

Şirket Haberleri

Kar Beklentileri ve Sonuçları

- Vakıfbank 1Ç26 Sonuçları
- Sabancı Holding 1Ç26 Sonuçları
- Tüpraş 1Ç26 Sonuçları
- Petkim 1Ç26 Sonuçları
- Türk Telekom 1Ç26 Sonuçları
- MLP Sağlık 1Ç26 Sonuçları
- Aygaz 1Ç26 Sonuçları
- Rönesans Gayrimenkul 1Ç26 Sonuçları
- Şok Marketler 1Ç26 sonuçları bugün açıklanacak

Sektör ve Şirket Haberleri

- Tüpraş 1Ç26 Telekonferansından Öne Çıkanlar
- Ford Otosan 1Ç26 Telekonferans Notları
- Tofaş 1Ç26 Telekonferans Notları
- Migros 1Ç26 Telekonferans Notları
- Migros sendika ile ücretler konusunda anlaştı

Araştırma

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

Piyasa görünümü

BIST Endeksleri	Kapanış	Değişim	Hacim.(\$m)
BIST 30	17,147	3.06%	5,278
BIST 100	14,917	2.91%	6,749

BIST 30 Vadeli	Uzlaş. Fiyatı	Değişim	Hacim.(\$m)
Nis-26	16,582	0.80%	324,294
Haz-26	17,971	3.40%	779,951

BIST 30 en yüksek performans gösterenler	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
ASTOR	7.4%	273.93
MGROS	6.2%	76.52
GUBRF	6.1%	34.50

BIST 30 en düşük performans gösterenler	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
KRDMD	-0.9%	82.76
DSTKF	-0.2%	52.38
PETKM	0.0%	68.82

Küresel hisse senedi piyasa performansları

Gelişmekte olan piyasalar	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	2.9%	10.3%	32.5%
MSCI EM	3.1%	9.7%	21.0%
Hang Seng	1.6%	-2.1%	3.9%
Brasil-Bovespa	0.5%	0.9%	16.5%
India-Sensex 30	0.1%	-7.4%	-8.5%
China-Shangai	0.3%	1.0%	5.1%
S. Africa-JSE	3.6%	-1.4%	2.9%

Gelişmiş piyasalar

Dow Jones	1.2%	-0.6%	3.8%
S&P 500	1.5%	6.1%	7.6%
FTSE 100	2.1%	0.8%	5.1%
Euro Stoxx 50 Pr	2.7%	-0.3%	4.1%
DAX	2.1%	-0.3%	1.7%
CAC 40	2.9%	-0.3%	1.8%
IBEX	2.5%	-0.1%	4.6%
Nikkei	5.8%	9.3%	25.1%

Emtialar

* vadeli	Fiyat	Günlük	Ybb
Brent (\$/bbl)*	101.3	-7.8%	66.4%
Altın (\$/oz)	4694.3	2.8%	8.1%
Gümüş (\$/t oz)	77.3	5.1%	7.7%
Bakır (\$/lb)	626.9	0.2%	4.9%

Döviz kurları	Kur	Günlük	Ybb
USD/TL	45.23	0.0%	5.4%
EUR/USD	1.18	0.6%	0.2%
Döviz sepeti	49.25	0.3%	2.8%

Faiz oranları	Oran	Değişim	Hacim.(\$m)
Politika faizi	37.00%		
Gösterge tahvil (01-Eki-25)	41.05%	-0.4%	411.00

Eurobondlar	Fiyat	Getiri	Makas
TR (15-Oca-30)	120.037	5.8%	1.5%
US (10-yıllık)		4.4%	0.0%

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

Kar Beklentileri ve Sonuçları

Vakıfbank 1Ç26 Sonuçları: Vakıfbank, 1Ç26'da solo bazda 15,0 milyar TL net kâr açıkladı (-%25 yıllık, -%46 çeyreklik). Açıklanan rakam, piyasa beklentisi olan 14,9 milyar TL'ye paralel gelirken, bizim 20,1 milyar TL'lik tahminimizin altında kaldı. Tahminimizden sapmanın temel nedeni, beklenenden düşük gerçekleşen net faiz gelirleri oldu. Çeyreklik özkaynak kârlılığı %18,4 seviyesinde gerçekleşti.

- Çeyreklik Net Faiz Marjı (NFM) gelişimi açısından benzer bankalar arasında en zayıf performans: Vakıfbank'ın hem 2025 hem de 2026 için kullandığı muhafazakâr enflasyon tahminleri, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerinde 4Ç-1Ç geçişinde optik olarak sert bir düşüşe neden oluyor. Ancak tek neden bu değil; bankanın çekirdek TL spreadi de 1Ç'de çeyreklik bazda 56 baz puan daraldı (rakiplerde yatay veya artış yönlü seyir vardı).
- Sakin varlık kalitesi görünümü: Bankanın çeyreklik net risk maliyeti (net CoR) 159 baz puan seviyesinde gerçekleşti (2025 beklentisi: 126bp). Toplam karşılık oranı ise 19 baz puan artarak %3,51'e yükseldi. Yıllıklandırılmış net taktipteki kredi oluşumu, toplam kredilerin %1,67'sine gerileyerek çeyreklik bazda 3 baz puan iyileşti.
- Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri oranı 6 puan bozulup %50'ye geri çekildi: Bunun nedeni, zayıf ücret-komisyon büyümesinin (+%26 yıllık) faaliyet giderlerindeki %60'lık artışın gerisinde kalması oldu.
- Sermaye yeterlilik oranı çeyreklik bazda 70 baz puan geriledi: Buna göre SYR %14,1 seviyesine indi. (Çekirdek sermaye oranı CET-1: çeyreklik 60 baz puan düşüşle %9,4 olarak gerçekleşti. (minimum gereklilik: %8,5))

Görüş: Zayıf NFM performansı, çeyreklik sonuçların genel görünümünü olumsuz etkiledi. Hisse son bir ayda bankacılık endeksine göre zaten %6 negatif ayrıştı. Bu nedenle sonuçlara piyasa tepkisinin nötr olmasını bekliyoruz.

Finansal Sonuçlar: Vakıfbank

TLm						Beklentiler		% Sapma	
	1Ç25	4Ç25	1Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net Faiz Gelirleri	21.017	66.325	53.849	156%	-19%	59.412		-9%	
Ücret ve Komisyon Gelirleri	15.370	19.373	19.338	26%	0%	18.985		2%	
Net Faiz Marjı	1,90%	5,33%	4,1%	219 bps	-125 bps	4,49%		-40 bps	
Kredi Riski Maliyeti (net)	1,32%	0,66%	1,59%	27 bps	93 bps	1,49%		10 bps	
Net Kar	20.034	28.094	15.031	-25%	-46%	20.183	14.916	-26%	1%
Özkaynak Karlılığı	35,4%	38,4%	18,4%	-1.705 bps	-1.996 bps	24,3%		-595 bps	

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

Sabancı Holding 1Ç26 Sonuçları: Sabancı Holding <SAHOL TI, AI> 1Ç26'da TL63,4mrlr konsolide gelir (-%5 y/y, -%9 ç/ç), TL30,2mrlr FAVÖK (+%8 y/y, -%16 ç/ç) ve TL318mn net kâr açıkladı. Şirket 1Ç25'te TL3,8mrlr net zarar, 4Ç25'te ise TL5,1mrlr net kâr açıklamıştı. Genel olarak sonuçları beklentilerle uyumlu değerlendiriyoruz. Net kâr yıllık bazda belirgin iyileşse de, mutlak anlamda sınırlı kaldı; parasal kayıplar ve vergi giderleri raporlanan net kâr üzerinde baskı yaratmaya devam etti. Çeyreklik bazdaki düşüş ise ağırlıklı olarak güçlü 4Ç25 bazı ve daha düşük bankacılık katkısından kaynaklandı. Öne çıkan başlıklar aşağıdaki gibidir:

- Kombine FAVÖK dirençli seyrederken, gelir baskısı devam etti: Kombine gelirler, ağırlıklı olarak bankacılık gelirlerindeki %14 y/y düşüş nedeniyle %9 y/y azalarak TL403mrlr seviyesinde gerçekleşti. Çeyreklik bazda kombine gelirler 4Ç25'teki TL412mrlr seviyesine kıyasla hafif geriledi. Gelir kırılımı 1Ç26'da %53 bankacılık / %47 banka dışı oldu. Kombine FAVÖK %6 y/y artışla TL52,8mrlr seviyesine yükseldi; ancak 4Ç25'teki TL54,3mrlr seviyesine göre çeyreklik bazda hafif geriledi. Banka dışı FAVÖK %7 y/y artışla TL22,8mrlr oldu; ancak 4Ç25'teki TL24,4mrlr seviyesinden geriledi. Banka dışı FAVÖK marjı yıllık bazda 98 baz puan artarak %11,9 seviyesine yükseldi.
- Enerji, banka dışı kârın ana taşıyıcısı olmaya devam etti: Kombine enerji FAVÖK'ü %3 y/y artışla TL16,6mrlr olurken, enerji net kârı 1Ç25'teki TL653mn zarar seviyesinden TL4,8mrlr kâra döndü. Enerjisa Üretim daha güçlü bir operasyonel çeyrek geçirdi; gelirleri %11 y/y artışla TL24,6mrlr, FAVÖK'ü %39 y/y artışla TL4,7mrlr ve net kârı TL3,3mrlr oldu. 4Ç25 ile karşılaştırıldığında, Enerjisa Üretim'in gelirleri TL27,4mrlr seviyesinden gerilerken, FAVÖK'ü TL3,6mrlr seviyesinden yükseldi; bu da daha iyi bir marj karmasına işaret ediyor. İyileşme; daha güçlü hidroelektrik üretimi, yakın dönemde devreye alınan rüzgar kapasitesi, emtia ticaretinden daha yüksek katkı, bir doğal gaz santralindeki değer düşüklüğü iptali ve daha yüksek parasal kazançlardan kaynaklandı. Doğal gaz kârlılığı düşük spreadler nedeniyle baskı altında kalmaya devam etti.
- Malzeme teknolojilerinde toparlanma görüldü: Malzeme Teknolojileri FAVÖK'ü %31 y/y artışla TL4,7mrlr seviyesine yükselirken, segment 1Ç25'teki TL220mn zarara karşı TL742mn net kâr açıkladı. Net kâr, 4Ç25'teki TL262mn seviyesinden çeyreklik bazda da iyileşti. Toparlanma; daha yüksek uluslararası çimento hacimleri, yenileme lastik pazarında toparlanan talep, daha olumlu kompozit ürün karması ve maliyet disipliniyle desteklendi. Bu segment, özellikle açıklanan Akçansa işleminin ardından Çimsa'nın ana yapı malzemeleri varlığı olarak kalacak olması nedeniyle portföy yapısı açısından önemini koruyor.

