

▪ Petrol Rafineri, Demir-Çelik, Savunma ve Perakende Sektörleri Bu Çeyrekte Ön Planda.**2Ç26 Finansal Sonuçları Türkiye Sigorta ile Başladı...**

Borsa İstanbul'da 2Ç26 bilanço dönemi Türkiye Sigorta <TURSG TI> ile başlangıç yaptı. Finans dışı sektörde ise ilk sonuçları 28 Temmuz'da Tav Havalimanları <TAVHL TI> ile almaya başlayacağız. Borsa İstanbul'da ilk çeyrek finansallarının son açıklanma tarihleri, konsolide olmayan şirketler için 10 Ağustos, konsolide olan şirketler ve bankalar için 19 Ağustos olarak belirlendi.

2Ç26'da Jeopolitik Riskler ve Sıkı Finansal Koşullar Şirketler Üzerindeki Baskıyı Korudu...

2026 yılının ikinci çeyreği, Borsa İstanbul şirketleri açısından jeopolitik gelişmelerin oluşturduğu maliyet baskıları, sıkı finansal koşullar ve ekonomik aktivitedeki zayıf seyrin birlikte hissedildiği bir dönem olarak devam etti. Çeyreğin hemen başında Orta Doğu'da başlayan gerilimin Hürmüz Boğazı üzerinden enerji arzı ve küresel ticaret akışlarına ilişkin riskleri artırması; petrol, doğal gaz, navlun ve sigorta maliyetlerinde oynaklığa, teslimat sürelerinde uzamaya ve işletme sermayesi ihtiyacında artışa yol açtı. Para politikası tarafında TCMB'nin likidite ve fonlama koşullarını sıkılaştıran adımları ile kredi büyümesine yönelik sınırlamalar finansman maliyetlerini yüksek tutarken, haziran başında TL ticari kredi faizlerinin %50,5'e, ihtiyaç kredisi faizlerinin ise %64,1'e yükselmesi şirketlerin finansmana erişimini zorlaştırdı. Reel aktivite tarafında imalat PMI'nın haziranda yeniden 47,1'e gerilemesi ve sanayi üretiminin mayısta aylık %2,9 düşmesi, üretim ve yeni siparişlerde kalıcı bir iyileşme sağlamadığını gösterdi. Perakende satışlardaki güçlü seyrin talebin belirli alanlarda dirençli kaldığına işaret etse de ihracattaki gerileme, yüksek kredi faizleri ve sıkı finansal koşullar ekonomik aktivite üzerindeki aşağı yönlü risklerin sürdüğünü gösteriyor. İkinci çeyrek enflasyonunun yaklaşık %7 ile ilk çeyreğin altında kalması, enflasyon muhasebesinin finansallar üzerindeki etkisini bir miktar azaltabilecek olsa da nominal satış büyümesinde yavaşlamaya neden olabilir. Genel değerlendirmemizde, Orta Doğu kaynaklı risklerin devam etmesi, finansal koşullardaki sıkılığın sürmesi ve talep görünümünün henüz istenen seviyelere ulaşmaması, ikinci çeyrek itibarıyla olumsuz senaryoların tamamen geride kaldığını söylemeyi zorlaştıran bir görünüm ortaya koyuyor. Bununla birlikte, bu çeyrekte banka dışı şirketlerde ertelenmiş vergi kaleminin geçen yılın aynı dönemine kıyasla daha olumlu katkı sağlamasının, net karda yıllık bazda artışları destekleyebileceğini öngörüyoruz.

Petrol Rafineri, Demir-Çelik, Savunma ve Gıda Perakende Sektörleri Yılın İlk Çeyreğinde Öne Çıkıyor...

