Günlük Yatırım Bülteni

Tepki sürecinin hedef noktası olarak 11,900 seviyesini izlemeyi sürdürüyoruz

Küresel piyasalarda ABD ara seçimlerinde Demokratların Kongre'nin iki kanadını kazanması yapay zekaya yönelik düzenlemeleri sıkılaştırabilir.

Günlük Takvim

- 10 Kasım Atatürk'ü Anma Günü nedeniyle yurt genelinde anma törenleri düzenlenecek
- Hazine ve Maliye Bakanlığı 5 ve 8 yıl vadeli tahvil ihaleleri düzenleyecek
- 10:00 TR - Sanayi Üretimi (önceki: %-1.9)
- 12:00 Fed Guvernörü Christopher Waller konuşacak
- 16:30 ABD - TÜFE (beklenti: %0.3 önceki: %0.6)

Bültenden Başlıklar

- Piyasa Yorumu
- Sektör ve Şirket Haberleri
  - Petkim <PETKM TI>, Tüpraş <TUPRS TI> STAR Rafineri dizel üretimini yıllık 600 bin ton artıracak yatırıma başladı
  - Petkim <PETKM TI> Petkim Makası 4Ç26 Beklentisinin Üzerinde
  - Bim <BIMAS TI> 3Ç26 Sonuçları: Net kar güçlü, ivme yavaşlıyor
  - Torunlar GYO <TRGYO TI>: 3Ç26 Sonuçları – Kira gelirlerindeki büyüme ve azalan ortak alan giderleri marjları destekledi
  - Gürsel Turizm <GRSEL TI> 3Ç26 – Satışlar Hızlansa da Marjlarda Gerileme Var – Nötr
  - Selçuk Ecza <SELEC TI>: 3Ç26 Sonuçları – Faaliyet giderlerindeki iyileşme kârlılığı desteklerken, marjlar çeyreklik bazda normalleşti
  - Pegasus <PGSUS TI> 3Ç26 – Fiyatlama yakıtı karşıladı, finansman giderleri net karı aşağı çekti – Pozitif
  - Türk Hava Yolları <THYAO TI> Ekim'de kapasite yatay kaldı, doluluk 1,6 puan arttı
  - Aksa Enerji <AKSEN TI> 3Ç26 Finansalları: Kumasi ve Kyzylorda katkısıyla beklenti üstü sonuçlar
  - Turkcell <TCELL TI> 3Ç26: VAFÖK'te beklenti üstü performans korunuyor; net kardaki pozitif sürpriz vergi kaynaklı
- Açıklanan Kar Payları

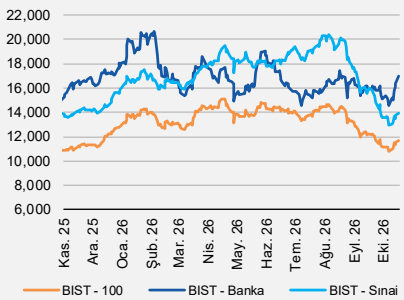
Sermaye Piyasası	
BIST-100 (TL)	11,713
BIST-100 (US$)	234
Günlük Değişim (TL)	%2.00
Günlük Hacim (BIST-100)	US$ 2,860 mn
Günlük Hacim (BIST-TÜM)	US$ 3,475 mn
Toplam Piyasa Değeri	US$ 297.2 mlr
Halka Açıklık Oranı	%27.0
3 Aylık Günlük İşlem Hacmi	US$ 4364.868 mn

BIST-100 Getirisi (TL)		
1 Haftalık / 1 Aylık	%6.9	-%4.5
3 Aylık / 12 Aylık	-%14.5	%7.2

En çok artan	TL/hisse	Değişim
SNGYO	2.73	%9.6
GUBRF	307.00	%6.1
GARAN	153.10	%6.1
KATMR	1.25	%5.9
TRALT	40.24	%5.5

En çok azalan	TL/hisse	Değişim
ULKER	78.35	-%4.6
ASTOR	155.10	-%4.0
GLYHO	15.82	-%3.2
ALARK	98.70	-%3.0
RYSAS	26.52	-%3.0

Hacim	US$mn	Değişim
THYAO	291	%15.8
TUPRS	257	%58.3
ASELS	222	-%17.4
AKBNK	194	%11.5
YKBNK	177	-%8.9



Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Piyasa Yorumu

Küresel piyasalarda ABD ara seçimlerinde Demokratların Kongre'nin iki kanadını da kazanması ardından yapay zekaya yönelik düzenlemelerin sıkılaşabileceği ve yüksek yapay zekâ harcamalarının sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler soru işaretlerine neden olsa da sert düşüşler ardından hisse senetlerinde dip seviyelerden tepki alımlarının etkili olduğunu takip ediyoruz. ABD-İran iyimserliği ile birlikte petrol fiyatlarındaki geri çekilmenin devam etmesi de bu görünüme destek oldu. 7350 desteği üzerinde tepki alımlarının öne çıktığı küresel risk barometresi olarak da izlenen S&P 500 endeksi dün günü %2.4 artıda, Nasdaq %3.4 artıda tamamlarken bu sabah Asya piyasalarında da tepki alımlarının devam ettiğini takip ediyoruz. Vadeliler pozitif açılış sinyali veriyor. Bugün 9 Aralık Fed toplantısı öncesinde ABD'de Ekim ayı enflasyon verileri odak noktasında olacak. ABD'de ekim ayı tüketici enflasyonu verileri TSİ 16:30'da açıklanacak. Bloomberg anketine göre Tüketici Fiyat Endeksi'nde aylık %0.3 artış açıklanması bekleniyor. Çekirdek TÜFE'de %0.2 artış bekleniyor. Beklenti üzerinde rakamlar Aralık ayı faiz artışı beklentilerini güçlendirebilir. Fed Guvernörü Christopher Waller TSİ 12:00'de, Dallas Fed Başkanı Lorie Logan TSİ 18:50'de, Kansas City Fed Başkanı Jeff Schmid TSİ 21:30'da, Fed'in Denetimden Sorumlu Başkan Yardımcısı Michelle Bowman TSİ 23:30'da konuşacak.

Yurtiçine baktığımızda ise BIST-100 endeksinde tepki denemeleri öne çıkarken, fon piyasasına yönelik gelişmeler ön planda yer almaya devam ediyor. Ayrıca petrol fiyatlarındaki seyir ve faiz indirimi beklentileri piyasaları şekillendiren ana konu başlıkları arasında yer alıyor. Bu hafta yurt içinde TCMB'nin Enflasyon Raporu sunumundaki mesajlar ön planda olabilir. Bugün ise sanayi üretimi verisi ile birlikte Hazine ihaleleri takip edilecek. Hatırlanacağı üzere son toplantıda TCMB beklendiği gibi faizlerde 100 baz puan indirime gitti ve açıklama notlarında temkinli duruşun korunduğunu takip etmiştik. Açıklanan kısa notta verilerin ve öncü göstergelerin enflasyonun ana eğilimindeki gerilemeyi teyit ettiğine, iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğine ve ayrıca yüksek seyreden enerji fiyatlarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam ettiğine vurgu yapmıştı. Ayrıca atılacak adımların büyüklüğü ve zamanlamasının enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirleneceğine işaret etmişti. Piyasada Ekim ayı ardından Aralık ayındaki yılın son toplantısında da 100 baz puan faiz indirimi bekleniyor. Böylece politika faizinin yıl sonunda %35'e düşmesi bekleniyor.