- Bankacılık yıllık bazda iyileşti; ancak parasal kayıplar ve vergi giderleri net kârı sınırladı: Bankacılık net kârı, net faiz marjındaki iyileşme ve ücret-komisyon gelirlerinin desteğiyle 1Ç25'teki TL2,0mlr zarar seviyesinden TL497mn kâra döndü. Ancak bankacılık net kârı, 4Ç25'teki TL3,8mlr seviyesine kıyasla çeyreklik bazda belirgin geriledi. Faaliyet kârı altında, net parasal pozisyon kaybı 1Ç25'teki TL18,9mlr seviyesinden daha düşük olsa da TL14,0mlr ile net kâr üzerinde baskı yaratmaya devam etti. Vergi giderleri de TL9,8mlr (+%22 y/y) ile yüksek seyretti; TL13,8mlr cari vergi gideri, TL4,0mlr ertelenmiş vergi geliriyle kısmen dengelendi. Net/net, Sabancı ana ortaklık payları net dönem kârı olarak TL318mn açıkladı; bu rakam beklentilerin üzerinde olsa da mutlak anlamda düşük kaldı.
- Nakit akışı zayıfladı; ancak kaldıraç politika sınırları içinde kaldı: Banka dışı operasyonel nakit akışı, ağırlıklı olarak işletme sermayesi hareketleri ve zamanlama etkileri nedeniyle 1Ç25'teki TL7,4mlr seviyesinden TL5,3mlr seviyesine geriledi. Banka dışı Net Borç/FAVÖK oranı 1,7x seviyesinde gerçekleşti; 2025 sonundaki 1,6x seviyesinin hafif üzerinde olmakla birlikte Grup'un 2,0x politika eşliğinin altında kaldı. Holding solo net nakit pozisyonu 2025 sonundaki TL8,5mlr seviyesinden 1Ç26'da TL13,5mlr seviyesine yükseldi ve temettü giriş/çıkışlarının ardından nisan sonu itibarıyla genel olarak stabil kaldı. Banka dışı yatırım harcamaları/satışlar oranı %11,8 ile %15–20 orta vadeli hedef aralığının altında gerçekleşti.
- Portföy adımları ana yeni gelişme: Çeyrek sonrasında Sabancı, Carrefoursa'daki %57,12 payının satışı için, kapanış net borç ve işletme sermayesi düzeltmelerine tabi olmak üzere USD325mn firma değeri baz alınarak anlaşmaya vardı. Aynı olarak Heidelberg Materials, Sabancı'nın Akçansa'daki %39,72 payını satın almak için, daha önce açıklanan USD1,1mlr firma değeri ve aynı düzeltme mekanizması üzerinden ön alım hakkını kullandı. Bu işlemler, daha odaklı bir portföy yaklaşımıyla uyumlu olup, Rekabet Kurumu onayları dahil kapanış koşullarına tabi olmakla birlikte sermaye tahsisi esnekliğini artırabilir.

Görüş ve Değerleme: Sabancı Holding için AI tavsiyemizi ve TL155,8/hisse 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Hisseler tahminlerimize göre güncel NAD'ine kıyasla %45 iskontolu işlem görüyor. 1Ç26 sonuçları genel olarak beklentilerle uyumlu olsa da net kâr mutlak anlamda baskı altında kaldı. Operasyonel olarak yıllık bazda görünüm bankacılık, enerji ve malzeme teknolojileri üzerinden iyileşirken, banka dışı marj genişlemesi ve daha yüksek holding solo net nakit pozisyonu olumlu unsurlardı. Buna karşın çeyrek, tek başına yakın dönem kâr görünümünü anlamlı şekilde değiştirmiyor; zira net kâr IAS29 kaynaklı parasal kayıplar, vergi giderleri ve bankacılık tarafındaki oynaklığa duyarlı kalmaya devam ediyor. Yatırım hikayesi açısından daha önemli konunun, özellikle açıklanan Carrefoursa ve Akçansa işlemleriyle portföy optimizasyonunun uygulanması ve oluşacak sermaye esnekliğinin kâr kalitesini ve getiri profilini iyileştirecek şekilde kullanılıp kullanılmayacağı olduğunu düşünüyoruz.

Finansal Sonuçlar: Sabancı Holding

TlM	1Ç25	4Ç25	1Ç26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		1Ç25	1Ç26	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	66,395	69,475	63,383	-5%	-9%	n.a.	n.a.			281,000	270,958	-4%
FAVÖK	28,000	35,900	30,200	8%	-16%	n.a.	n.a.			94,254	107,198	14%
FAVÖK marjı	42.2%	51.7%	47.6%	5.5pp	-4.0pp	n.a.	n.a.			33.5%	39.6%	6.0pp
Net kar	-3,847	5,080	318	-108%	-94%	279	-90	14%	n.m.	-22,289	4,174	-119%
Net marj	-5.8%	7.3%	0.5%	6.3pp	-6.8pp					-7.9%	1.5%	9.5pp

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

Tüpraş 1Ç26 Sonuçları: Tüpraş <TUPRS TI, AI> 1Ç26'da TL258,3mlr gelir (+%24 y/y, +%14 ç/ç), TL15,8mlr FAVÖK (+%24 y/y, +%1 ç/ç) ve TL3,7mlr net kâr açıkladı (1Ç25: TL0,1mlr; 4Ç25: TL7,5mlr). Gelirler ÜNLÜe/konsensüs tahminlerinin sırasıyla %15/%8 üzerinde gerçekleşirken, FAVÖK ÜNLÜe/konsensüs tahminlerinin %3/%5 altında kaldı. Net kâr ise ÜNLÜe tahminimizin %12 üzerinde, konsensüs tahmininin %13 altında gerçekleşti. Genel olarak, beklentilerin üzerindeki ciro ve güçlü operasyonel performansın, daha zayıf FAVÖK dönüşümü ve yüksek vergi gideriyle dengelenmesi nedeniyle sonuçları genel olarak beklentilerle uyumlu değerlendiriyoruz. Operasyonel olarak çeyrek güçlüydü; yüksek kapasite kullanımı, artan üretim/satış hacimleri ve destekleyici orta distilat crack marjları sonuçları destekledi. Bununla birlikte, daralan ham petrol diferansiyelleri ve yüksek enerji maliyetleri bu olumlu görünümün FAVÖK'e yansımaları sınırladı. Öne çıkan başlıklar aşağıdaki gibidir:

- Güçlü kapasite kullanımı ve hacim performansı: Toplam kapasite kullanım oranı 1Ç26'da %94,5 seviyesine ulaşarak yıllık bazda 11,3yp, çeyreklik bazda 1,3yp arttı ve 2017'den bu yana en yüksek ilk çeyrek seviyesine işaret etti. Üretim yıllık bazda %15 artışla 6,8mn ton olurken, çeyreklik bazda genel olarak yatay seyretti. Toplam satış hacmi ise yıllık bazda %15 artışla 7,4mn ton seviyesine yükseldi ve güçlü 4Ç25 bazına kıyasla çeyreklik bazda büyük ölçüde yatay/hafif düşük gerçekleşti. Yurt içi satışlar 5,5mn ton (+%20 y/y) ile özellikle güçlü seyredirken, ihracat hacimleri %3 y/y artışla 1,8mn ton oldu. Yurt içi talep ağırlıklı olarak motorin, jet yakıtı ve benzinden destek buldu; yurt içi motorin satış hacimleri %24 y/y, jet yakıtı %16 y/y, benzin ise %13 y/y arttı.
- Rafineri marjı hem y/y hem de ç/ç iyileşti: Tüpraş'ın net rafineri marjı 1Ç26'da USD9,4/varil seviyesine ulaştı; bu rakam 1Ç25'te USD4,1/varil, 4Ç25'te ise USD8,6/varil seviyesindeydi. Bu, yıllık bazda güçlü %129 iyileşmeye ve çeyreklik bazda %9 artışa işaret ediyor. Dış marj ortamı özellikle orta distilatlarla destekleyici kalmaya devam etti. Motorin crack marjı 1Ç26'da USD28,4/varil seviyesine yükselerek 1Ç25'teki USD17,3/varil seviyesinin belirgin üzerinde gerçekleşti; ancak 4Ç25'teki çok güçlü USD34,0/varil seviyesinin altında kaldı. Jet yakıtı crack marjı ana olumlu değişken oldu ve 1Ç25'teki USD14,5/varil ve 4Ç25'teki USD25,8/varil seviyelerinden USD43,1/varil seviyesine yükseldi. Benzin crack marjı da yıllık bazda iyileşerek USD14,0/varil oldu. Buna karşılık, yüksek sülfürlü fuel oil tarafındaki zayıf temel görünümü yansıtmak üzere HSFO crack marjı -USD15,1/varil seviyesine geriledi.

- Daha güçlü crack marjlarına rağmen FAVÖK genel olarak beklentilerle uyumlu: TL15,8mlr seviyesindeki FAVÖK yıllık bazda %25, çeyreklik bazda %7 arttı; ancak ÜNLÜe/konsensüs beklentilerinin hafif altında kaldı. Ana çıkarım, daha güçlü crack marjları, yüksek hacimler ve pozitif stok etkisinin; daralan ham petrol diferansiyelleri ve yüksek doğalgaz maliyetleriyle kısmen dengelenmiş olmasıdır. Bu nedenle, sınırlı FAVÖK sapmasını temel operasyonel momentumda bir bozulma olarak okumuyoruz. Çeyrek, güçlü rafineri operasyon performansını teyit ederken, volatil ham petrol tedarik koşulları, navlun ve enerji maliyetleri altında yüksek crack marjlarının FAVÖK'e birebir yansımadağı da gösteriyor.
- FAVÖK altı kalemler: daha güçlü finansal gelir, y/y daha düşük parasal kayıp, ancak daha yüksek vergi: Net finansal gelir 1Ç26'da 1Ç25'teki TL1,0mlr seviyesinden %59 y/y artışla TL1,5mlr seviyesine yükseldi. Net parasal pozisyon kaybı %8 y/y azalarak TL2,7mlr'den TL2,5mlr'ye geriledi; ancak 4Ç25'teki TL0,8mlr seviyesine göre çeyreklik bazda arttı. Vergi gideri ise TL6,6mlr seviyesine yükselerek belirgin arttı (+%108 y/y, yaklaşık +%53 ç/ç). Bu tutarın TL4,4mlr'si cari vergi gideri, TL2,2mlr'si ertelenmiş vergi giderinden oluştu. Sonuç olarak, vergi öncesi kâr %213 y/y artışla TL10,4mlr seviyesine yükselmesine rağmen net kâr TL3,7mlr ile sınırlı kaldı; ÜNLÜe tahmininin üzerinde, konsensüsün ise altında gerçekleşti.
- Temettü ödemesine rağmen net nakit ç/ç arttı: Net nakit 1Ç26 itibarıyla çeyreklik bazda TL12mlr artışla TL75mlr seviyesine yükseldi ve bu tutar yaklaşık FD'nin %3'üne karşılık geliyor. Artış, daha düşük net işletme sermayesi kullanımıyla desteklendi. İlk temettü taksitinin çeyrek içinde ödenmiş olması ve devam eden yatırım harcamaları dikkate alındığında bu, bilanço açısından olumlu bir sonuç. Nakit ve nakit benzerleri çeyreklik bazda %10 artışla TL129,9mlr seviyesine yükselirken, toplam borçluluk çeyreklik bazda genel olarak yatay kalarak TL55,2mlr oldu. Güçlü net nakit pozisyonu, kalan temettü taksiti ve planlanan yatırım harcamaları için önemli bir destek unsuru olmaya devam ediyor.
- 2026 beklentileri korundu: Yönetim, 2026 yılı için USD6-7/varil net rafineri marjı, %95-100 kapasite kullanım oranı, yaklaşık 29mn ton üretim, 30mn ton toplam satış ve yaklaşık USD700mn yatırım harcaması beklentilerini korudu. 1Ç26 yatırım harcaması USD93mn seviyesinde gerçekleşti ve yıl sonu beklentisinin yaklaşık %13'üne karşılık geldi. Beklentilerin korunması güçlü operasyonel yıl başlangıcıyla uyumlu olmakla birlikte, marj gerçekleştirmeleri ham petrol tedarik maliyetleri, navlun, enerji maliyetleri ve crack marjlarındaki volatiliteye duyarlı kalmaya devam ediyor.

