%	-17.4%	-6.5pp	-10.6pp	-0.5%	-7.0%	-6.5pp

Kaynak: Rasyonet

Sektör ve Şirket Haberleri

Yapı Kredi ilk kez 3 yıl vadeli ve 1,27 milyar dolar tutarında sendikasyon kredisi temin etti: Yapı Kredi<YKBNK TI, AL>, banka tarihinde ilk kez 3 yıl vadeli kredi dilimi içeren 1,27 milyar dolar tutarında sendikasyon kredisi sağladı. Sendikasyon kredisi, 367 gün vadeli 524.4 milyon dolar ve 352.8 milyon avro, 734 gün vadeli 253 milyon dolar, 1.101 gün vadeli 90 milyon dolar olmak üzere dört ayrı dilimde gerçekleştirildi. Maliyetler ise 367 gün için SOFR + %1,50 ve Euribor + %1,25, 734 gün için SOFR + %1,90 ve 1101 gün için ise SOFR + %2,15 seviyesinde gerçekleşti.

Yorum: Kredinin yenileme oranı %118 olup (Akbank: %114) toplam maliyetler Kasım 2024 dönemine göre her iki para birimi için de 25 baz puan azalmıştır. Hafif pozitif.

Enka İnşaat YK, TL5.0bn temettü (brüt DPS: TL0.833, brüt getiri: %1.1) avansı dağıtma kararı aldı: Enka İnşaat <ENKA TI, Tut> Yönetim Kurulu, 9A25 kârlarından TL5.0bn tutarında avans temettü dağıtılmasına karar verdi. Bu tutar, hisse başına brüt TL0.833'e ve yaklaşık %1.1 brüt temettü verimine karşılık geliyor. Temettü hak kullanım tarihi 14 Ocak 2026'dır. Nötr.

Koza grup hisselerinin işlem kodları değişiyor: Borsa İstanbul, Türk Altın İşletmeleri A.Ş. ve TR Anadolu Metal Madencilik A.Ş.'nin ticaret unvanı değişiklikleri nedeniyle, 24 Kasım 2025 itibarıyla işlem kodlarının sırasıyla KOZAL'dan TRALT'a ve KOZAA'dan TRMET'e dönüşeceğini duyurdu.

Türkiye Sigorta'nın brüt yazılan primleri Ekim ayında yıllık %44 arttı: Türkiye Sigorta, Ekim ayında 10,64 milyar TL prim üretimi açıkladı (yıllık %44 büyüme). Kümülatif olarak ise, 2025'in ilk on ayında brüt yazılan primler yıllık bazda %45 artarak 115,63 milyar TL'ye ulaştı. Nötr.

Anadolu Sigorta'nın brüt yazılan primleri Ekim ayında yıllık %32 arttı: Anadolu Sigorta, Ekim ayında 6,84 milyar TL prim üretimi açıkladı (yıllık %32 büyüme). Kümülatif olarak ise, 2025'in ilk on ayında brüt yazılan primler yıllık bazda %45 artarak 74,76 milyar TL'ye ulaştı. Nötr.

Fitch, Arçelik'in notunu "B+" seviyesine düşürüp "Negatif" görünümü korudu: Fitch Ratings, Arçelik <ARCLK TI, TUT>'in uzun vadeli kredi notlarını "BB-" seviyesinden "B+" seviyesine indirdi ve görünümü "Negatif" olarak korudu. Şirketin teminatsız tahvillerine ilişkin not da "BB-"den "B"ye düşürüldü. Fitch, zayıf uluslararası talep, marj baskısı, artan finansman ihtiyacı ve geciken borçluluk azaltımı nedeniyle indirimle gidildiğini belirtti. Kuruluş, FAVÖK kaldıraç oranının 2025 sonunda yaklaşık 7,2x'e çıkmasını, 2026'da 6x'in altına gerilemesini bekliyor. (Hafif Olumsuz)

S&P, Arçelik'in "BB-" notunu teyit edip "Durağan" görünümü korudu: S&P Global Ratings, Arçelik <ARCLK TI, TUT>'in uzun vadeli kredi notunu "BB-" seviyesinde teyit ederken görünümü "Durağan" olarak korudu. Kuruluş, FAVÖK marjının 2025–2026 döneminde %5,5–6,0'a yükseleceğini ve kaldıraç oranının 2025'te yaklaşık 4,4x'e düşeceğini öngörüyor. Karlılığın maliyet tasarruflarıyla desteklendiği, ancak kısa vadeli borç yükü nedeniyle likiditenin zayıf kaldığı belirtildi. (Nötr)