Bu sabah:

- Asya piyasalarında yükselişler öne çıkıyor
- Almanya vadelileri %0.9 artıda, S&P 500 vadelileri %0.2 artıda, Nasdaq vadelileri %0.1 artıda
- Dolar endeksi yatay, petrolde aşağı baskı etkisini sürdürüyor
- Altın ekside, tahvil faizleri toparlanıyor
- Gelişmekte olan ülke döviz kurları dolara karşı değer kazanıyor

Tepki sürecinin hedef noktası olarak 11,900 seviyesini izlemeyi sürdürüyoruz. Pazartesi günü alıcılı bir seyrin yaşandığı piyasada, BIST 100 Endeksi günü %2.00 oranında değer artışıyla 11,712 puandan tamamladı. Kısa vadeli düşüş trendinin ardından endekste geçtiğimiz hafta 10,600 desteği üzerinde başlayan tepki süreci etkisini sürdürüyor. 11,250 üzerinde dengelenmeyi başararak devam eden kısa vadeli yükseliş potansiyeli kapsamında, 11,900 seviyesini bu sürecin kritik direnç noktası olarak izlemeyi sürdürüyoruz. Hafta içerisinde 11,900 direncini aşma çabasında olacak piyasada, bu seviye üzerindeki hareketlerde ise 12,000 ve 12,500 seviyelerinin hedeflenme potansiyelinin gündeme gelebileceğini düşünüyoruz. Şu aşamada destek konumuna dönüşen 11,250 üzerindeki hareketlerde kısa vadeli yükseliş potansiyelini koruyacak olan piyasada, 11,900 direncini aşma denemelerinin ilk etapta seans içi kar satışı yaratabileceğinin göz önünde bulundurulmasını öneriyoruz.

Bugün Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) 10:00'da eylül ayı sanayi üretim endeksi verisini açıklayacak. Hazine ve Maliye Bakanlığı 8 yıl vadeli altı ayda bir sabit kupon ödemeli devlet tahvilinin yeniden ihracı ile 5 yıl vadeli altı ayda bir kira ödemeli devlet tahvilinin doğrudan satışını gerçekleştirecek. ECB yönetim kurulu üyelerinden Olaf Sleijpen TSİ 11:15'te, Piero

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Cipollone TSİ 17:00'de, Jose Luis Escriva TSİ 20:30'da konuşacak. ECB Başekonomisti Philip Lane de TSİ 19:45'te bir konuşma yapacak. AB maliye bakanları, birliğin 2027 bütçesine odaklanacak Ekonomik ve Mali İşler Konseyi toplantısı için Brüksel'de bir araya gelecek. 9 Aralık Fed toplantısı öncesinde ABD'de Ekim ayı enflasyon verileri odak noktasında olacak. ABD'de ekim ayı tüketici enflasyonu verileri TSİ 16:30'da açıklanacak. Bloomberg anketine göre Tüketici Fiyat Endeksi'nde aylık %0.3 artış açıklanması bekleniyor. ABD Çalışma İstatistikleri Bürosu (BLS), federal hükümetin kapanması sırasında Ekim 2025 verilerinin yayımlanmaması nedeniyle yıllık değişimleri açıklamayacak. Çekirdek TÜFE'de %0.2 artış bekleniyor. Beklenti üzerinde rakamlar Aralık ayı faiz artışı beklentileri güçlendirebilir. Ukrayna'daki savaşın sona erdirilmesi yönünde ilerleme sağlamayı amaçlayan, Rusya ve Ukrayna'nın katılacağı ABD arabuluculuğundaki görüşmeler Abu Dabi'de gerçekleştirilecek. Fed Guvernörü Christopher Waller TSİ 12:00'de, Dallas Fed Başkanı Lorie Logan TSİ 18:50'de, Kansas City Fed Başkanı Jeff Schmid TSİ 21:30'da, Fed'in Denetimden Sorumlu Başkan Yardımcısı Michelle Bowman TSİ 23:30'da konuşacak. Haftanın geri kalanında yurt içinde TCMB'nin Enflasyon Raporu öne çıkarken, hafta boyunca çok sayıda Fed ve ECB yetkilisi konuşacak.

Sektör ve Şirket Haberleri

Petkim <PETKM TI>, Tüpraş <TUPRS TI> STAR Rafineri dizel üretimini yıllık 600 bin ton artıracak yatırıma başladı

SOCAR'ın Türkiye'deki rafinerisi STAR Rafineri, yaklaşık 6 milyar TL'lik yeni Jet Yakıtı (Kero-Merox) Ünitesi için EPC sözleşmesini imzaladı. Jet yakıtı üretimi yeni üniteye taşınacak ve bugün jet yakıtı üreten mevcut ünite dizel moduna alınarak yıllık dizel üretimi yaklaşık 600 bin ton artacak. EPDK verilerine göre STAR Ocak-Ağustos döneminde 4,6 milyon ton motorin üretti, dolayısıyla ek üretim rafinerinin yıllıklandırılmış dizel üretiminin yaklaşık %9'una denk geliyor. Mevcut ünite piyasa koşullarına göre yeniden jet yakıtına da dönebilecek. Tesisin 2029'un ilk çeyreğinde devreye alınması planlanıyor.

YKY Görüş

Haberi Petkim açısından **hafif olumlu**, Tüpraş açısından **nötr** değerlendiriyoruz.

Petkim'in STAR'da %12 dolaylı payı var. Daha yüksek dizel verimi STAR'ın karını artırdığı ölçüde Petkim'e özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlardan gelen kar payı ve temettü olarak yansır. Etki 2029'dan itibaren ve sınırlı olacak, ancak yönü olumlu.

EPDK verilerine göre 600 bin tonluk ek üretim, Türkiye'nin Ocak-Ağustos dönemindeki dizel ithalatının yıllıklandırılmış halinin yaklaşık %5'ine denk geliyor. Türkiye dizelde açık vermeye devam edeceği için Tüpraş'ın ithalat paritesine dayalı fiyatlamasında bir değişiklik beklemiyoruz, üstelik yatırım 2029'dan önce devreye girmiyor.

Petkim <PETKM TI> Petkim Makası 4Ç26 Beklentisinin Üzerinde

Platts verilerine dayanan Petkim <PETKM TI> haftalık güncellemesine göre etilen fiyatlarının %13 (USD999/ton) ve nafta fiyatlarının %14 gerilemesiyle (USD834/ton) birlikte, etilen-nafta makası 6 Kasım itibarıyla haftalık bazda %10 daralarak USD165/ton seviyesine geriledi. Mevcut makas, USD255/tonluk yılbaşından bugüne ortalamasının altında kaldı.

Platts Petrokimya endeksi, USD1.052/tonluk yılbaşından bugüne ortalamasına kıyasla haftalık bazda %5 düşüşle USD1.169/ton seviyesinde.

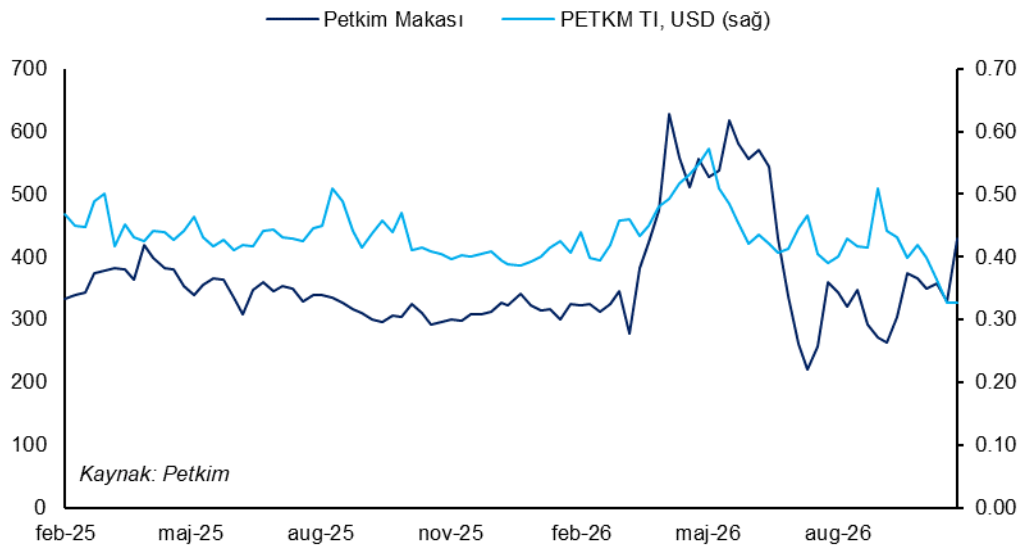
Şirketin hesapladığı ve sadece etileni değil polimer, aromatikler ve diğer ürünleri de kapsayan Petkim'in kendi makası ise USD389/tonluk yılbaşından bugüne ortalamasına kıyasla haftalık bazda %31 genişleyerek USD429/ton seviyesine yükseldi.