Görüş ve Değerleme: Tüpraş için Al tavsiyemizi ve TL330,3/hisse 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. 1Ç26 sonuçları, net bir beklenti üstü performanstan ziyade genel olarak beklentilerle uyumlu bir görünüme işaret ediyor; FAVÖK beklentilerin hafif altında kalırken, net kâr tahminlere göre karışık bir görünüm sundu. Buna karşın operasyonel performans güçlüydü: kapasite kullanımı son yılların en yüksek ilk çeyrek seviyesine ulaştı, satış hacimleri güçlü seyretti, net rafineri marjı hem yıllık hem çeyreklik bazda iyileşti ve bilanço temettü çıkışına rağmen güçlenmeye devam etti. Önümüzdeki 6-12 ay için Tüpraş açısından destekleyici görünümün sürdüğünü düşünüyoruz. Bu görünüm; yüksek orta distilat crack marjları, güçlü kapasite kullanımı, 2026'da büyük bakım durumu olmaması, güçlü net nakit pozisyonu ve rafineri marjlarının muhafazakâr beklentilerin üzerinde kalması halinde oluşabilecek kâr tahmini yukarı revizyon potansiyeliyle destekleniyor. Başlıca riskler ise crack marjlarında normalleşme, ham petrol diferansiyellerinde daralma, yüksek navlun ve enerji maliyetleri, vergi tarafındaki volatiliteler ve yurt içi talebin beklentilerden zayıf seyretmesidir.

Finansal Sonuçlar: Tüpraş

TLm						Beklentiler		% Sapma				
	1Ç25	4Ç25	1Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	1Ç25	1Ç26	y/y
Net satış	207,582	226,631	258,254	24%	14%	224,141	239,865	15%	8%	1,167,229	913,725	-22%
FAVÖK	12,761	15,675	15,796	24%	1%	16,356	16,555	-3%	-5%	73,031	68,305	-6%
FAVÖK marjı	6.1%	6.9%	6.1%	0.0pp	-0.8pp	7.3%	6.9%			6.3%	7.5%	1.2pp
Net kar	127	7,428	3,710	2820%	-50%	3,315	4,257	12%	-13%	26,380	32,487	23%
Net marj	0.1%	3.3%	1.4%	1.4pp	-1.8pp	1.5%	1.8%			2.3%	3.6%	1.3pp

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

Petkim 1Ç26 Sonuçları: Petkim <PETKM TI, Tut> 1Ç26'da TL27,0mlr gelir (+%17 y/y, +%9 ç/ç), TL163mn FAVÖK (1Ç25: -TL1,3mlr, 4Ç25: -TL1,8mlr) ve TL306mn net kâr açıkladı. Şirket 1Ç25'te TL3,4mlr net zarar, 4Ç25'te ise TL5,8mlr net zarar açıklamıştı. FAVÖK beklentilerin belirgin altında kalırken, net kâr tahminimizle genel olarak uyumlu ve TL359mn net zarar seviyesindeki konsensüs beklentisinden daha iyi gerçekleşti. FAVÖK marjı yalnızca %0,6 seviyesinde gerçekleşerek UNLÜe/konsensüs varsayımları olan %2,8/%1,5 seviyelerinin belirgin altında kaldı. Genel olarak, çeyrek çok zayıf 4Ç25 bazına göre iyileşmeye işaret etse de, mutlak anlamda zayıf kalmaya devam etti. Pozitif net kâr ağırlıklı olarak STAR kaynaklı özkaynak yöntemi geliri ve IAS29 parasal kazançlarından destek bulurken, çekirdek petrokimya kârlılığı zayıf kaldı. Hisseler son bir ayda BIST-100'e göre %2 daha iyi performans gösterdi ve USD bazında %14 getiri sağladı. Öne çıkan başlıklar aşağıdaki gibidir:

- Gelirler beklentileri aştı, ancak marj dönüşümü zayıf kaldı: Gelirler %17 y/y ve %9 ç/ç artışla TL27,0mlr seviyesine yükselerek hem UNLÜe hem de konsensüs tahminlerinin üzerinde gerçekleşti. Satış hacmi 583bin ton, brüt üretim 601bin ton, kapasite kullanım oranı ise %65 seviyesinde gerçekleşti. Petkim'in petrokimyasal ürün satışları USD608mn olurken, satışların %34'ünü termoplastikler, %28'ini ticaret, %24'ünü diğer ürünler, %14'ünü aromatikler ve %1'ini elyaf oluşturdu. Gelir kırılımı %52 yurt içi / %47 ihracat / %1 diğer şeklinde gerçekleşirken, ihracatın %94'ü AB'ye yapıldı. Ciro tarafındaki toparlanma belirgin olsa da, düşük FAVÖK marjı maliyet/spread baskısının henüz normalleşmediğini gösteriyor.

- Sektör görünümü manşet göstergelerde iyileşti, ancak maliyet geçişkenliği gecikmeli gerçekleşti: Etilen-nafta spreadi 4Ç25'teki USD158/ton seviyesinden 1Ç26'da USD214/ton seviyesine yükselerek çeyreklik bazda %36 arttı. Petkim'in Platts endeksi ise %22 ç/ç yükselerek beş yıllık ortalamasının üzerine çıktı. Ancak bu iyileşme 1Ç26'da marjlara tam olarak yansımada. Yönetim, çeyrekte etkinin ağırlıklı olarak maliyet tarafında hissedildiğini, yüksek hammadde fiyatlarının ürün fiyatlarına kademeli yansıdığını ve özellikle polimerlerde daha belirgin bir gecikme olduğunu belirtti. Bu durum, daha güçlü manşet göstergeler ile FAVÖK beklenti altı performansı arasındaki ayrışmayı açıklıyor.
- FAVÖK pozitif döndü, ancak beklentilerin altında kaldı: Tahminlerle karşılaştırılabilir manşet bazda FAVÖK TL163mn seviyesinde gerçekleşti ve yalnızca %0,6 FAVÖK marjına işaret etti. Petkim'in çeyreklik FAVÖK köprüsü, FAVÖK'ün pozitif fiyatlama farkı ve stok etkileriyle 4Ç25 dip seviyesinden belirgin şekilde iyileştiğini; ancak hammadde maliyetleri ile hacim/verimlilik etkilerinin baskı yaratmaya devam ettiğini gösteriyor. Şirket sunumu bazında FAVÖK, 4Ç25'teki TL1,5mlr zarar seviyesinden 1Ç26'da TL405mn pozitif FAVÖK seviyesine döndü. Çeyrek, dip seviyeden çıkışın başladığını teyit ediyor; ancak tekrarlayan petrokimya marjlarının sürdürülebilir bir seviyeye toparlandığını göstermiyor.
- Stok ve ticaret faaliyetleri destekleyici oldu: Hammadde fiyatlarındaki hızlı artış, büyük bölümü mart ayında gerçekleşen USD14mn stok kazancı yarattı. Yükselen fiyat ortamında ticaret faaliyetleri de çeyreği destekledi ve USD8,8mn ticaret brüt kârı kaydedildi. Bu kalemler çeyreklik FAVÖK toparlanmasına katkı sağladı; ancak kısmen piyasa zamanlaması kaynaklı oldukları için tekrarlayan marj iyileşmesi olarak extrapole edilmemeli.
- Çekirdek faaliyet kârlılığı zayıf kaldı: Brüt kâr TL4mn ile başa baş seviyeye yakın gerçekleşti; bu rakam 1Ç25'teki TL1,3mlr brüt zarar ve 4Ç25'teki TL1,6mlr brüt zarar ile karşılaştırıldığında iyileşmeye işaret ediyor. Ancak raporlanan faaliyet zararı TL3,0mlr ile yüksek kalmaya devam etti ve 1Ç25'teki TL3,4mlr faaliyet zararına kıyasla yalnızca sınırlı daraldı. Esas faaliyetlerden diğer giderler TL1,0mlr seviyesinden TL2,4mlr seviyesine yükseldi; bu etki daha yüksek esas faaliyetlerden diğer gelirlerle kısmen dengelendi. Ana çıkarım, Petkim'in bağımsız petrokimya operasyonlarından hâlâ anlamlı faaliyet kârlılığı üretmediği yönünde.
- STAR Rafineri, FAVÖK altı desteğin ana kaynağı oldu: Petkim, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan TL1,6mlr gelir kaydederken, 1Ç25'te bu kalem TL207mn zarar idi. STAR kaynaklı katkı ana belirleyici oldu; şirket sunumu STAR'dan özkaynak yöntemiyle USD36mn net gelir elde edildiğine işaret ediyor. Rafineri Holding 1Ç26'da destekleyici rafineri marjları ve yüksek kapasite kullanımının katkısıyla TL124,0mlr gelir, TL19,0mlr brüt kâr ve TL13,2mlr net kâr açıkladı. STAR %98 kapasite kullanım oranıyla çalıştı, 3,1mn ton ürün satışı gerçekleştirdi ve mart ayında 1,13mn ton ile aylık üretim rekoruna ulaştı. Bu, çeyreğin en net olumlu unsuru oldu.
- IAS29 parasal kazancı net kârı desteklerken, finansman giderleri yüksek kaldı: Petkim, faaliyet zararına rağmen TL4,7mlr parasal kazanç ve STAR kaynaklı özkaynak yöntemi geliri sayesinde TL306mn net kâr açıkladı. Net finansman gideri TL2,6mlr ile yüksek kalmaya devam etti; ancak 1Ç25'teki TL3,6mlr seviyesinin altında ve 4Ç25'e genel olarak benzer gerçekleşti. Ertelenmiş vergi gideri TL538mn oldu ve 4Ç25'teki TL1,1mlr seviyesinden geriledi. Bu nedenle pozitif net kâr ihtiyatla okunmalı; zira tekrarlayan petrokimya kârlılığından ziyade FAVÖK altı desteklerden kaynaklandı.
- Net borç işletme sermayesi çözülmesiyle ç/ç geriledi, ancak kaldıraç yüksek kalmaya devam ediyor: Net borç çeyreklik bazda TL4,1mlr azalarak TL47,1mlr seviyesine geriledi; bu tutar yaklaşık FD'nin %4'üne karşılık geliyor. Düşüşün ana nedeni çeyrek içinde net işletme sermayesi kullanımında görülen yaklaşık TL3mlr'lik belirgin azalma oldu. Operasyonel nakit akışı, düşük stoklar ve yüksek ticari borçlar dahil işletme sermayesi hareketlerinin desteğiyle 1Ç25'teki TL9,8mlr nakit çıkışından 1Ç26'da TL2,3mlr nakit girişine döndü. 1Ç26 yatırım harcaması TL702mn seviyesinde gerçekleşti. Net borçtaki çeyreklik düşüş olumlu olsa da, bilanço kaldıraç mevcut FAVÖK koşu hızına göre yüksek kalmaya devam ediyor.