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										1.5	4.5	2.8	1.1	0.8
Akbank	AKBNK	60.9	106.4	75%	Al	7,531	52%	173	2.0	4.7	3.1	1.1	0.9	
Garanti Bank	GARAN	133.5	208.8	56%	Al	13,334	14%	107	3.3	4.6	2.8	1.3	0.9	
Halkbank	HALKB	27.5	31.1	13%	Tut	4,706	9%	37	0.0	5.8	3.3	1.2	1.0	
Isbank	ISCTR	12.9	21.1	64%	Al	7,658	31%	163	1.4	3.7	2.2	0.8	0.6	
TSKB	TSKB	12.6	17.8	41%	Al	840	39%	8	0.0	2.6	1.8	0.8	0.6	
Vakıfbank	VAKBN	25.3	38.5	52%	Al	5,961	6%	23	0.0	3.7	2.4	0.8	0.6	
Yapi Kredi	YKBNK	33.5	52.3	56%	Al	6,738	39%	150	0.0	5.0	3.3	1.2	0.9	
TMT										3.1	9.9	8.2	3.2	2.9
Türk Telekom	TTKOM	55.8	85.0	52%	Al	4,645	13%	36	2.9	8.9	7.0	2.7	2.6	
Turkcell	TCELL	96.9	155.0	60%	Al	5,070	44%	68	3.6	9.6	7.7	2.4	2.3	
Logo	LOGO	171.0	227.0	33%	Al	386	64%	2	2.2	13.2	18.6	6.7	6.4	
Hitit	HTTBT	48.0	55.5	16%	Tut	342	28%	1	0.0	25.0	19.8	16.9	13.2	
İnşaat										1.9	15.4	12.1	7.5	5.0
Enka İnşaat	ENKAI	77.9	77.5	-1%	Tut	11,116	12%	24	2.0	15.0	11.8	7.5	4.9	
Tekfen Holding	TKFEN	79.0	98.6	25%	Al	695	21%	11	0.0	20.9	17.4	7.3	6.9	
Holdingler										1.6	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Koc Holding	KCHOL	171.8	285.0	66%	Al	10,361	27%	117	2.0	13.1	10.2	a.d.	a.d.	
Sabancı Holding	SAHOL	79.7	141.0	77%	Al	3,981	51%	63	0.7	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	
Alarko Holding	ALARK	83.5	146.6	76%	Al	864	30%	9	0.7	13.8	13.9	a.d.	a.d.	
Madencilik										0.0	11.1	7.3	7.8	3.7
Koza Gold	KOZAL	28.4	28.8	1%	Tut	2,163	29%	48	0.0	9.5	4.6	8.9	3.4	
Koza Anadolu	KOZAA	90.8	96.1	6%	Al	838	44%	14	0.0	15.3	14.2	4.9	4.5	
Çelik										1.0	19.3	8.9	8.7	5.8
Erdemir	EREGL	26.1	30.1	15%	Tut	4,572	47%	145	1.0	20.6	9.0	9.4	6.2	
Kardemir	KRDMD	25.9	34.5	33%	Tut	705	89%	41	0.9	11.0	8.3	3.9	3.7	
Petrol & Gaz										8.2	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Aygaz	AYGAZ	203.0	272.0	34%	Al	1,061	24%	2	6.7	10.7	16.6	a.d.	a.d.	
Petkim	PETKM	17.1	18.4	8%	Tut	1,028	47%	39	0.0	a.d.	a.d.	41.8	25.0	
Tupras	TUPRS	198.0	240.0	21%	Tut	9,073	49%	85	9.3	13.7	14.4	5.3	5.8	
Elektrik Dağıtım										5.0	a.d.	12.1	3.6	4.2
Enerjisa	ENJSA	77.3	82.0	6%	Tut	2,171	20%	6	5.0	a.d.	12.1	3.6	4.2	
Otomotiv & Beyaz Eşya										6.6	a.d.	7.0	7.9	6.0
Arcelik	ARCLK	108.3	161.0	49%	Tut	1,740	25%	9	0.0	93.6	6.7	6.6	5.3	
Dogus Otomotiv	DOAS	179.3	260.0	45%	Tut	938	39%	10	16.9	4.5	4.5	2.7	2.6	
Ford Otosan	FROTO	97.1	146.0	50%	Al	8,103	18%	36	8.2	8.7	5.8	7.1	6.3	
Tofas	TOASO	230.0	344.0	50%	Al	2,735	24%	35	4.0	18.0	7.7	12.3	6.7	
Türk Traktor	TTRAK	556.0	653.0	17%	Tut	1,323	24%	3	4.5	20.4	9.3	8.4	6.1	