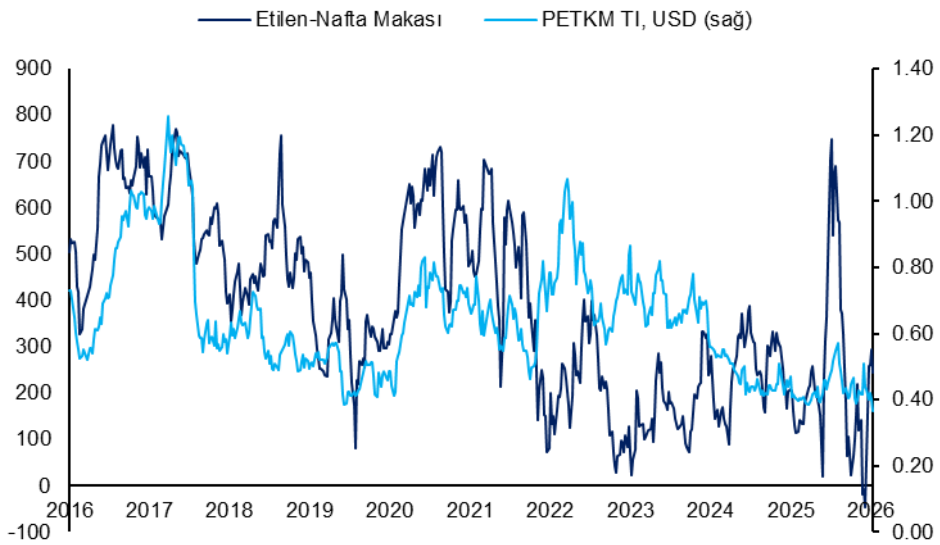
YKY Görüş

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

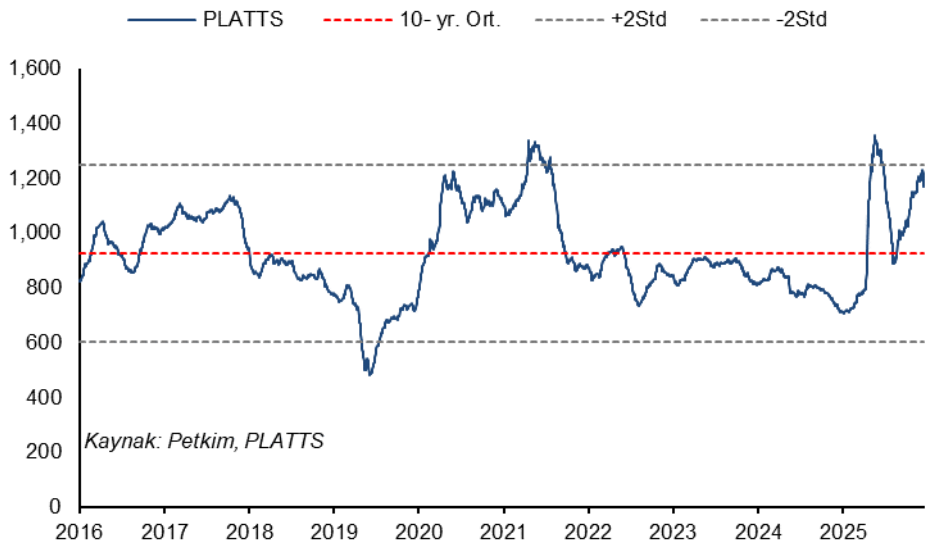
Petkim makasındaki genişleme hammadde kaynaklı. Nafta fiyatı nihai ürün fiyatlarından çok daha hızlı geriledi, etilen de naftayla birlikte düştü. Bu yüzden artış etilen-nafta makasında değil, brüt karın yaklaşık yarısını oluşturan polimerlerin ağırlıkta olduğu Petkim ürün sepetinde oluştu.

Petkim, 2026 yılı 3. çeyrek sunumunda, 4. çeyrek için ton başına 320–340 ABD doları, yılın tamamı için ise ton başına 380–400 ABD doları seviyesinde bir makas öngörüsünde bulundu. **Haftalık verilere bakıldığında, 4. çeyreğin ilk altı haftasında ortalama makas ton başına 367 ABD doları olarak gerçekleşti. Bu değer, 4. çeyrek için öngörülen aralığın üst sınırının %8 üzerinde.** Çeyreklik ortalamanın bu aralığın altına düşmesi için, kalan yedi hafta boyunca makasın ton başına 317 ABD dolarının altına gerilemesi gerekiyor. Yılbaşından bugüne kadar kaydedilen ton başına 389 ABD dolarlık ortalama da yıl geneli için öngörülen aralık dahilinde. **Bu doğrultuda, Petkim'in 4. çeyrek makasın öngörülen aralığın üzerinde gerçekleşeceğini tahmin ediyor ve haftalık verileri olumlu değerlendiriyoruz. Ancak tek bir haftada görülen %31'lik artışın temkinli olmayı gerektirdiğini de belirtmek gerekir.**





Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr



Bim <BIMAS TI> 3Ç26 Sonuçları: Net kar güçlü, ivme yavaşlıyor

Bim <BIMAS TI> 3Ç26'da 10,4 milyar TL net kar açıkladı. Net kar yıllık %52 arttı ve bizim tahminimizin %16, piyasa beklentisinin %18 üzerinde geldi. Beklentiyi aşan kısım faaliyet dışı kalemlerden geldi: yatırım fonlarından elde edilen gelirler geçen yıla göre 2,7 katına çıktı, ertelenmiş vergi gideri ise geçen yılki 2,4 milyar TL'den 92 milyon TL'ye düştü. Operasyonel sonuçlar genel olarak beklentilere paralel oldu. VAFÖK yıllık %3 artarak 17,7 milyar TL oldu. Bu rakam tahminimizin %2 altında, piyasa beklentisinin ise %4 üzerinde. VAFÖK marjı yıllık 0,2 puan daralarak %7,2'ye geriledi. Gelirler reel bazda yıllık %5,4 artarak 246 milyar TL'ye ulaştı. Büyüme beklentilere paralel oldu ve takip ettiğimiz gıda perakendecileri arasında yine en yüksek büyüme Bim'de oldu.