Görüş ve Değerleme: Son raporumuzda detaylandırdığımız üzere, Petkim için Tut tavsiyemizi ve TL16,9/hisse 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. 1Ç26 sonuçları karışık bir görünüme işaret ediyor: FAVÖK 4Ç25 dip seviyesinden pozitif döndü ve net borç çeyreklik bazda geriledi; ancak FAVÖK beklentilerin belirgin altında kaldı ve tekrarlayan petrokimya kârlılığı zayıf seyrini sürdürdü. Pozitif net kâr, çekirdek operasyonlarda temiz bir toparlanmadan ziyade ağırlıklı olarak STAR kaynaklı özkaynak yöntemi geliri ve IAS29 parasal kazançlarından kaynaklandı. İran çatışması sonrası ürün arzındaki sıkışıklıkla birlikte gözlenen ürün spreadlerindeki genişleme nedeniyle Petkim'in operasyonel performansının 2Ç26'da daha iyi seyretmesini bekliyoruz.

Finansal Sonuçlar: Petkim

TLM	1Ç25	4Ç25	1Ç26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		1Ç25	1Ç26	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	23,126	24,801	26,995	17%	9%	25,209	26,107	7%	3%	111,454	98,019	-12%
FAVÖK	-1,252	-1,831	163	n.m.	n.m.	712	401	-77%	-59%	-1,560	-3,824	145%
FAVÖK marjı	-5.4%	-7.4%	0.6%	6.0pp	8.0pp	2.8%	1.5%	-1.4%	-3.9%	-2.5pp		
Net kar	-3,372	-5,777	306	n.m.	n.m.	373	-359	-18%	n.m.	-9,137	-11,261	23%
Net marj	-14.6%	-23.3%	1.1%	15.7pp	24.4pp	1.5%	-1.4%	-8.2%	-11.5%	-3.3pp		

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

Türk Telekom 1Ç26 Sonuçları: Türk Telekom <TTKOM TI, AI> 1Ç26'da TL10.5 milyar net kar açıkladı (Ünlü: TL5.8 milyar; Konsensus: TL6.0 milyar). Şirket aynı dönemde TL27.4 milyar FAVÖK (Ünlü: TL26.6 milyar; Konsensus: TL26.7 milyar) ve TL64.9 milyar gelir elde etti (Ünlü: TL64.1 milyar; Konsensus: TL64.8 milyar). FAVÖK beklentilerin %3 üzerinde gerçekleşirken, net kar daha güçlü operasyonel kârlılık ve yüksek parasal kazançların desteğiyle tahminlerin belirgin üzerinde geldi. Şirket 2026 yılı beklentilerini korudu. Öne çıkan detaylar şu şekildedir:

- 1Ç26'da reel gelir büyümesi (UFRYK-12 hariç) yıllık %6 seviyesinde gerçekleşti. Sabit genişbant ve kurumsal veri segmentleri büyümenin ana sürükleyicileri olmaya devam etti. Sabit genişbant gelirleri (UFRYK-12 hariç toplam gelirlerin %35'i) yıllık %18 artarken, bu artış ağırlıklı olarak %18 ARPU yükselişinden kaynaklandı; abone bazı ise yatay seyretti. Kurumsal veri gelirleri fiyat güncellemeleri ve yönetilen servisler, internet erişimi, veri merkezi, bulut ve siber güvenlik çözümlerindeki büyümenin desteğiyle yıllık %28 arttı. TV gelirleri yıllık %15 artarken, mobil gelirler devam eden abone büyümesine rağmen zayıf karma ARPU performansı nedeniyle yatay kaldı. Uluslararası gelirler ise düşük uluslararası ses gelirleri nedeniyle yıllık %28 geriledi. Öte yandan, UFRYK-12 gelirleri devam eden altyapı yatırımları ve imtiyaz varlıklarına ilişkin muhasebe etkileri nedeniyle yüksek seviyelerini korudu.
- Abone Bazı: Toplam abone bazı 1Ç26'da çeyreksel bazda %1.1 artarak 57.2 milyona ulaştı; büyüme ağırlıklı olarak mobil segmentten kaynaklandı. Mobil abone sayısı, faturalı segmentteki güçlü görünümün desteğiyle çeyreksel bazda %2.3 arttı. Faturalı abone oranı ise 4Ç25'teki %79.1 seviyesinden %80.4'e yükseldi. Sabit genişbant abone bazı 15.4 milyon seviyesinde yatay kalırken, fiber penetrasyonu iyileşmeye devam etti.
- Konsolide FAVÖK 1Ç26'da yıllık %17.1 artışla TL27.4 milyara yükselirken, FAVÖK marjı yıllık 300 baz puan artışla %42.3 oldu. Marjdaki iyileşme ağırlıklı olarak düşük ara bağlantı giderleri, network giderlerindeki sınırlı artış ve yıllık ücret artışlarına rağmen iyileşen personel giderlerinden kaynaklandı. 5G ile bağlantılı pazarlama ve abone kazanım harcamaları nedeniyle ticari giderler yüksek seyretmeye devam etse de, bu baskı gider bazındaki iyileşmeler ile dengelendi. UFRYK-12 etkisi hariç tutulduğunda FAVÖK marjı %44.1'e yükseldi.
- Net kar 1Ç26'da güçlü operasyonel kârlılık ve belirgin şekilde yüksek parasal kazançların desteğiyle TL10.5 milyara yükseldi (%16.1 net kar marjı). Net parasal kazançlar yıllık %80 artışla TL14.0 milyar seviyesine yükselirken, bu artış ağırlıklı olarak bilançoya eklenen imtiyaz ve 5G varlıklarına ilişkin enflasyon muhasebesi etkisinden kaynaklandı. Net finansal giderler ise imtiyaz uzatımı ve 5G lisans yükümlülüklerine bağlı kur farkı zararları nedeniyle yıllık %27 artışla TL9.2 milyar oldu. Vergi giderleri büyük ölçüde enflasyon muhasebesi etkileri nedeniyle yüksek seyretti ve TL7.1 milyar seviyesinde gerçekleşti. (40,5% efektif vergi oranı)
- Net borç 1Ç26'da ağırlıklı olarak imtiyaz uzatımı ve 5G ödemeleri nedeniyle 4Ç25'teki TL64.5 milyar seviyesinden TL112.7 milyara yükseldi. Söz konusu ödemeler hariç tutulduğunda net borç TL65.5 milyar seviyesinde olacaktı. Mutlak borçtaki yükselişe rağmen kaldıraç oranı yönetilebilir seviyelerde kalmaya devam etti; Net Borç/FAVÖK oranı önceki çeyrekteki 0.6x seviyesinden 0.99x'e yükseldi.
- Yatırım harcamalarının satışlara oranı 1Ç26'da yüksek seviyesini korudu. Güneş enerjisi yatırımları, imtiyaz uzatımı ve 5G lisans ödemeleri hariç tutulduğunda capex/satışlar oranı 1Ç25'teki %16.8 seviyesinden %26.3'e yükseldi. Artış ağırlıklı olarak hızlanan 5G yatırımları ve devam eden fiber yatırımlarından kaynaklandı. İmtiyaz ve 5G ile ilgili ödemeler dahil edildiğinde toplam yatırım harcamaları çeyrek boyunca TL155 milyar seviyesinde gerçekleşti.
- 2026 beklentileri korundu: Şirket 2026 beklentilerini korurken, UFRYK-12 hariç gelir büyümesinin %8-9, FAVÖK marjının %41-42 ve capex/satışlar oranının %33-34 seviyesinde gerçekleşmesini beklemektedir.

Görüşümüz ve değerlendirme: Güçlü sabit genişbant fiyatlama gücü, devam eden mobil abone büyümesi ve operasyonel verimlilikteki iyileşmenin kâr üretimini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Yüksek yatırım harcamaları ve imtiyaz kaynaklı ödemeler kısa vadede serbest nakit akışı üzerinde baskı yaratabilecek olsa da, bilanço yapısının yönetilebilir seviyelerde kaldığını değerlendiriyoruz. AL tavsiyemizi ve TL97.9 hedef fiyatımızı koruyoruz. Hisse 2026 tahminlerimize göre 7.4x F/K ve 3.1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Finansal Sonuçlar: Türk Telekom

TlM						Beklentiler		% Sapma				
	1Ç25	4Ç25	1Ç26	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	2024	2025	y/y
Net satış	59,671	76,277	64,858	9%	-15%	64,112	64,770	1%	0%	232,833	266,549	14%
FAVÖK	23,441	29,159	27,438	17%	-6%	26,606	26,731	3%	3%	85,032	109,052	28%
FAVÖK marjı	39.3%	38.2%	42.3%	3.0pp	4.1pp	41.5%	41.3%			36.5%	40.9%	4.4pp
Net kar	6,719	791	10,457	56%	1222%	5,839	6,038	79%	73%	12,180	25,288	108%
Net marj	11.3%	1.0%	16.1%	4.9pp	15.1pp	9.1%	9.3%			5.2%	9.5%	4.3pp