Kordsa	KORDS	53.8	96.4	79%	Tut	249	29%	2	0.0	a.d.	37.5	9.6	7.5	
Savunma										0.1	41.3	23.7	22.5	13.4
Aselsan	ASELS	185.1	208.7	13%	Al	20,073	26%	137	0.1	41.3	23.7	22.5	13.4	
Perakende										2.9	15.8	11.6	8.0	6.2
Bim	BIMAS	556.0	821.0	48%	Al	7,934	68%	70	3.3	13.6	11.7	10.0	7.8	
Sok Marketler	SOKM	47.6	58.0	22%	Al	672	51%	8	0.6	49.0	6.8	4.7	2.5	
Migros	MGROS	499.0	786.0	58%	Al	2,149	51%	29	1.8	14.5	13.5	3.6	2.9	
Mavi	MAVI	39.9	59.0	48%	Al	754	73%	12	3.9	10.6	9.3	3.5	3.0	
Ebebek	EBEBK	53.4	91.0	71%	Al	203	25%	1	2.3	22.6	11.3	2.6	2.0	
Cam ve Materyaller										2.4	9.8	5.6	11.0	6.5
Sisecam	SISE	36.0	53.0	47%	Tut	2,623	49%	48	2.4	9.8	5.6	11.0	6.5	
Astor	ASTOR	97.1	213.0	119%	Al	2,305	37%	44	2.0	10.3	8.0	7.7	6.0	
Havacılık										1.7	6.2	3.7	4.8	4.0
Pegasus Airlines	PGSUS	211.5	390.0	84%	Al	2,515	43%	110	0.0	4.5	3.0	5.2	4.0	
TAV Airports	TAVHL	268.3	393.0	47%	Al	2,318	48%	15	0.0	20.0	9.2	6.6	5.5	
Turkish Airlines	THYAO	289.5	445.0	54%	Al	9,501	50%	268	2.5	3.3	2.6	4.2	3.7	
Gıda & İçecek										2.4	10.1	7.6	5.8	5.1
Anadolu Efes	AEFES	14.4	28.0	94%	Al	2,032	32%	29	1.7	8.8	7.4	5.4	4.8	
Coca Cola İçecek	CCOLA	55.0	86.0	56%	Al	3,660	25%	15	3.0	10.1	7.9	6.2	5.6	
Ulker Bisküvi	ULKER	114.6	258.0	125%	Al	1,006	39%	17	1.8	5.3	5.3	4.1	3.9	
Oba Makarna	OBAMS	42.6	83.0	95%	Al	486	26%	9	1.2	24.9	11.4	7.4	5.3	
Sağlık										1.6	13.1	10.6	5.8	5.3
MLP Care	MPARK	342.0	685.0	100%	Al	1,554	42%	7	1.6	13.1	10.6	5.8	5.3	
Gayrimenkul										0.0	5.1	5.4	9.2	5.6
Rönesans Gayrimenkul	RGYAS	160.7	234.0	46%	Al	1,265	10%	3	0.0	5.1	5.4	9.2	5.6	
Sigorta										3.2	6.0	5.2	1.2	0.9
AkSigorta	AKGRT	7.0	10.7	52%	Al	269	28%	2	0.0	4.0	3.5	1.4	1.0	
Anadolu Sigorta	ANSGR	23.5	38.8	65%	Al	1,120	35%	5	4.1	4.3	3.3	0.2	0.2	
Türkiye Sigorta	TURSG	13.2	13.0	-2%	Al	3,139	18%	9	3.1	6.9	6.0	1.6	1.2	
Araştırma Kapsamı				43%						2.5	8.2	6.2		
Bankalar Hariç Araştırma Kapsamı				39%						2.8	11.9	9.0	9.2	6.5

Kaynak: UNLU & Co, Bloomberg, *son işlem günü kapanış fiyatları, ** Finansal şirketler için PD/DD

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("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 (%)	72	28	0	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 yanıltıcı 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
Oba Makarna	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 zımni 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 teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki 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.