BİM'in 3Ç26 sonuçlarını, faaliyet dışı kalemlerden gelse de beklentiyi aşan net kar sayesinde sınırlı olumlu buluyoruz. Operasyonel sonuçlar ise beklentilere paralel oldu. Negatif trafik ve yavaşlayan mağaza açılışları, BİM'in rakiplerine karşı büyüme farkının daraldığına işaret ediyor. Buna karşın güçlü nakit yaratımı bilançoyu sağlam tutuyor. **Telekonferanstan sonra tahminlerimizi gözden geçireceğiz. AL tavsiyemizi ve hisse başına 540 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı (%42 getiri potansiyeli) koruyoruz. Hisse 2027 tahminlerimize göre 4,3x FD/VAFÖK ile işlem görüyor.**

- **Büyüme liderliği sürüyor, ancak ivme yavaşladı.** Gelirleri yıllık %5,2'lik mağaza büyümesi ve reel bazda yaklaşık %2'lik benzer mağaza büyümesi destekledi. Benzer mağaza başına günlük nominal satışlar %32,5 arttı, bimflasyon ise %29,6 oldu. Sepet büyüklüğü %34,9 artarak bimflasyonun yaklaşık %4 üzerinde büyüdü ve 2Ç26'da pozitife dönen benzer mağaza trafiğindeki %1,8'lik düşüşü telafi etti. Net mağaza açılışları 2Ç26'daki 275'ten 3Ç26'da 113'e geriledi ve toplam mağaza sayısı 14.964'e ulaştı. Yeni mağazaların yalnızca 57'si Bim Türkiye formatında oldu.
- **Marj baskısı brüt kardan geliyor.** Sepetteki fiyat artışı bimflasyonu aşmasına rağmen brüt kar marjı yıllık 0,2 puan daralarak %19,9'a geriledi. Tedarikçilere yapılan daha uzun ödeme sürelerinin brüt kar marjını etkilemiş olabileceği kanaatindeyiz. Faaliyet giderleri gelirlerden yavaş arttığı için VAFÖK marjı da brüt marj kadar, yıllık 0,2 puan düşerek %7,2 oldu.
- **Nakit tarafı güçlü.** Çeyreklik serbest nakit akışı yıllık %51 artarak 11,1 milyar TL oldu. Bu artışı faaliyetlerden elde edilen nakit ve büyük ölçüde artan ticari borçlardan kaynaklanan, çeyreklik bazda yaklaşık 3,8 milyar TL'lik net işletme

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

sermayesi düşüşü destekledi. Yatırım harcamaları yıllık %17 arttı ve satışların %2,5'i oldu. TFRS16 hariç net nakit 41,7 milyar TL'ye ulaştı. Bu rakam piyasa değerinin yaklaşık %9'u.

- **Şirket beklentileri: marj hedefi zorlu görünüyor.** Yönetim 2026 beklentilerini korudu. Buna göre reel gelir büyümesi %6 (±2 puan) (YKYt: %6,6), VAFÖK marjı %6,5 (±0,5 puan) (YKYt: %6,9), yatırım harcamalarının satışlara oranı ise %3,0–3,5 olacak. 9A26'da reel gelir büyümesi %8,3 olduğu için satış beklentisinin orta noktası, 4Ç26'da yıllık bazda yatay bir gelire işaret ediyor. VAFÖK marjı beklentisinin orta noktası ise daha zorlu. Bu hedef için 4Ç26'da VAFÖK'ün yıllık yaklaşık %15 artması ve marjın yıllık yaklaşık 1,1 puan artışla %8,0 civarına çıkması gerekiyor.

Raporun tamamına linkten ulaşabilirsiniz.

Torunlar GYO <TRGYO TI>: 3Ç26 Sonuçları – Kira gelirlerindeki büyüme ve azalan ortak alan giderleri marjları destekledi

Torunlar GYO <TRGYO TI>, 3Ç26'da yıllık %24 artışla 3,4 milyar TL konsolide net kâr açıkladı ve 3,4 milyar TL'lik piyasa beklentisine paralel sonuç kaydetti. Net satışlar yıllık %35 artışla 4,5 milyar TL'ye ulaşırken, piyasa beklentisinin %8 altında kaldı. VAFÖK ise 3,6 milyar TL ile beklentilerin %2 üzerinde gerçekleşti. VAFÖK marjı yıllık 18 puan artışla %79'a yükseldi. **Sonuçları hafif olumlu değerlendiriyoruz.**

- **Satın alınan AVM'ler ve kira gelirlerindeki büyüme ciroyu desteklerken, konut teslimatları yavaşladı.** Net satışlar, yıllık %31 artışla 3 milyar TL'ye ulaşan kira gelirlerinin desteğiyle %35 büyüyerek 4,5 milyar TL'ye yükseldi. Konut ve ofis satış gelirleri yıllık %69 artışla 725 milyon TL'ye ulaşırken, 5. Levent 2. Etap projesindeki teslimatların yavaşlamasıyla çeyreklik bazda %55 geriledi.
- **Azalan ortak alan giderleri ve olumlu satış miksi marjları destekledi.** Brüt kâr yıllık %72 artışla 3,8 milyar TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı 17,6 puan artışla %83'e ulaştı. Ortak alan giderleri yıllık %55 azalarak 332 milyon TL'ye geriledi. Konut satışlarındaki kârlılık iyileşmesi de marjları destekledi. Böylece VAFÖK yıllık %75 artışla 3,6 milyar TL'ye yükselirken, VAFÖK marjı 18 puan artışla %79'a ulaştı.
- **Azalan parasal kayıplar, finansal gelirlerdeki düşüşü kısmen telafi etti.** Net finansman geliri, ağırlıklı olarak mevduat faiz gelirlerindeki düşüş nedeniyle 3Ç25'teki 2,9 milyar TL'den 1,8 milyar TL'ye geriledi. Buna karşılık, parasal kayıplar 2 milyar TL'den 1,4 milyar TL'ye gerileyerek net kârı destekledi. Vergi giderleri ise 439 milyon TL'den 796 milyon TL'ye yükseldi. Sonuç olarak net kâr yıllık %24 artışla 3,4 milyar TL'ye ulaşarak piyasa beklentisine paralel gerçekleşti.
- **Net nakit pozisyonundaki çeyreklik artış güçlü bilançoyu destekledi.** Net nakit pozisyonu, çeyreklik bazda reel %17 artışla 24 milyar TL'ye yükseldi. Gayrimenkul portföyünün değeri, yeni bir değerleme yapılmaması nedeniyle 170 milyar TL seviyesinde yatay kalırken, devam eden 5. Levent teslimatlarının katkısıyla konut stokları 7,5 milyar TL'ye geriledi.

YKY Görüşü: TRGYO'nun 3Ç26 sonuçlarını hafif olumlu değerlendiriyoruz. Net satışlar beklentilerin altında kalmasına rağmen, artan kira gelirleri ve güçlenen marjların desteğiyle VAFÖK piyasa beklentisinin hafif üzerinde gerçekleşirken, güçlü net nakit pozisyonu daha da iyileşti. Forum Mersin ve Forum Kayseri'nin satın alınmasının düzenli kira gelirlerini desteklemesini bekliyoruz. TRGYO, %41 NAD iskontosu, 5,0x FD/VAFÖK ve 0,6x PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor.

Gürsel Turizm <GRSEL TI> 3Ç26 – Satışlar Hızlansa da Marjlarda Gerileme Var – Nötr

Gürsel Turizm 3Ç26'da 548 milyon TL net kar açıkladı, net kar yıllık reel %35 geriledi (3Ç25'te 845 milyon TL). Hasılat yıllık reel %7 artışla 3,4 milyar TL'ye çıktı ve 9A26'daki %3'lük büyümenin üzerinde gerçekleşti. VAFÖK ise yalnızca %2 artışla 1,0 milyar TL oldu, VAFÖK marjı 1,5 puan düşüşle %30,3'e geriledi. Marj daralmasında personel giderlerindeki artış belirleyici oldu. Net kardaki düşüşü amortisman ve yatırım gelirindeki baz etkisi, diğer faaliyet giderleri, düşen faiz geliri ve artan parasal kayıp getirdi.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Büyümeyi yurt içi sözleşmeler taşıdı, yurt dışı geriledi. Yurt içi satışlar personel taşımacılığındaki yeni sözleşmelerle %9 artışla 3,1 milyar TL'ye çıktı. Personel taşımacılığında toplam hareket sayısı da %40 arttı. Ürdün ve Almanya operasyonlarını içeren yurt dışı satışlar ise %10 düşüşle 310 milyon TL'ye geriledi. Filo %11 artışla 8.767 araca ulaştı ve İstanbul dışındaki plaka sayısı 435'e çıktı. Anadolu'nun toplam faaliyetler içindeki ağırlığı artıyor.