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

MLP Sağlık 1Ç26 Sonuçları: MLP Sağlık (MPARK TI, AI) 1Ç26'da TL16.3 milyar gelir (+%6 y/y; Ünlü: TL16.1 milyar; Konsensus: TL16.0 milyar), TL4.8 milyar FAVÖK (+%25 y/y; Ünlü: TL4.5 milyar; Konsensus: TL4.5 milyar) ve TL1.67 milyar net kar (+%9 y/y; Ünlü: TL1.0 milyar; Konsensus: TL1.2 milyar) açıkladı. Gelirler beklentilerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşirken, FAVÖK güçlü marj genişlemesinin desteğiyle tahminlerin %6-7 üzerinde geldi. Net kar da güçlü operasyonel kârlılık, yüksek parasal kazançlar ve ertelenmiş vergi gelirinin desteğiyle beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşti. Sonuçlara piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları şu şekildedir:

- MLP Sağlık'ın gelirleri 1Ç26'da yıllık %5.7 arttı. Büyüme hem yurt içi hasta gelirleri hem de sağlık turizmi gelirleri tarafından desteklendi. Toplam gelirlerin yaklaşık %90'ını oluşturan yurt içi hasta gelirleri yıllık %5.6 arttı. Yatan hasta gelirleri, hasta hacmindeki %2.0 artış ve ortalama protokol başına gelirdeki (ARPP) %2.3 yükselişin desteğiyle yıllık %4.4 büyüdü. Ayaktan hasta gelirleri ise ağırlıklı olarak ortalama ziyaret başına gelirdeki (ARPV) %6.2 artış sayesinde yıllık %6.9 yükselirken, ayaktan hasta hacmi %0.6 arttı. Sağlık turizmi gelirleri, yabancı hasta sayısındaki artışın desteğiyle yıllık %4.0 büyüdü. Diğer yan iş kolları gelirleri ise üniversite hastanelerinden elde edilen yönetim danışmanlığı gelirlerindeki artışın etkisiyle yıllık %12.2 arttı. Ödeme tipi tarafında, özel sigorta hastalarının toplam gelirler içindeki payı yaklaşık %51 seviyesinde korunurken, Aralık 2025'te yapılan SUT güncellemesinin ardından SGK hastalarının payı çeyreksel bazda yaklaşık 2 puan arttı. Bu artış ağırlıklı olarak self-pay hasta payındaki düşüşten kaynaklandı.
- FAVÖK marjı 1Ç26'da yıllık 460 baz puan artışla %29.6 seviyesine yükseldi. Marjdaki iyileşme, olumlu hasta ve ödeme tipi miksinin yanı sıra devam eden operasyonel verimlilik uygulamalarıyla desteklendi. Marj genişlemesinde, personel, malzeme ve dışarıdan sağlanan hizmet giderlerinin gelirler içindeki payındaki düşüş etkili oldu. Personel giderlerinin gelirler içindeki payı verimlilik uygulamalarının desteğiyle yıllık 176 baz puan gerilerken, malzeme giderleri etkin stok yönetimi ve iyileşen hasta miksinin katkısıyla 119 baz puan düştü. Dışarıdan sağlanan hizmet giderleri de temizlik, yemek ve güvenlik gibi hizmetlerin kademeli olarak şirket bünyesine alınmasının etkisiyle 35 baz puan geriledi. Doktor giderlerinin gelirler içindeki payı yıllık 41 baz puan düşmesine rağmen, bordrolu hekim modeline geçiş sürecinin etkisiyle doktor giderleri nominal bazda artmaya devam etti.
- Net kar 1Ç26'da yıllık %9 artışla TL1.67 milyara yükselirken, beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşti. Güçlü operasyonel kârlılığın yanı sıra enflasyon muhasebesi kaynaklı yüksek parasal kazançlar ve ertelenmiş vergi geliri net karı destekledi. Net finansal giderlerdeki artışa rağmen, net parasal kazançlar yıllık %20 artışla TL1.0 milyara yükseldi. Vergi giderleri ise geçen yılın aynı dönemine göre belirgin şekilde gerileyerek ertelenmiş vergi gelirinin etkisiyle net karı destekledi.
- Toplam yatırım harcamaları 1Ç26'da TL1.8 milyar seviyesine gerilerken (1Ç25: TL1.9 milyar), capex/satışlar oranı %12.2'den %10.9'a düştü. Bakım yatırımları gelirlerin %3.6'sını oluştururken, greenfield projeler ve satın alınan hastanelere yönelik genişleme yatırımları gelirlerin %7.3'üne karşılık geldi. Greenfield yatırımlarının gelirler içindeki payındaki gerileme, 2025'teki yüksek yatırım döngüsünün ardından yatırım yoğunluğunda kısmi bir normalizasyona işaret etmektedir.
- Net Borç/FAVÖK oranı devam eden yatırımlara rağmen 1Ç26'da 0.8x seviyesinde yatay kalırken, IFRS 16 hariç oran 0.4x seviyesinde gerçekleşti.

Görüşümüz ve değerlendirme: MLP Sağlık'ın gelirlerinin, ılımlı hasta hacmi büyümesi ile Aralık 2025'teki SUT güncellemesi ve Ocak 2026'daki TTB katsayı artışlarının desteklediği daha yüksek tedavi fiyatlamaları sayesinde büyümeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bunun yanında, şirketin devam eden maliyet optimizasyonu ve verimlilik uygulamalarının FAVÖK marjını desteklemeyi sürdürmesini bekliyoruz. 2Y26'dan itibaren bordrolu hekim modeline geçişin doktor maliyetleri üzerinde baskı yaratması beklenmekle birlikte, 2026'daki yarım dönem etkisinin diğer operasyonel gider kalemlerindeki verimlilik kazanımlarıyla büyük ölçüde dengelenebileceğini düşünüyoruz. AL tavsiyemizi ve TL636 hedef fiyatımızı koruyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 5.7x FD/FAVÖK ve 10.5x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Finansal Sonuçlar: MLP Sağlık Hizmetleri

TlM	1Ç25	4Ç25	1Ç26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	15,382	15,586	16,252	6%	4%	16,104	16,030	1%	1%	57,167	60,624	6%
FAVÖK	3,853	4,862	4,810	25%	-1%	4,509	4,518	7%	6%	14,696	16,867	15%
FAVÖK marjı	25.0%	31.2%	29.6%	4.6pp	-1.6pp	28.0%	28.2%			25.7%	27.8%	2.1pp
Net kar	1,531	1,413	1,668	9%	18%	1,035	1,196	61%	39%	7,504	6,093	-19%
Net marj	10.0%	9.1%	10.3%	0.3pp	1.2pp	6.4%	7.5%			13.1%	10.0%	-3.1pp

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

Aygaz 1Ç26 Sonuçları: Aygaz <AYGAZ TI, AI> 1Ç26'da TL21,9mlr gelir (-%14 y/y, -%10 ç/ç), TL767mn FAVÖK (+%7 y/y, -%11 ç/ç) ve TL135mn net kâr açıkladı (1Ç25: TL16mn; 4Ç25: TL2,3mlr). FAVÖK genel olarak beklentilerle uyumlu gerçekleşti ve ÜNLÜe/konsensüs tahminlerinin sırasıyla %6/%1 altında kaldı. Net kâr ise daha zayıf FAVÖK altı katkı, daha yüksek parasal kayıp ve 4Ç25'teki genel müdürlük binası satışından kaynaklanan yüksek tek seferlik desteğin bu çeyrekte bulunmaması nedeniyle beklentilerin belirgin altında gerçekleşti. Öne çıkan başlıklar aşağıdaki gibidir:

- Çekirdek LPG operasyonları düşük gelirlere rağmen dirençli seyretti: Konsolide gelirler, daha yüksek hacimlere rağmen düşük LPG fiyatlamasının etkisiyle yıllık bazda %14 düşüşle TL21,9mlr seviyesinde gerçekleşti. Yurt içi perakende LPG satışları; tüplügaz, dökmegaz ve otoğaz satışlarının desteğiyle %5 y/y artışla 242bin ton oldu. Toptan ve uluslararası LPG satış hacimleri ise %1 y/y artışla 342bin ton seviyesine yükseldi. Toplam LPG satışları %2 y/y artışla 584bin ton seviyesine ulaştı; ancak ağırlıklı olarak toptan ve uluslararası hacimlerdeki düşüş nedeniyle 4Ç25'teki 619bin ton seviyesinden geriledi.
- Zayıf yurt içi pazarda pazar payları iyileşti: EPDK'nın Ocak-Şubat verilerine göre Türkiye toplam LPG pazarı yıllık bazda %5 daralırken, tüplügaz ve otoğaz pazarları da %5 y/y geriledi. Zayıf pazar ortamına rağmen Aygaz tüplügaz pazar payını %43,1 seviyesine (+1,4yp y/y), otoğaz pazar payını %24,4 seviyesine (+2,0yp y/y) ve toplam LPG pazar payını %27,3 seviyesine yükselterek pazar liderliğini korudu.
- FAVÖK stok kazançları ve hacimlerin desteğiyle beklentilerle uyumlu: FAVÖK %7 y/y artışla TL767mn seviyesinde gerçekleşti ve genel olarak beklentilerle uyumlu geldi. Brüt kâr, yüksek satış hacimlerinin desteğiyle %6 y/y artarak TL2,5mlr oldu. SP bağlantılı stok etkisi de destekleyiciydi: Aygaz, enflasyon muhasebesine göre 1Ç26'da TL74mn stok kazancı kaydederken, 1Ç25'te TL81mn stok zararı kaydetmişti. Nominal bazda SP bağlantılı stok etkisi 1Ç26'da +TL74mn, 1Ç25'te ise -TL63mn seviyesindeydi. Bu etki, düşük gelirler ve artan faaliyet giderlerinden kaynaklanan baskıyı kısmen dengeledi.
- Net kâr beklenti altı kalırken ana baskı FAVÖK altı kalemlerden geldi: Faaliyet kârı %10 y/y artışla TL402mn seviyesine yükselirken, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan katkı 1Ç25'teki TL105mn zarara karşılık TL199mn kâr oldu. Buna karşın net kâr, ağırlıklı olarak TL542mn net parasal pozisyon kaybı ve TL233mn toplam vergi gideri nedeniyle TL135mn ile beklentilerin belirgin altında kaldı. Parasal kayıp, 1Ç25'teki TL248mn kaybın üzerinde gerçekleşti. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların katkısının kompozisyonu da karışık: EYAŞ TL339mn, United Aygaz TL116mn ve Opet Aygaz Gayrimenkul TL7mn katkı sağlarken, Kolay Gelsin TL263mn zarar yazarak pozitif katkının önemli bölümünü dengeledi.
- Çeyreklik karşılaştırma 4Ç25'teki tek seferlik kalemlerle bozuluyor: Net kâr çeyreklik bazda 4Ç25'teki TL2,1mlr seviyesinden 1Ç26'da TL135mn seviyesine sert geriledi. Bunun ana nedeni çekirdek LPG operasyonlarında bozulma değil; başta genel müdürlük binası satış kazancı olmak üzere 4Ç25'teki tek seferlik desteklerin bu çeyrekte bulunmaması, daha zayıf FAVÖK altı katkı ve daha yüksek parasal kayıptı. Buna karşılık FAVÖK marjı %3,5 ile hem 4Ç25 hem de 1Ç26'da genel olarak yatay seyretti.
- Bangladeş ölçeklenmeye devam ediyor: United Aygaz, 1Ç26'da 252 bayi ve yaklaşık 14.500 perakende satış noktası üzerinden 73bin ton LPG satışı gerçekleştirdi; bu yıllık bazda %79 artışa işaret ediyor. 1Ç26 geliri yaklaşık USD57,5mn oldu. 3bin ton depolama kapasitesine sahip Dakka tesisi Ocak 2026'da faaliyete başlarken, 16bin ton depolama kapasitesine sahip Chittagong ana tesis konumunu koruyor; kapasitenin 2026 sonu itibarıyla 21bin tona çıkarılması planlanıyor. United Aygaz'ın TL116mn özkaynak yöntemi katkısı çeyreğin net olumlu unsurlarından biriydi.
- Net nakit temettü, gemi yatırımı ve işletme sermayesi nedeniyle geriledi: Net nakit, endekslenmemiş nominal bazda 2025 sonundaki TL5,4mlr seviyesinden 1Ç26 sonunda TL1,1mlr seviyesine geriledi. Düşüş; TL2,8mlr nakit temettü ödemesi, gemi yatırımı ilişkin taksit ödemesi ve daha yüksek net işletme sermayesi ihtiyacından kaynaklandı. Brüt nakit TL4,1mlr, toplam finansal borç ise neredeyse tamamen döviz kredilerinden oluşmak üzere yaklaşık TL3,0mlr seviyesinde gerçekleşti. Net işletme sermayesi ihtiyacı, yüksek ürün fiyatları ve artan satış hacimlerinin etkisiyle Mart 2025'teki TL1,3mlr seviyesinden TL3,6mlr seviyesine yükseldi.
- 2026 beklentileri korundu: Yönetim, 2026 yılı için 200-220bin ton tüplügaz satışı ve 750-790bin ton otoğaz satışı beklentilerini; tüplügazda %41,5-42,5, otoğazda ise %23,0-24,0 pazar payı hedeflerini korudu. Mevcut pazar payı performansı hedef aralıkların üzerinde seyretse de, hacim görünümü yurt içi LPG talebi, fiyatlama ve mevsimsel tüketim trendlerine bağlı kalmaya devam ediyor.