Sektörel tarafta, üretim hacimlerindeki artış, kapasite kullanımındaki iyileşme ve HRC fiyatlarında beklediğimiz toparlanma nedeniyle **Demir-Çelik** şirketlerini ikinci çeyrekte olumlu değerlendiriyoruz. **EREGL**'de artan üretim ve satış hacimleri, yükselen kapasite kullanımı ve ton başına FAVÖK'teki iyileşmenin sürmesini bekliyoruz. HRC fiyatlarında yılın geri kalanında öngördüğümüz toparlanmanın satış fiyatları ve karlılığı desteklemesini bekliyoruz. **Savunma sanayisinde** artan jeopolitik risklerin hava savunma, radar, elektronik harp ve haberleşme sistemlerine yönelik talebi desteklemesi nedeniyle **ASELS**'i pozitif konumlandırıyoruz. Şirketin yüksek sipariş bakiyesi, yeni ihracat sözleşmeleri, döviz bazlı gelir yapısı ve kapasite yatırımlarının büyümeyi ve gelir görünürlüğünü desteklemesini bekliyoruz. **Rafineri ve petrokimya** da beğendiğimiz sektörler arasında yer alıyor. Özellikle savaş nedeniyle bölgesel ürün arzında ve tedarik zincirinde yaşanan aksamaların marjları desteklemesi, ikinci çeyrekte ortalamaların üzerinde seyreden ürün marjlarıyla birlikte **TUPRS** açısından olumlu bir görünüm oluşturuyor. Güçlü iç talep, yüksek kapasite kullanımı ve farklı ham petrol türlerini işleyebilme kabiliyeti şirketin karlılığını destekliyor. **PETKM** tarafında ise ithal ürün arzındaki azalma, iç piyasada ürün fiyatlarının yükselmesi ve etilen-nafta makasındaki toparlanmayı olumlu bulmakla birlikte, yüksek nafta ve enerji maliyetleri nedeniyle daha ölçülü bir iyileşme bekliyoruz. **Gıda perakende** tarafında, gıda enflasyonunun yüksek seyrini koruması sektör oyuncularının maliyet artışlarını fiyatlara daha hızlı yansıtmasına ve nominal ciro büyümesinin güçlü kalmasına katkı sağlıyor. Bu görünüm altında **BIMAS**'ın ikinci çeyrekte ilk çeyreğe benzer güçlü sonuçlar açıklayabileceğini düşünüyoruz. **EBEBK** tarafında ise artan müşteri trafiği, genişleyen mağaza ağı ve gelirlerde devam eden reel büyümenin operasyonel performansı desteklemesini bekliyoruz. **Giyim perakendesi** tarafında görünümü daha temkinli değerlendiriyoruz. **KOTON**'da yurt içi mağaza satışlarındaki indirim döneminin beklenenden erken başlaması, satış hacimleri ve brüt kar marjları üzerinde baskı oluşturabilir. Ayrıca, geçen yıl kur farkı gelirlerinin FAVÖK'e sağladığı olumlu katkının bu çeyrekte tekrarlanmasını beklemiyoruz. **MAVI** tarafında ise bayram döneminin satışlara destek sağlamasına rağmen, yurt içi operasyonların geçen yılın aynı dönemine kıyasla daha zayıf seyretilmesini ve artan kampanya yoğunluğunun marj görünümünün sınırlanmasını bekliyoruz. **Sağlık sektöründe MPARK**'ı olumlu değerlendiriyoruz. SUT düzenlemelerinin gelirleri desteklemeyi sürdürmesini, ayakta ve yatan hasta trafiğindeki artışın da ikinci çeyrekte FAVÖK'te çift haneli büyümeye katkı sağlamasını bekliyoruz. Hekimlerin bordroya geçişinin maliyet etkisinin ise ikinci çeyrekte çok 3Ç26 sonuçlarında daha belirgin olabileceğini düşünüyoruz. **Havacılık** sektöründe yükselen jet yakıtı fiyatlarının ikinci çeyrekte FAVÖK marjları ve net kar üzerinde baskı oluşturmasını bekliyoruz. Buna karşılık **THYAO**'yu, güçlü dış hat trafik performansı, kargo gelirlerindeki güçlü seyrin, Orta Doğu uçuşlarının mayıs ortasından itibaren kademeli olarak yeniden devreye alınması, yolcu başına birim gelirlerdeki artış ve geniş Uzak Doğu ağı sayesinde olumlu değerlendiriyoruz. **PGSUS** tarafında ise dış hat yolcu büyümesindeki yavaşlama ve AKK verilerindeki gerileme nedeniyle operasyonel sonuçların **THYAO**'ya kıyasla daha zayıf kalmasını bekliyoruz. **Otomotiv ve beyaz eşya** tarafında ikinci çeyrekte baskının sürmesini bekliyoruz. Otomotivde yüksek kredi faizleri, finansmana erişimdeki zorluklar ve Avrupa'daki zayıf talep satış, üretim ve ihracat hacimlerini sınırlarken, ürün karması ve fiyatlama gücü karlılık açısından belirleyici olacak. Beyaz eşyada ise iç ve dış talepteki zayıflığın üretim ve kapasite kullanımını baskılamasını, yüksek girdi maliyetlerinin de marjları sınırlamasını bekliyoruz.