Marjı personel giderleri daralttı. Hizmet ve yakıt giderleri %7 artışla hasılatla paralel seyrederken personel giderleri satışların maliyetinde %14, genel yönetim giderlerinde %30 arttı. **Şirket marj baskısını akaryakıt fiyatlarının sözleşmelere gecikmeli yansımasına bağlıyor ve fiyat uyarlamalarıyla kademeli normalleşme bekliyor.** Personel giderlerinin satışların iki katı hızla artması bu toparlanmayı sınırlayabilir.

Vergi öncesi kardaki düşüşün yaklaşık %40'ı baz etkisi. Amortisman 3Ç25'teki düşük 57 milyon TL'den 126 milyon TL'ye çıktı (9A26'da 545 milyon TL'den 372 milyon TL'ye geriledi) ve 3Ç25'teki 63 milyon TL yatırım geliri tekrarlanmadı. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler reeskont giderindeki artışla 32 milyon TL gelirden 20 milyon TL gidere döndü. Net finansman geliri faiz gelirlerindeki düşüşle 78 milyon TL'den sıfıra yakın seviyeye indi, net parasal kayıp 4 milyon TL'den 90 milyon TL'ye yükseldi. **Baz etkileri sonraki çeyreklerde ortadan kalkacak, ancak düşük faiz geliri ve parasal kayıp net karı baskılamaya devam edebilir.**

Yatırımlar hızlandı, net nakit korundu. 3Ç26'da 818 milyon TL serbest nakit akışı oluştu (3Ç25'te 1,5 milyar TL) ve ilk yarıdaki nakit çıkışı tersine döndü. Yatırım harcamaları özmal filo, Eskişehir tesisi ve Gebze bölge ofisiyle 3Ç26'da yıllık %81 artışla 581 milyon TL'ye çıktı. Net işletme sermayesi son 12 ay satışlarının %9,1'inden %13,9'una yükselse de net nakit reel %9 artışla 2,6 milyar TL oldu.

Beklentiler korundu, alt banda işaret edildi. Şirket 2026 için 15,0–17,0 milyar TL satış geliri ve 5,0–6,0 milyar TL VAFÖK beklentisini korudu, **ancak gerçekleşmenin alt banda yakın olmasını bekliyor.** Son çeyrekte yeni eğitim döneminin tam katkısına, yeni sözleşmelere ve periyodik fiyat güncellemelerine dayanıyor. **Kısa listede yer aldığı Ürdün BRT ihalesi 2027'ye kaydı, Adastec ile ABD'deki ilk otonom otobüslerin 2Ç27'de ticari operasyona başlaması planlanıyor.**

YKY Görüş

Sonuçları **nötr** değerlendiriyoruz. Hızlanan satışlar, yeni sözleşmeler ve güçlenen net nakit olumlu, personel kaynaklı marj baskısı, **yurt dışındaki gerileme, ertelenen ihale** ve zayıf VAFÖK altı kalemler olumsuz tarafta. Yönetimin alt banda işaret etmesiyle odak, 4Ç26 fiyat güncellemelerinin maliyet artışını karşılayıp karşılayamayacağına kaydı.

Selçuk Ecza <SELEC TI>: 3Ç26 Sonuçları – Faaliyet giderlerindeki iyileşme kârlılığı desteklerken, marjlar çeyreklik bazda normalleşti

Selçuk Ecza <SELEC TI>, 3Ç26'da 357 milyon TL net kâr açıkladı (3Ç25: 289 milyon TL net zarar) ve 276 milyon TL'lik piyasa beklentisinin %29 üzerinde gerçekleşti. Net satışlar yıllık %9 artışla 60 milyar TL'ye ulaşarak beklentilere paralel gerçekleşirken, VAFÖK yıllık %38 artışla yaklaşık 2 milyar TL'ye yükseldi ve piyasa beklentisinin %9 üzerinde gerçekleşti. Brüt kâr marjı yıllık bazda yatay seyrederken, faaliyet giderlerindeki düşüşün desteğiyle VAFÖK marjı yıllık 0,7 puan artarak %3,3'e yükseldi. Ancak, yılın ilk yarısındaki düzenlemeye tabi fiyat artışlarının ardından elde edilen stok kârlarının tekrarlanmaması nedeniyle VAFÖK marjı çeyreklik bazda 3,2 puan geriledi.

- **Düzenlemeye tabi fiyat artışları ciroyu desteklerken, pazar payı kazanımları devam etti.** Net satışlar yıllık %9 ve çeyreklik %6 artışla 60 milyar TL'ye ulaştı. 3Ç26 boyunca geçerli olan dönemsel avro değeri, 3Ç25'teki 21,67 TL seviyesinden 29,12 TL'ye yükselerek yıllık %34 artış gösterdi. Yılın ilk yarısından farklı olarak, üçüncü çeyrekte dönemsel avro değerinde yeni bir düzenleme yapılmadı. İlk dokuz aylık dönemde şirketin değer bazında pazar payı, 9A25'teki %37,41 seviyesinden %38,09'a yükselirken (6A26: %37,96), kutu bazında pazar payı da %37,63'ten %38,28'e ulaştı (6A26: %38,21).

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

- **Stok kârlarının etkisinin ortadan kalkmasıyla brüt kâr marjı normalleşti.** Brüt kâr yıllık %8 artışla yaklaşık 5 milyar TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı yıllık bazda yaklaşık %8 seviyesinde yatay seyretti. Buna karşılık, ikinci çeyrekte mart-nisan dönemindeki dönemsel avro değeri artışlarından kaynaklanan stok kârlarıyla desteklenen brüt kâr marjı, 3Ç26'da %11,7'den 3,6 puan geriledi. Üçüncü çeyrekte dönemsel avro değerinde yeni bir artış yaşanmaması nedeniyle söz konusu stok kârları tekrarlanmadı.
- **Faaliyet giderlerindeki iyileşme VAFÖK büyümesini destekledi.** Faaliyet giderleri yıllık %5 azalarak 3,2 milyar TL'ye gerilerken, pazarlama giderleri %6 azaldı ve genel yönetim giderleri yatay seyretti. Personel giderleri ise yıllık %3 düşüşle 2 milyar TL'ye geriledi. Böylece, brüt kâr marjının yıllık bazda büyük ölçüde yatay seyretmesine rağmen VAFÖK %39 artışla yaklaşık 2 milyar TL'ye yükseldi ve VAFÖK marjı 0,7 puan artışla %3,3'e ulaştı.
- **Artan finansman giderlerine rağmen azalan vergi giderleri net kârı destekledi.** Yatırım gelirleri, yatırım fonu kazançlarındaki artışın desteğiyle yıllık %10 yükselerek 1,75 milyar TL'ye ulaşırken, mevduat faiz gelirleri yatay seyretti. Finansman giderleri ise faiz giderleri ve tahakkuklarındaki artışın (681 milyon TL; 3Ç25: 315 milyon TL) etkisiyle 319 milyon TL'den 687 milyon TL'ye yükseldi. Parasal kayıp da 1,11 milyar TL'den 1,24 milyar TL'ye çıktı. Buna karşılık, ertelenmiş vergi giderlerinin geçen yılki 632 milyon TL seviyesinden yaklaşık 100 milyon TL'ye gerilemesiyle toplam vergi giderleri 1,1 milyar TL'den 583 milyon TL'ye düştü ve net kârı destekledi.
- **Pozitif serbest nakit akışı ve azalan net işletme sermayesi net nakit pozisyonunu güçlendirdi.** Şirket, 3Ç26'da 967 milyon TL serbest nakit akışı yaratırken, net işletme sermayesi çeyreklik bazda yaklaşık 4 milyar TL azalarak nakit yaratımını destekledi. Böylece, net nakit pozisyonu 2Ç26 sonundaki 7,8 milyar TL seviyesinden 3Ç26 sonunda 12 milyar TL'ye yükseldi.