Görüş ve Değerleme: Aygaz için AI tavsiyemizi ve TL342/hisse 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Pazar payı kazanımları, Bangladeş katkısındaki iyileşme, ticaret/filo genişleme stratejisi ve hâlen pozitif net nakit pozisyonu nedeniyle Aygaz'a yönelik yapıcı görüşümüzü koruyoruz. Bununla birlikte çeyrek, raporlanan net kârın özkaynak yöntemi katkısındaki oynaklık, parasal kayıplar ve tek seferlik kalemlere duyarlı kalmaya devam ettiğini gösteriyor. Başlıca riskler zayıf yurt içi LPG talebi, olumsuz LPG fiyat/stok hareketleri, daha yüksek işletme sermayesi ihtiyacı, Kolay Gelsin zararları ve EYAŞ/Tüpraş katkısının beklentilerin altında kalmasıdır.

Finansal Sonuçlar: Aygaz

TLM	1Ç25	4Ç25	1Ç26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		1Ç25	1Ç26	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	25,343	24,285	21,891	-14%	-10%	23,614	22,467	-7%	-3%	117,781	98,660	-16%
FAVÖK	714	862	767	7%	-11%	815	775	-6%	-1%	2,524	3,479	38%
FAVÖK marjı	2.8%	3.5%	3.5%	0.7pp	0.0pp	3.5%	3.4%			2.1%	3.5%	1.4pp
Net kar	16	2,342	135	770%	-94%	678	610	-80%	-78%	3,057	5,498	80%
Net marj	0.1%	9.6%	0.6%	0.6pp	-9.0pp	2.9%	2.7%			2.6%	5.6%	3.0pp

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

Rönesans Gayrimenkul 1Ç26 Sonuçları: Net kâr beklentilerin üzerinde: Rönesans Gayrimenkul <RGYAS TI, AI>, 1Ç26'da konsensüs beklentisinin üzerinde TL2,799m net kâr açıkladı (Ünlü: TL910m, konsensüs: TL1,882m). Net satışlar 1Ç26'da y/y %36 artışla TL4,110m oldu (Ünlü: TL4,218m, konsensüs: TL3,999m), FAVÖK ise 4Ç25'te y/y %44 artışla TL2,871m seviyesinde gerçekleşti (Ünlü: TL2,848m, konsensüs: TL2,670m). Öne çıkan başlıklar aşağıdadır:

- Rönesans Gayrimenkul, güçlü kira geliri ve ek tek seferlik kazançların desteğiyle sağlam bir çeyreklik performans sergiledi. Ziyaretçi trafiği 28.1m ziyaretçi ile y/y %2 artışla istikrarlı seyrederken, kiracı satış cirosu 1Ç26'da y/y %38 arttı, %31 seviyesindeki enflasyonun ve %32 sektör ortalamasının üzerinde performans gösterdi. OCR oranı hafif artışla %9.5 oldu (önceki: %9.2). Eylül ayında başlayan MaltepePark konut satışları toplam ünitelerin %23'üne ulaştı.
- FAVÖK marjı, esas olarak brüt kâr marjındaki genişleme sayesinde y/y 410 baz puan artışla %69.9 seviyesinde gerçekleşti.
- Şirket, 1Ç25'teki TL3.4bn finansman giderine karşılık bu çeyrekte TL1.2bn finansman gideri kaydetti, bu da beklentilere göre belirgin bir pozitif sapmaya yol açtı. Net borç, 4Ç25'teki EUR513m seviyesinden EUR470m seviyesine geriledi.
- Görünüm ve Değerleme: Başlangıç raporumuzda vurguladığımız yapısal iskonto ve cazip çarpanlar doğrultusunda AL tavsiyemizi koruyoruz. Rönesans'ın çeşitlendirilmiş portföyünün önümüzdeki dönemde enflasyonun ve sektör ortalamalarının üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Ortak girişim varlıklarının satın alınması, nakit yaratımını anlamlı ölçüde güçlendirirken, sahiplik yapısını sadeleştirerek stratejik esnekliği arttıracaktır.

Finansal Sonuçlar: Rönesans G.M.Y.O

TLM	1Ç25	4Ç25	1Ç26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	3,033	4,176	4,110	36%	-2%	4,218	3,999	-3%	3%
FAVÖK	1,993	2,820	2,871	44%	2%	2,848	2,670	1%	8%
FAVÖK marjı	65.7%	67.5%	69.9%	4.1pp	2.3pp	67.5%	66.8%		
Net kar	601	3,653	2,799	366%	-23%	910	1,882	208%	49%
Net marj	19.8%	87.5%	68.1%	48.3pp	-19.4pp	21.6%	47.1%		

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

Şok Marketler 1Ç26 sonuçları bugün açıklanacak: ÜNLÜ & Co beklentileri 76,352 milyon TL satış hasılatı, 521 milyon TL FAVÖK ve 405 milyon TL net zarar, piyasa beklentileri 76,048 milyon TL satış hasılatı, 493 milyon TL FAVÖK ve 392 milyon TL net zarar olması yönünde.

Sektör ve Şirket Haberleri

Tüpraş 1Ç26 Telekonferansından Öne Çıkanlar: Tüpraş <TUPRS TI, AI> yönetimi 1Ç26 sonuçlarına ilişkin telekonferans düzenledi. Yönetimin tonu yapıcı ancak ölçülüydü. 1Ç26, son dönemdeki marj iyileşmesinin yalnızca bir kısmını yansıtırken, daha belirgin etkinin 2Ç26'da görülmesi bekleniyor. Tüpraş, 2026 için USD6-7/varil net rafineri marjı beklentisini şimdilik korudu; ancak güçlü piyasa koşullarının kalıcı hale gelmesi durumunda beklentinin revize edilebileceğini açıkça belirtti. Görüşmenin öne çıkan başlıkları ve ilave çıkarımları aşağıda özetlenmiştir.