2Ç26 Kar Tahminleri

milyon TL			2Ç26T			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksele Değişim (%)			Yorum
Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Tahmini Açıklanma Tarihi	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	
THYAO*	USD	5 Ağustos	7,199	650	285	20%	-50%	-59%	22%	33%	26%	Jet yakıtı fiyatlarındaki yükselişin operasyonel marjlar üzerinde baskı oluşturmaması beklemele birlikte, güçlü trafik ve gelir performansı sayesinde sonuçların piyasa beklentilerini karşılayacağını düşünüyoruz. Dış hat yolcu trafiğindeki ivme, kargo gelirlerinin güçlü seyri, Orta Doğu uçuşlarının mayıs ortasından itibaren kademeli olarak yeniden devreye alınması ve yolcu başına birim gelirlerdeki artış ikinci çeyrek görünümünü destekliyor. Ayrıca, geniş Uzak Doğu ağı, yüksek doluluk oranları ve çeşitlendirilmiş gelir yapısının artan yakıt maliyetlerinin etkisini kısmen dengelemesini bekliyor, THYAO'nun operasyonel performansını görece olumlu değerlendiriyoruz.
EREGL*	USD	1-7 Ağustos	1,399	143	102	32%	34%	200%	2%	4%	1033%	Ton başı favökte hafif toparlanma bekliyoruz. Ayrıca artan satış hacimlerinin etkisi ve tek dönemlik vergi gelirinin net karlılığı destekleyeceğini ön görüyoruz
ALBRK*	TL	1-7 Ağustos			2,146			71.0%			137.4%	Değerleme etkisiyle tek dönem olarak karlılık kalemini desteklemeyi bekliyoruz. Aktifler kısmında bozulma beklemiyoruz. Trading kalemi karlılık üzerinde baskı oluştursa da değerleme etkisiyle bunun kapatılmasını ön görüyoruz.
KOTON	TL	10-14 Ağustos	8,941	1,887	23	-5%	-37%	-95%	1%	17%	-108%	Yurt içi mağazacılık faaliyetlerinde zayıf talep görünümünün ikinci çeyrekte devam etmesini bekliyoruz. Mayıs ayında bayram etkisi satışları kısmen desteklese de indirim döneminin beklenenden erken başlaması, özellikle Haziran ayında mağaza satışları ve fiyatlama görünümü üzerinde baskı oluşturdu. Yurt içi e-ticaret kanalındaki daralmanın ise çift haneli seviyelere ulaşmasını öngörüyoruz. Operasyonel karlılık tarafında, 2Ç25'te FAVÖK'e önemli katkı sağlayan kur farkı gelirlerinin bu çeyrekte sınırlı kalması ve yüksek baz etkisi nedeniyle FAVÖK'te yıllık büyüme beklemiyoruz. Bu doğrultuda FAVÖK'ün daralmasını ve FAVÖK marjının yıllık bazda 10 baz puanının üzerinde gerilemesini öngörürken, konsolide cironun reel olarak %5,3 azalmasını bekliyoruz.
EBEBK	TL	6 Ağustos	9,514	1,775	211	19%	22%	-580%	7%	122%	178%	İkinci çeyrekte mağaza ağındaki genişleme, hem fiziksel hem de dijital kanallarda artan müşteri trafiği ve satış adetlerindeki güçlü büyümenin hasılatı desteklemesini bekliyoruz. Nisan-haziran döneminde ürün satış adetlerinin yıllık yaklaşık %21, mağaza ziyaretçi sayısının %14 ve ebebek.com ziyaretlerinin %9 artması, şirketin hacim bazlı büyümesini koruduğuna işaret ederken, Türkiye'deki mağaza sayısının çeyrek sonunda 311'e ulaşması da gelir büyümesine katkı sağlıyor.