YKY Görüşü: Sonuçları olumlu değerlendiriyoruz. VAFÖK ve net kârın beklentileri aşması, devam eden pazar payı kazanımları ve güçlenen net nakit pozisyonu sonuçların öne çıkan olumlu unsurları oldu. Stok kârlarının etkisinin ortadan kalkmasıyla marjlar çeyreklik bazda normalleşirken, yıllık bazda yatay seyreden brüt kâr marjı ve faaliyet giderlerindeki iyileşme, temel operasyonel kârlılığın dirençli kaldığına işaret ediyor. Önümüzdeki dönemde dönemsel avro değerindeki olası artışlar marjları destekleyebilecekken, yükselen finansman giderleri temel risk unsurlarından biri olmaya devam ediyor.

Pegasus <PGSUS TI> 3Ç26 – Fiyatlama yakıtı karşıladı, finansman giderleri net karı aşağı çekti – Pozitif

Pegasus 3Ç26'da 205 milyon EUR net kar açıkladı (3Ç25'te 227 milyon EUR, 2Ç26'da 92 milyon EUR net zarar). Hasılat yıllık %19 artışla 1,3 milyar EUR'ya, VAFÖK yıllık %2 artışla 404 milyon EUR'ya çıktı, VAFÖK marjı %30,7 oldu (3Ç25'te %35,9). TL bazında hasılat 72,2 milyar TL ile piyasa beklentisini (68,1 milyar TL) %6, VAFÖK 22,2 milyar TL ile beklentiyi (20,0 milyar TL) %11, net kar 11,3 milyar TL ile beklentiyi (8,8 milyar TL) %28 aştı. Beklenti aşımı operasyondan geldi, bilet fiyatları yakıt fiyatlarındaki yükselişin büyük kısmını karşıladı. Net kardaki yıllık düşüşü ise artan faiz giderleri ve düşen yatırım geliri getirdi. **Güçlü çeyreğe rağmen 9A26'da 40 milyon EUR net zarar var (9A25'te 286 milyon EUR net kar), VAFÖK marjı %26,6'dan %17,2'ye geriledi.**

Fiyatlama yakıtı biletlere yansıttı. AKK başına gelir (RASK) yıllık %12 artışla 5,57 EUR sente çıktı. Dış hat birim bilet geliri %14 arttı (2Ç26'da %2) ve misafir başına yan gelir %11 artışla 32,9 EUR ile tarihi zirveye ulaştı. Misafir sayısı %7 artarken doluluk oranı yalnızca 1,0 puan düşüşle %88,2'ye indi. Yabancı ziyaretçi sayısının yatay kaldığı bir çeyrekte dış hat misafir sayısı %5 artarak pazarın (%2) üzerinde büyüdü (DHMİ). **Orta Doğu'da kapasite yıllık %8 artarak normale dönerken iç hat AKK büyümesi 2Ç26'daki %28'den %12'ye indi ve ağırlık yeniden dış hatta kaydı.** Talebin fiyat artışlarını sınırlı doluluk kaybıyla taşıması, yakıtın yüksek kalması halinde 2027'de de fiyatlama gücü açısından önemli.

Marj kaybının tamamı yakıttan geldi. Jet yakıtı fiyatı yıllık yaklaşık %85 arttı. Hedge sayesinde AKK başına yakıt maliyetindeki artış %51 ile sınırlı kaldı, yakıtın toplam giderlerdeki payı %31'den %40'a çıktı. AKK başına maliyet (CASK) %17 artarken yakıt hariç CASK yalnızca %2 arttı (kısa dönem uçak kiralama gideri hariç yaklaşık %5). **RASK ile CASK**

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

arasındaki fark 1,22 EUR sent ile geçen yılın (1,25 EUR sent) yakınında kaldı. 2026 yakıt ihtiyacının %67'si hedge edilmişken 2027 için bu oran şimdilik %35. Politika her yıl için fiyattan bağımsız en az %50 katmanlı koruma öngörüyor, ek olarak Hedge Komitesi kararıyla %20 ilave yapılabiliyor, bu yüzden 2027'nin ek korumaları bugünkü fiyatlardan alınacak. Petrol fiyatları mevcut hedge seviyelerinin (Brent 62–71 USD/varil) üzerinde kalırsa 2027'de birim yakıt maliyeti artmaya devam eder.

Net kardaki düşüşü faiz giderleri ve yatırım geliri getirdi. Net finansman gideri 36 milyon EUR'dan 79 milyon EUR'ya çıktı. Artışın yaklaşık yarısı kur farkının faaliyet kalemlerinden finansman kalemlerine kaymasından geldi, toplam net kur farkı gideri 7 milyon EUR ile sınırlı kaldı (3Ç25'te 2 milyon EUR). Kalanı faiz ve komisyon giderlerindeki artıştan geldi. Banka kredileri ve tahviller, Smartwings satın alma kredisi ve Temmuz'daki ilave Eurobond ihracıyla 2025 sonundaki 965 milyon EUR'dan 1,4 milyar EUR'ya yükseldi. Yatırım faaliyetlerinden gelir de 14 milyon EUR'dan 7 milyon EUR'ya geriledi. Yükselen borçla bu faiz yükü 4Ç26'da da sürecek.

Smartwings ölçek getiriyor. Kiralama dahil net borç 2,9 milyar EUR ile yatay kaldı, ancak son 12 aylık net borç/VAFÖK 2025 sonundaki 3,5x'ten 4,6x'e çıktı. 1 Ekim'de tamamlanan Smartwings alımının 142 milyon EUR'luk nakit çıkışı 4Ç26 net borcuna yansıyacak. 2025'te yaklaşık 1 milyar EUR satış geliri ve %20'nin üzerinde kira öncesi VAFÖK (EBITDAR) marjı kaydeden Smartwings 4Ç26'dan itibaren konsolide edilecek. Gelir tabanı belirgin şekilde büyüyecek, ancak bu büyüme kaldıracın zaten yükseldiği bir döneme denk geliyor.

YKY Görüş

Sonuçları **olumlu** buluyoruz. Tüm kalemlerde beklentilerin aşılması, güçlü fiyatlandırma ve yakıt dışı maliyetlerin kontrol altında tutulması öne çıkan olumlu unsurlar. Yakıt kaynaklı marj daralması, artan finansman maliyetleri ve yükselen borçluluk oranı ise olumsuz taraflar. 2027 yılına ilişkin temel soru, petrol fiyatlarının yüksek seyretmesi durumunda bilet fiyatlarının yakıt maliyetlerindeki artışa ayak uydurup uyduramayacağı.