- Beklentiler korundu, ancak ilerleyen dönemlerden yukarı yönlü revizyon ihtimali mümkün: 1Ç26 net rafineri marjı USD9.4/varil ile düşük sezona rağmen 2026 beklenti aralığının üst sınırının üzerinde gerçekleşti. Yönetim, USD6-7/varil net rafineri marjı beklentisini korurken, son piyasa eğilimlerinin 1Ç26'ya yalnızca kısmen yansıdığını ve 2Ç26'da daha belirgin şekilde görüleceğini belirtti.
- 2Ç26 mevcut crack marjı ortamından daha net fayda sağlayabilir: Yönetim, sıkı orta distilat dengeleri, Körfez bölgesindeki arz kesintileri, lojistik kısıtlar ve sezonluk talebin kısa vadeli marjları desteklediğini vurguladı. Jet yakıtı crack marjı Mart ayında c.USD100/varil seviyesine ulaştı; yurtiçi jet yakıtı fiyatlamasındaki kontrat kaynaklı gecikmeler nedeniyle Tüpraş bu iyileşmenin yalnızca bir kısmını 1Ç26'da yakaladı ve ilave katkının 2Ç26'da görülmesini bekliyor.
- Ham petrol temini yönetilebilir görünüyor, ancak tedarik maliyetleri artıyor: Yönetim, Tüpraş'ın sorunlu bölgeye doğrudan ham petrol tedarik maruziyetinin sınırlı olduğunu ve 1Ç26'da arz sorunu yaşamadığını belirtti. Şirket; kompleks rafineri yapısı, çeşitlendirilmiş ham petrol sepeti, Londra'daki ticaret kolu ve HVGO ile ASRFO gibi alternatif hammaddeleri işleyebilme kabiliyetini vurguladı. Ana risk ham petrol bulunabilirliği değil, navlun ve sigorta dahil varil rekabetinin artan maliyeti.
- Yurtiçi fiyatlamaya mekanizması işler durumda: Yönetim, benzin ve motorin fiyatlamasının mevcut yurtiçi mekanizma üzerinden normal şekilde işlemeye devam ettiğini ve bu tarafta bir değişiklik beklemediğini belirtti. Jet yakıtı ise kontrat kaynaklı fiyatlamaya gecikmeleri nedeniyle istisna olmaya devam ediyor; bu durum marj katkısının bir kısmını geciktiriyor.
- Operasyonlarda 2Ç26'ya girerken kısıt görünmüyor: Kapasite kullanım oranı 1Ç26'da %95'e ulaşarak 2017'den bu yana en yüksek ilk çeyrek seviyesine çıktı. Üretim 6.8 milyon ton, toplam satış hacmi ise yıllık bazda %15 artışla 7.4 milyon ton oldu. Yönetim, 2Ç26'ya girerken operasyonel bir kısıt görmediğini belirtti ve 2026 için c.29 milyon ton üretim, c.30 milyon ton satış ve %95-100 kapasite kullanım oranı beklentisini yineledi.
- Yurtiçi talep destekleyici kalmaya devam ediyor: Türkiye akaryakıt talebi 2026'nın ilk iki ayında yıllık bazda c.%2 artarken, büyüme benzin ve jet yakıtından geldi; motorin talebi ise büyük ölçüde yatay seyretti. Tüpraş'ın yurtiçi satışları 1Ç26'da yıllık bazda %20 arttı; güçlü motorin ve jet yakıtı hacimleri bu performansı destekledi.
- Nakit pozisyonu önemli tampon sağlamaya devam ediyor: Tüpraş 1Ç26'yı TL74.7 milyar net nakit ve USD2.9 milyar brüt nakit pozisyonuyla tamamladı. Yönetim, mevcut likiditenin c.USD300 milyonluk ikinci temettü taksitini ve 2026'nın kalan c.USD600 milyonluk yatırım harcamasını rahatlıkla karşıladığını belirtti.
- Düşük 1Ç yatırım harcamasına rağmen CAPEX beklentisi korundu: 1Ç26 yatırım harcaması USD93 milyon olurken, tam yıl beklentisi c.USD700 milyon seviyesinde korundu. Yönetim, düşük 1Ç harcamasının normal sezonluk eğilimi yansıttığını ve yıl genelinde harcamaların planla uyumlu ilerlemesini beklediğini belirtti. CAPEX'in ana kalemleri elektrik yatırımları, ertelenen tanker alımı ve sürdürülebilir rafinaj yatırımları olacak. Tanker alımı halen plan dahilinde, ancak zamanlama fiyat koşullarına bağlı olacak.
- Ticaret kolu ana kâr merkezi değil, opsiyonellik aracı: Yönetim, Londra'daki ticaret operasyonunu ihracat varilleri, spot ham petrol ve hammadde tedariki için kullanılan varlık destekli bir platform olarak tanımladı. Üçüncü taraf işlemler sınırlı ve doğrudan finansal etkisi düşük. Stratejik değer, ham petrol ve hammadde tedarikinde sağladığı opsiyonellikten geliyor.
- Yüksek efektif vergi oranı muhasebe kaynaklı: Yönetim, yüksek efektif vergi oranını yasal finansallarda enflasyon muhasebesinin kaldırılmış olmasına karşılık IFRS tarafında enflasyon muhasebesinin devam etmesine bağladı. Ekonomik olarak, özkaynağın TÜFE ile endekslenmesi IFRS altında parasal kayıp yaratıyor; ancak bu kalem yasal vergi hesaplarında indirilebilir olmadığı için efektif vergi oranı yükseliyor.

Ford Otosan 1Ç26 Telekonferans Notları: Ford Otosan <FRTO, AI> yönetimi, Gül Ertuğ Gerişkovan (CFO), Bahar Efeoğlu Ağar (Yatırımcı İlişkileri Direktörü) ve Ünal Arslan'ın (Kurumsal Finansman Lideri) katılımıyla bir telekonferans düzenledi. Toplantının öne çıkan başlıkları aşağıdaki gibidir:

- 1Ç26'daki marj daralması, ihracatta daha yüksek elektrikli araç penetrasyonu ve zayıf yurt içi talep dahil olmak üzere olumsuz araç miksinden kaynaklandı.
- Yönetim, yılın kalan çeyreklerinde marjların iyileşmesini bekliyor. 1Ç26'da düzeltilmiş FAVÖK marjı %6,1 seviyesinde gerçekleşirken, 2026 beklentisi %7-8 seviyesinde bulunuyor. Bu iyileşmenin temel nedenleri şunlar: 1) disiplinli maliyet yönetimi, 2) önümüzdeki aylarda destekleyici mevsimsellik, 3) özellikle Ford Trucks tarafında daha iyi miks yönetimi; burada ürün ve satış miksi dinamiklerinin yılın kalanında marjlar açısından daha destekleyici olması bekleniyor, ve 4) Koç Finansman ile artan sinerji etkilerinin de kârlılığı desteklemesi bekleniyor.
- Hammadde kaynaklı maliyet baskıları yönetilebilir seviyede kalmaya devam ediyor. Şirket, güçlü ve çeşitlendirilmiş tedarik zinciri yapısı sayesinde alüminyum maliyetlerindeki son artıştan etkilenmedi. Ayrıca yönetimin bildiği kadarıyla Ford Otosan'ın tedarikçileri MENA bölgesinden tedarik sağlamıyor; bu da olası tedarik kaynaklı aksaklıklara maruziyeti sınırlıyor.

- Mecliste görüşülen ihracatçılara yönelik yeni kurumlar vergisi indirimi düzenlemesinin etkisine ilişkin olarak, şirket halihazırda efektif yerel vergi oranını yaklaşık %1 seviyesine indiren yatırım teşviklerinden faydalandığı için, önerilen indirimin nakit vergi ödemeleri üzerinde anlamlı bir etki yaratması beklenmiyor. Ekip, UFRS kapsamında ertelenmiş vergi varlıkları üzerindeki olası etkiyi değerlendirmeye devam ediyor; bu etki nakit dışı bir kalem olacaktır.
- Enflasyon yönetimin ilk varsayımlarıyla uyumlu gerçekleşmiş olsaydı, FAVÖK marjı yaklaşık 1 yüzde puan daha yüksek olabilirdi.

Tofaş 1Ç26 Telekonferans Notları: Tofaş <TOASO, AI> yönetimi, Cengiz Eroldu (CEO), Ahmet Taşangil (CFO) ve Mehmet Agyüz'ün (Yatırımcı İlişkileri Müdürü) katılımıyla bir telekonferans düzenledi. Toplantının öne çıkan başlıkları aşağıdaki gibidir:

- Yurt içi satış hacmi beklentisinin aşağı çekilmesinin nedenleri: Yönetim, jeopolitik gerilimler nedeniyle yurt içi hafif araç pazarına ilişkin temkinli bir duruş benimsedi ve toplam pazar beklentisini 100 bin adet aşağı revize ederek 1,2–1,3m adet seviyesine çekti. Ayrıca şirket, Haziran 2026 sonunda planlanan Egea üretiminin sona ermesine hazırlanıyor.
- 1Ç26'da %3,5 seviyesinde gerçekleşen vergi öncesi kâr marjı, mevsimsel olarak zayıf bir çeyrek için güçlü bir sonuçtur ve 2026 beklentisi olan %3–4 bandına yukarı yönlü riskleri ima etmektedir. Yönetim şu aşamada yıl sonu beklentisini koruyor, ancak enflasyondaki yavaşlamanın ilave yukarı yönlü potansiyel yaratabileceğini belirtiyor.
- İhracat tarafında yönetim, yıl sonu ihracat beklentisinin tekrar yukarı yönlü revize edilebileceğini belirtti; ancak beklentiye yeniden güncellemeden önce gelişmeleri izlemeyi tercih ediyor.
- K9'un Eylül ayında planlanan lansmanı ve K0 sevkiyatlarının Kuzey Amerika'ya genişlemesi kritik dönüm noktaları olarak görülüyor. Yönetim, segmentinde yerli üretim olan tek marka olarak K9'un, 2026 sonlarından itibaren şirketin marj profilini anlamlı şekilde iyileştirmesinin beklendiğini vurguladı.
- Peugeot, Citroën ve Opel gibi markaların dahil edilmesi, ithalat büyümesinde sekiz kat artışa ve Koç Fiat Kredi Finansman (KSF) aracılığıyla kârlılıkta belirgin bir desteğe yol açtı. Yönetim, KSF'nin artık vergi öncesi kâra %10'un üzerinde katkı sağladığını belirtti.

Migros 1Ç26 Telekonferans Notları: Migros, Özgür Tort (CEO), Cem Doğan (CFO) ve Affan Nomak'ın (Yatırımcı İlişkileri Direktörü) katılımıyla bir telekonferans düzenledi. Toplantının öne çıkan başlıkları aşağıdaki gibidir:

- Yönetim, fiziksel mağaza açılışları konusunda muhafazakar duruşunu yineledi. Mevcut makro ortamda daha disiplinli sermaye tahsisi yaklaşımını yansıtacak şekilde, fiziksel büyüme hem Migros hem de benzer şirketler için yavaşlamış durumda. Büyüme stratejisinde, hibrit online ve offline operasyonları desteklemek amacıyla süpermarketler ve mikro dağıtım merkezleri dahil olmak üzere daha büyük formatlara öncelik veriliyor.
- Online e-ticaret girişimleri enflasyondan arındırılmış bazda %23 büyürken, yemek teslimatı segmenti %54 büyüme kaydetti. Online hizmetlerin toplam ciro içindeki payı, önceki yıla göre 240 baz puan artarak %23,5'e ulaştı.
- 2026–2027–2028 dönemini kapsayan yeni işçi sendikası anlaşması yakın zamanda tamamlandı ve imzalandı. Anlaşma, 2026 yılı için %36 ücret artışı içeriyor; bu oran yönetimin başlangıç bütçe varsayımlarının üzerinde gerçekleşti. 2027 ve 2028 yıllarında ise Aralık yıl sonu enflasyonuna bağlı olarak TÜFE seviyesinde ücret artışları yapılacak. Yönetim, anlaşmanın tam maliyet etkisinin halihazırda karşılandığını, tek seferlik giderlerin 1Ç sonuçlarına yansıtıldığını ve önümüzdeki haftalarda yapılacak bekleyen ödemenin de bu kapsama dahil olduğunu vurguladı. Önemli olarak, şirket 2Ç'de ek bir yük etkisi beklemiyor ve 1Ç'ye kıyasla 2Ç'de ilave çalışan maliyeti öngörülüyor.
- Şubat ve Mart başında dağıtım merkezlerinde yaşanan iş gücü aksaklıklarının 1Ç'de trafiği %1 aşağı çekmesinin ardından, Nisan ayında trafik yeniden pozitif döndü; bu da 2Ç'ye girerken olumlu bir öncü gösterge niteliğinde.
- 2Ç brüt marjının 1Ç'den daha yüksek olup olmayacağı doğrudan sorulduğunda, yönetim temkinli bir yanıt verdi; normal mevsimsellik dışında, brüt marjın genel olarak 1Ç ile benzer seviyede olması bekleniyor.
- 2026 beklentileri korundu: Şirket, reel bazda %5–7 ciro büyümesi, %4–5 FAVÖK marjı (enflasyon muhasebesi hariç), 180–200 yeni mağaza açılışı ve satışların %2,5–3,0'ü seviyesinde yatırım harcaması hedefliyor.
- Yönetim, efektif vergi oranında anlamlı bir değişiklik beklemediklerini belirtti.