2Ç26 Kar Tahminleri

milyon TL			2Ç26T			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksele Değişim (%)			Yorum
Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Tahmini Açıklanma Tarihi	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	
MPARK	TL	Ağustos'un ilk yarısı	16,400	4,400	1,150	5%	15%	-17%	-6%	-15%	-36%	Ayakta ve yatan hasta trafiğindeki artışın desteğiyle cironun yıllık bazda reel %4,6 büyümesini bekliyoruz. SUT düzenlemelerinin gelirleri desteklemeyi sürdürmesiyle FAVÖK'ün yıllık %15 artmasını ve marjın %26,9 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Hekimlerin bordroya geçişinden kaynaklanan maliyet etkisinin ise ikinci çeyrekte ziyade 3Ç26 sonuçlarında daha belirgin hale gelebileceğini düşünüyoruz. Net kâr tarafında, geçen yıl Ataşehir'deki arsa satışından sağlanan tek seferlik gelirin oluşturduğu yüksek baz nedeniyle yıllık bazda gerileme bekliyoruz.
TUPRS	TL	4 Ağustos	401,021	39,083	32,082	66%	113%	173%	45%	131%	708%	Ürün karlıklarının tarihi zirve seviyelerine yaklaşması ve crack marjlarının beş yıllık ortalamaların üzerinde kalmaya devam etmesi sayesinde güçlü bir operasyonel görünüm bekliyoruz. Özellikle dizel crack marjlarının çeyrek boyunca yüksek seyretmesinin rafineri marjlarını ve FAVÖK performansını desteklemesini öngörüyoruz. Net kar tarafında ise ertelenmiş vergi gelirlerinden kaynaklanacak tek seferlik olumlu katkının yanı sıra, stoklardaki erimenin etkisiyle net parasal kazanç kaleminin de finansal sonuçları desteklemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, güçlü rafineri marjları ile tek seferlik muhasebe etkilerinin birlikte net karı operasyonel performansın üzerinde bir seviyeye taşıyabileceğini değerlendiriyoruz.
ASELS	TL	4 Ağustos	46,386	12,050	6,428	19%	14%	22%	26%	30%	8%	Yüksek sipariş bakiyesi, artan teslimat hacmi, yeni ihracat sözleşmeleri ve döviz bazlı gelir yapısının ciro büyümesini desteklemesini ve reel anlamda büyümenin devamını bekliyoruz. Kapasite yatırımlarının devreye alınması ve ürün karmasında yüksek katma değerli projelerin payının artması, operasyonel karlılık açısından da olumlu bir görünüm sunuyor. Güçlü gelir görünürlüğü ve ihracat ağırlığındaki artış sayesinde şirketin ikinci çeyrekte hem reel büyüme hem de marjlar tarafında dirençli bir performans sergilemesini öngörüyoruz.
CIMSA	TL	1-7 Ağustos	13,060	2,559	644	-9%	-5%	-32%	5%	63%	-6%	Yılın ilk çeyreğinde yurt içi çimento üretim ve satışlarında keskin bir düşüş izlenmesinin ardından, ertelenmiş taleple birlikte Nisan ayında güçlü bir yurt içi performans takip edildi. Bununla beraber Mayıs ayındaki tatil günleri sebebiyle üretim ve satışlarda daralma beklemekle beraber, genel görünümde uluslararası satışların da desteğiyle yatay bir performans öngörüyoruz. Ayrıca artan enerji maliyetlerine karşı yüksek alternatif yakıt kullanımının karlılık açısından destekleyici olmasını öngörüyoruz.
BIMAS	TL	17 Ağustos	220,089	12,893	7,013	9%	4%	97%	-3%	19%	1%	Mevcut ekonomik konjonktürde temel tüketim talebinin dirençli kalması, mağaza trafiği ve sepet büyüklüğü üzerinden satışları desteklemeye devam ediyor. Gıda enflasyonun yüksek kalması, maliyet artışlarının fiyatlara daha hızlı yansıtılmasına ve nominal ciro büyümesinin güçlü seyretmesine katkı sağlıyor. Ölçek ekonomisi ve etkin maliyet yönetimiyle FAVÖK marjında iyileşme, güçlü nakit üretimiyle de Net Borç/FAVÖK rasyosunda gerilemenin sürmesini bekliyoruz.

***TMS-29 hariç finansal sonuçları temsil etmektedir.

*THY şirket hesaplamalarına göre FAVÖK'ün 783 milyon dolar olmasını tahmin ediyoruz.

**Havacılık sektör raporu, Katılım endeksinde yapılan değişiklik öncesinde hazırlanmıştır.



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Ubeyde Safvan Erbaş
Yönetmen

Teknik Analist

Muhammet Çakmak
Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Ataş
Uzman Yardımcısı

Ali Osman Okut
Uzman Yardımcısı

Çimento

Uğur Kara
Uzman Yardımcısı

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlar da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