Türk Hava Yolları <THYAO TI> Ekim'de kapasite yatay kaldı, doluluk 1,6 puan arttı

Türk Hava Yolları'nın Ekim'de arz ettiği koltuk kilometre (AKK) yıllık %0,4 artışla 24,5 milyara ulaşırken yolcu sayısı %0,6 düşüşle 8,5 milyon oldu. Doluluk oranı 1,6 puan artışla %86,3'e yükseldi. Dış hat yolcu sayısı %1,3 artarken iç hat yolcu sayısı %4,4 geriledi. Kargo ve posta taşımacılığı %2,8 artışla 202,3 bin tona çıktı. Ocak-Ekim döneminde yolcu sayısı %4,6 artışla 81,5 milyona, AKK %4,0 arttı, doluluk oranı 2,0 puan artışla %85,1'e yükseldi ve kargo %10,1 büyüdü.

YKY Görüş

Haberi şirket açısından **nötr** değerlendiriyoruz. **İlk çeyrekte %9 olan kapasite büyümesi Nisan-Eylül döneminde %2'ye, Ekim'de ise neredeyse sıfıra geriledi**. Bu, şirketin yakıt maliyetleri nedeniyle yıllık kapasite büyüme hedefini aşağı çekmesiyle uyumlu ve doluluktaki artış kapasite disiplininin fiyatlamayı desteklediğini gösteriyor. Buna karşılık kargo uçakları dahil toplam filo yıllık %13 artışla 571 uçağa çıktı, yani filo büyümesi kapasiteye yansımıyor. Uçak başına kullanımın düşmesi birim maliyetler üzerinde baskı yaratır.

Bölgesel dağılımda Orta Doğu'dan çekilen kapasitenin Uzak Doğu'ya kaydırılması sürüyor, Uzak Doğu'da AKK %16,5 artarken Orta Doğu'da %22,2 azaldı. Daha dikkat çekici nokta kargo. Ekim'deki %2,8'lik artış yılın en düşük aylık büyümesi ve Eylül'deki %13,5'in belirgin şekilde altında. Kargo gelirlerindeki büyümenin ağırlıklı olarak fiyattan geldiği düşünüldüğünde, hacimdeki bu yavaşlamanın fiyatlara yayılıp yayılmayacağı yılın son çeyreği için belirleyici olacak.

Aksa Enerji <AKSEN TI> 3Ç26 Finansalları: Kumasi ve Kyzylorda katkısıyla beklenti üstü sonuçlar

Aksa Enerji <AKSEN TI>, 3Ç26'da 1.6mlr TL net kâr (y/y +%27) açıkladı; bu rakam hem tahminimizin hem de piyasa beklentisinin %44 üzerinde gerçekleşti. Hasılat, Türkiye'deki daha güçlü üretim ve Afrika ile Asya'daki yeni kapasite sayesinde

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

y/y %16 artışla 14.3mlr TL'ye ulaştı; bu rakam tahminimizin %34, piyasa beklentisinin %17 üzerinde. VAFÖK, Asya ve Afrika'nın zayıflayan Türkiye'yi fazlasıyla telafi etmesiyle y/y %38 artışla 5.5mlr TL'ye yükseldi; bu rakam tahminimizin %24, piyasa beklentisinin %22 üzerinde. Beklentinin altında gelen finansman giderleri de net kârdaki beklenti aşımına katkı sağladı. Şirketin düzeltilmiş VAFÖK marjı y/y %36.1'de yatay kalmasına ve kaldıracın 4.34x'e yükselmesine rağmen sonuçları olumlu değerlendiriyoruz.

Öne Çıkan Noktalar

Uluslararası kapasite ve düşük finansman giderleri net kârdaki beklenti aşımını sürüklüyor. Net kâr y/y %27 artışla 1.6mlr TL'ye ulaştı ve hem tahminimizin hem de piyasa beklentisinin %44 üzerinde gerçekleşti. Beklenti aşımının büyük kısmını uluslararası operasyonlardan gelen daha güçlü faaliyet kârı sağlarken, finansman giderleri beklentilerimizin altında geldi.

Türkiye hacimle toparlanıyor; yeni kapasite Afrika ve Asya'yı yukarı taşıyor. Hasılat y/y %16 artışla 14.3mlr TL'ye ulaştı; bu rakam tahminimizin %34, piyasa beklentisinin %17 üzerinde. Tahminimize kıyasla beklenti aşımının büyük kısmını Türkiye sağladı; özellikle Antalya santralindeki yüksek üretim düşük bazdan satışları artırdı ve Türkiye hasılatı 7.0mlr TL'ye ulaştı. Ancak spot elektrik fiyatları baskı altında kalmaya devam ettiğinden Türkiye hasılatı reel bazda daralmayı sürdürüyor. Afrika hasılatı Kumasi'nin tam kapasiteye ulaşmasıyla 3.3mlr TL'ye, Asya hasılatı ise Kyzylorda'nın devreye alınmasıyla 3.9mlr TL'ye yükseldi.

Asya ve Afrika zayıflayan Türkiye'yi telafi ediyor. VAFÖK y/y %38 artışla 5.5mlr TL'ye yükseldi; bu rakam tahminimizin %24, piyasa beklentisinin %22 üzerinde. Asya'da Kyzylorda VAFÖK'ü 2.7mlr TL'ye (YKYt: 2.2mlr TL) taşıdı, ancak bölgesel marj y/y 12yp düşüşle %69'a geriledi. Afrika'da tam kapasiteye ulaşan Kumasi VAFÖK'ü 1.7mlr TL'ye (YKYt: 1.3mlr TL) çıkardı. Türkiye VAFÖK'ü 754mn TL (YKYt: 845mn TL) oldu; zayıf reel spot fiyatlar, yüksek hasılata rağmen marjı y/y 2yp düşürerek %11'e indirdi. Şirketin düzeltilmiş tanımına göre VAFÖK yaklaşık 5.2mlr TL, marj ise %36.1 ile büyük ölçüde yatay gerçekleşti (3Ç25: %36.6); tablomuzdaki 6.2yp'lik genişleme bu tanımın dışında kalan kalemleri yansıtıyor. Net borç/VAFÖK, 2025 sonundaki 3.9x'ten 4.34x'e yükseldi.

YKY Görüşü

Uluslararası kapasitenin kârlılığı sürüklemeye devam etmesini bekliyoruz. Yeni kapasitenin devreye alınmasıyla marjların 2027'de iyileşmesini bekliyor ve şirketin 2026 beklentilerinde yukarı yönlü potansiyel görüyoruz. 4.34x net borç/VAFÖK seviyesindeki artan kaldıraç, izlenmesi gereken başlıca nokta. AL tavsiyemizi ve %40 yükseliş potansiyeli sunan 98 TL hedef fiyatımızı teyit ediyoruz.

Turkcell <TCELL TI> 3Ç26: VAFÖK'te beklenti üstü performans korunuyor; net kardaki pozitif sürpriz vergi kaynaklı

Turkcell <TCELL TI>, 3Ç26'da y/y %4 düşüşle 6,7 milyar TL net kâr açıkladı. Bu rakam tahminimizin %12, piyasa beklentisinin %23 üzerinde gerçekleşti. Hasılat reel bazda y/y %6,2 artışla 82,0 milyar TL'ye ulaşarak beklentilerle uyumlu geldi. VAFÖK %6,8 artışla 36,2 milyar TL'ye yükseldi ve tahminimizin %6, piyasa beklentisinin %8 üzerinde gerçekleşti; VAFÖK marjı y/y 0,3yp genişleyerek %44,2 oldu. Net kârdaki pozitif sürpriz vergiye dayanıyor: efektif vergi oranı 1Y26'daki yaklaşık %47'den %30'a geriledi. 3,7 milyar TL'lik parasal kazanç ise korunma sonrası 8,2 milyar TL'lik kur farkı zararını yalnızca kısmen dengeledi. Sonuçları hafif olumlu değerlendiriyor ve benzer bir piyasa tepkisi bekliyoruz.