Migros sendika ile ücretler konusunda anlaşta: Migros ile Tez-Koop İş Sendikası arasında yürütülmekte olan ve 01.01.2026 - 31.12.2028 dönemini kapsayan Toplu İş Sözleşmesi görüşmeleri anlaşma ile sonuçlanmıştır. Yapılan anlaşmaya göre; 2026 yılında brüt ücretlere %36 oranında, ikinci ve üçüncü yıl ise TÜİK tarafından belirlenen yıllık TÜFE artışı oranında zam yapılacaktır.

Yorum: 2026 yılı için anlaşılan %36'lık ücret artışı, yıl başında belirlenen ve sonrasında diğer perakendeciler tarafından da benimsenen %27'lik asgari ücret artışının üzerindedir. Ancak 2027 ve 2028 yıllarındaki artışların yalnızca TÜFE'ye endeksli olacak olması nedeniyle, uzun vadeli maliyet etkisinin sektör geneliyle uyumlu kalmasını bekliyoruz. (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														
Akbank	AKBNK	74.4	98.8	33%	Al	8,564	52%	201	2.1	6.0	3.7	1.2	0.9	
Garanti Bank	GARAN	136.6	196.6	44%	Al	12,709	14%	100	3.9	5.2	3.3	1.2	0.9	
Halkbank	HALKB	38.1	28.1	-26%	Sat	6,067	9%	54	0.0	8.3	5.5	1.4	1.1	
Isbank	ISCTR	14.5	19.4	34%	Al	8,024	31%	209	3.7	5.3	2.9	0.9	0.7	
TSKB	TSKB	12.0	16.7	40%	Al	741	39%	8	0.0	2.7	2.0	0.7	0.5	
Vakıfbank	VAKBN	31.5	36.9	17%	Al	6,910	6%	32	0.0	4.6	3.3	1.1	0.8	
Yapı Kredi	YKBNK	37.8	51.1	35%	Al	7,065	39%	147	0.0	6.8	3.7	1.2	0.9	
TMT														
Türk Telekom	TTKOM	65.7	97.9	49%	Al	5,090	13%	26	0.0	9.7	8.0	3.2	3.3	
Turkcell	TCELL	117.7	167.7	42%	Al	5,736	44%	58	3.4	14.1	9.8	2.8	3.1	
Logo	LOGO	155.0	243.0	57%	Al	326	64%	3	3.4	8.6	21.8	5.5	5.2	
Hitit	HTTBT	42.5	60.3	42%	Tut	282	28%	1	0.0	25.4	21.8	13.7	10.3	
İnşaat														
Enka İnşaat	ENKAI	110.5	95.7	-13%	Tut	14,686	8%	24	1.9	16.0	16.6	12.7	9.2	
Tekfen Holding	TKFEN	142.0	92.7	-35%	Al	1,164	21%	19	0.0	a.d.	a.d.	a.d.	15.8	
Holdingle														
Koc Holding	KCHOL	210.5	291.2	38%	Al	11,825	27%	128	3.2	23.0	15.0	0.5	0.4	
Sabancı Holding	SAHOL	100.7	155.8	55%	Al	4,685	51%	85	1.4	a.d.	9.5	0.4	0.3	
Alarko Holding	ALARK	100.3	142.0	42%	Al	926	35%	14	0.0	a.d.	15.7	0.5	0.4	
Madencilik														
Türk Altın	TRALT	42.1	48.3	15%	Tut	2,984	29%	116	0.0	21.0	7.6	15.2	4.0	
TR Metal	TRMET	119.1	161.2	35%	Al	1,024	44%	18	0.0	12.3	5.4	10.1	2.6	
Çelik														
Erdemir	EREGL	37.7	35.0	-7%	Tut	5,843	46%	125	1.5	a.d.	35.8	13.2	9.6	
Kardemir	KRDMD	39.9	40.5	2%	Al	1,140	89%	45	0.0	a.d.	23.5	8.3	5.6	
Petrol & Gaz														
Aygaz	AYGAZ	285.8	342.4	20%	Al	1,391	24%	7	4.4	11.9	11.2	a.d.	a.d.	
Petkim	PETKM	24.1	16.9	-30%	Tut	1,354	47%	53	0.0	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	
Tupras	TUPRS	271.0	330.3	22%	Al	11,567	49%	212	6.3	16.8	8.6	6.8	4.2	
Elektrik Dağıtım														
Enerjisa	ENJSA	117.5	132.0	12%	Tut	3,074	20%	10	4.3	41.5	12.4	4.5	3.8	
Otomotiv & Beyaz Eşya														
Arçelik	ARCLK	113.5	141.0	24%	Tut	1,699	18%	7	0.0	a.d.	40.2	6.8	4.6	
Dogus Otomotiv	DOAS	185.4	257.0	39%	Tut	904	39%	10	13.3	4.3	3.8	0.5	0.6	
Ford Otosan	FROTO	99.0	151.0	53%	Al	7,695	18%	40	6.9	10.5	8.0	8.7	7.5	
Tofaş	TOASO	312.5	382.0	22%	Al	3,461	24%	26	6.4	26.4	12.7	18.1	10.2	
Türk Traktor	TTRAK	451.3	592.0	31%	Tut	1,000	24%	3	0.0	22.6	11.5	7.3	5.7	
Savunma														
Aselsan	ASELS	434.0	455.6	5%	Al	43,839	26%	261	0.1	a.d.	48.7	39.7	31.5	
Perakende														
Bim	BIMAS	781.0	929.0	19%	Al	10,380	68%	85	1.8	23.9	17.9	10.6	9.3	
Sok Marketler	SOKM	54.1	82.0	52%	Al	710	51%	9	0.0	a.d.	14.1	3.9	2.1	
Migros	MGROS	683.5	838.0	23%	Al	2,741	51%	40	0.9	18.2	21.2	3.9	3.6	
Mavi	MAVI	43.9	67.0	53%	Al	772	73%	7	2.7	12.2	12.5	3.2	2.9	
Ebebek	EBEBK	75.3	92.0	22%	Al	267	25%	1	1.7	a.d.	30.7	3.5	3.1	
Cam ve Materyaller														
Sisecam	SISE	49.6	56.9	15%	Tut	3,367	49%	73	0.9	19.8	13.6	11.5	9.7	
Astor	ASTOR	317.8	266.0	-16%	Al	7,025	43%	169	0.7	39.2	28.2	26.6	18.2	
Havacılık														
Pegasus Airlines	PGSUS	184.3	354.0	92%	Al	2,041	43%	91	0.0	4.6	4.5	5.3	4.7	
TAV Airports	TAVHL	289.8	503.0	74%	Al	2,332	48%	21	1.3	40.6	10.9	5.4	4.7	
Turkish Airlines	THYAO	309.8	391.0	26%	Tut	9,469	50%	364	2.1	3.6	4.4	4.1	4.4	
Gıda & İçecek														
Anadolu Efes	AEFES	20.0	26.0	30%	Al	2,626	32%	22	1.7	12.6	9.2	6.4	5.9	
Coca Cola İçecek	CCOLA	84.9	96.0	13%	Al	5,259	25%	9	1.7	16.0	12.5	8.3	7.6	
Ulker Bisküvi	ULKER	129.1	205.0	59%	Al	1,056	39%	18	4.1	9.3	5.2	4.2	3.6	
Sağlık														
MLP Sağlık	MPARK	454.0	636.0	40%	Al	1,921	42%	6	0.0	15.2	15.5	4.3	3.9	
Gayrimenkul														
Rönesans Gayrimenkul	RGYAS	182.2	265.0	45%	Al	1,336	16%	5	0.0	5.4	5.6	10.8	6.1	
Sigorta														
AkSigorta	AKGRT	7.4	10.1	36%	Al	265	28%	2	0.0	4.1	3.5	1.5	1.0	
Anadolu Sigorta	ANSGR	30.2	37.9	25%	Al	1,340	35%	5	4.5	4.9	4.2	1.5	1.2	
Türkiye Sigorta	TURSG	14.1	17.9	27%	Al	3,128	18%	11	2.7	7.4	6.0	3.0	2.1	
Araştırma Kapsamı														
				20%						2.0	11.4	8.5		
Bankalar Hariç Araştırma Kapsamı				19%						2.0	18.3	13.2	17.6	13.7

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	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	75	23	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (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.

Çıkar Çatışmaları

Şirketler	Sınıflandırma
Aksigorta	D
Anadolu Sigorta	D
Hitit Bilgisayar	D
Koç Holding	D
Logo Yazılım	D
Pegasus	D
Sok Marketler	D
Tüpraş	E
Turkcell	D
Türkiye Sigorta	D
Ülker Bisküvi	D
Ebebek	D, E, F

A: Analist, ekip üyesi, analistin hane halkından bir kişi veya ekip üyesinin hane halkından bir kişi, ilgili şirkette yönetici, yönetim kurulu üyesi veya danışma kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır

B: Şirket, bu rapor tarihi itibarıyla UNLU & Co'nun özkaynak paylarının %5 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir

C: UNLU & Co, şirketin özkaynak paylarının %1 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir

D: Şirket, UNLU & Co'nun müşterisidir

E: UNLU & Co, son 12 ay içinde şirkete veya ilgili türev araçlara ilişkin bir halka arzda lider yönetici veya eş lider yönetici olarak görev almıştır

F: UNLU & Co, son 12 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı hizmetleri kapsamında ücret almıştır

G: UNLU & Co, önümüzdeki 3 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı hizmetleri kapsamında ücret almayı beklemekte veya bu yönde girişimde bulunmayı planlamaktadır
H: UNLU & Co, bu araştırma raporunun ilgili bölümlerini yayımlanmadan önce, maddi doğruluğun teyidi amacıyla şirkete iletmıştır. Şirketten sağlanan bilgiler doğrultusunda gerekli düzeltmeler yapılmıştır
I: Analist veya hane halkından bir kişi, bu şirketin adi hisse senetleri sınıfında uzun veya kısa pozisyona sahiptir
J: UNLU & Co, ilgili ihraççının finansal araçlarında veya ilgili türevlerinde piyasa yapıcılığı veya likidite sağlayıcılığı yapmaktadır
K: UNLU & Co, son 12 ay içinde şirkete yatırım bankacılığı dışındaki hizmetler, satış ve alım-satım hizmetleri dahil olmak üzere, sunmuştur
L: UNLU & Co, son 12 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı dışındaki ürün ve hizmetler kapsamında ücret almıştır
M: UNLU & Co, şirketin özkaynak paylarının %5 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir

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 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.