Önemli Notlar ve Öne Çıkanlar

Hasılat büyümesinin büyük bölümünü ekipman satışları sürüklüyor. Turkcell Türkiye hasılatı, kurumsal gelirlerdeki %30,6'lık artışla reel bazda y/y %5,1 büyüdü. Gecikmeli donanım teslimatları, Dijital İş Servisleri'ni (DİS) %65,3 artışla 10,5 milyar TL'ye (konsolide hasılatın %13'ü) taşıdı. Ekipman gelirleri y/y %54 artışla 7,8 milyar TL'ye yükseldi ve Turkcell

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Türkiye'nin hasılat artışının yaklaşık %76'sını oluşturdu; telekom hizmet gelirleri ise yalnızca %1,5 büyüdü. Bireysel gelirler yeniden büyümeye dönerken, toptan gelirler %5,4 geriledi. Veri merkezi ve bulut gelirleri yalnızca %4,3 büyüyerek beklentimizin ve %18–20'lik 2026 hedefinin oldukça altında kaldı. Techfin gelirleri %8,9 arttı; Paycell'deki %22,7'lik büyüme Financell'deki %10,5'lik düşüşü dengeledi. DİS ve Techfin'in 4Ç26 ve sonrasında büyümeyi sürdürmesini bekliyoruz.

Mobil ARPU ç/ç bazda yukarı dönüyor; sabit hat karması iyileşiyor. M2M hariç mobil ARPU y/y %2,3 düştü (Rakip: –%0,8), ancak fiyat ayarlamaları ve yaz sezonsallığıyla ç/ç %8,4 arttı (faturasız ARPU: ç/ç +%20,2). ARPU'nun 4Ç26'da yaklaşık %2 ile yeniden pozitif büyümeye dönmesini bekliyoruz. Faturalı net abone kazanımı 701 bine ulaştı, ancak bunun yaklaşık 0,4mn'unu M2M oluşturdu; Superbox, 4Ç19'dan bu yana en iyi çeyreği olan 101 bin abone kazanımı kaydetti. Mobil abone kayıp oranı (churn) y/y 1,0yp iyileşerek %1,6'ya geriledi. Turkcell Fiber 39 bin abone kazandı, bireysel fiber ARPU y/y %2,7 arttı ve bireysel fiber abonelerinin %38'i artık 1.000 Mbps+ paketleri kullanıyor (y/y +27yp). Buna karşın sabit hat churn oranı ç/ç 0,4yp artarak %2,0'a yükseldi.

Maliyet disiplini donanım kaynaklı seyrelmeyi dengeliyor. Düşük marjlı donanım ve POS satışları nedeniyle artan satılan malın maliyetinin yarattığı 2,3 puanlık olumsuz etkiye rağmen yıllık 30 baz puanlık operasyonel karlılıkta marj genişlemesi yaşandı. Daha düşük personel, fonlama ve enerji maliyetleri marj genişlemesinde önemli etken oldu. VAFÖK'teki pozitif sürprizi, yaklaşık %43,5'lik tahminimize karşılık %45,5 marj kaydeden Turkcell Türkiye sürükledi. Turkcell Türkiye'nin marjı y/y 0,2yp geriledi, ancak hesaplamamıza göre VAFÖK/ekipman dışı gelirler oranı 1,6yp artarak %50,8'e yükseldi; maliyet disiplini tam olarak burada görülüyor. Techfin'in marjı, Financell'in toparlanmasıyla y/y 8,0yp artarak %29,9'a yükseldi, ancak POS büyümesi Paycell'in marjını %28,3'e (–4,3yp) seyrelttiği için %32'lik tahminimizin altında kaldı.

VAFÖK altında asıl yükü vergi taşıyor. Amortisman ve itfa payları y/y %10 artışla 22,6 milyar TL'ye yükseldi; artışın yaklaşık yarısı 5G lisans itfasından kaynaklandı. Korunma sonrası net kur farkı zararı 1,9 milyar TL'den 8,2 milyar TL'ye yükseldi, ancak korunma öncesi kur farkı zararı yalnızca 1,3 milyar TL artarak 5,7 milyar TL'ye ulaştı; kalan kısım, türev araçlarda 2,0 milyar TL'lik kazançtan 2,4 milyar TL'lik gerçeğe uygun değer zararına dönüşü ifade eden 4,5 milyar TL'lik değişimden kaynaklandı. Yönetimin aktifleştirilen lisansa bağladığı 3,7 milyar TL'lik parasal kazanç bu zararları kısmen dengeledi. Net kısa döviz pozisyonu ç/ç yatay seyirle 1,3 milyar USD oldu ve ±1,5 milyar USD'lik hedef aralığı içinde kaldı. Vergi gideri, büyük ölçüde tek seferlik nitelikteki duran varlık yeniden değerlemesiyle y/y %18 azaldı ve efektif vergi oranını %30'a indirdi. %41'lik 9A26 vergi oranıyla net kâr yaklaşık 5,6 milyar TL olurdu; bu, tahminimizin %6 altında ve piyasa beklentisiyle uyumlu bir seviyeye karşılık geliyor. TOGG'un daha iyi performansı, özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırım zararını 0,5 milyar TL'den 0,2 milyar TL'ye daralttı. Net borç 2025 sonundaki 18,5 milyar TL'den 40,7 milyar TL'ye, net borç/VAFÖK ise 0,31x'e yükseldi.

Marj beklentisinde yukarı yönlü potansiyel var; veri merkezi hedefi risk altında. Yönetim, 3Ç26'daki marj iyileşmesinin yıl geneli kârlılık hedeflerine olan güvenini artırdığını belirtti. 2026 beklentileri %5–7 reel hasılat büyümesi, %18–20 veri merkezi ve bulut büyümesi, %40–42 VAFÖK marjı ve yaklaşık %25 operasyonel yatırım harcaması/satışlar oranı öngörüyor. %5,8'lik 9A26 reel hasılat büyümesi aralık içinde yer alırken, %42,5'lik 9A26 VAFÖK marjı şimdiden aralığın üst ucunu aşıyor. Ancak 3Ç26'daki %4,3'lük veri merkezi ve bulut büyümesi bu hedefi risk altına sokuyor.

YKY Görüşü

Sonuçları hafif olumlu değerlendiriyoruz. Turkcell Türkiye'deki maliyet disiplini temel olumlu çıkarımımız; mobil ARPU'daki daralan düşüş de 4Ç26'dan itibaren mobil kârlılığın iyileşeceği görüşümüzü destekliyor. Ancak hasılat büyümesi düşük marjlı donanım satışlarına, net kârdaki pozitif sürpriz ise daha düşük vergi oranına dayanıyor. Tahminlerimizi gözden geçireceğiz; AL tavsiyemizi ve %61 yükseliş potansiyeli sunan 148 TL hedef fiyatımızı koruyoruz.

Ayrıca Turkcell'in 3Ç26 sonuç telekonferansına katıldık; yönetim 2026 beklentilerine ulaşma yolunu, 4Ç26 yatırımlarını ve veri merkezi görünümünü ele aldı.

Temel Çıkarımlarımız

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Beklentiler yolunda. Yönetim, %44,2'lik 3Ç26 marjını (3Ç25: %43,9) yıl geneli kârlılık hedeflerini teyit eden bir gösterge olarak görüyor.

Reel ARPU'da hızlanma bekleniyor. Numara taşıma hacimleri çeyreklik 2,3mn'un, churn ise %1,6'nın altına geriledi; büyüyen faturalı abone tabanıyla, yenileme dönemindeki yeniden fiyatlama reel ARPU büyümesini artırmalı.

4Ç26 harcamaları kaldıracı artırıyor. 400 milyon USD'lik genel merkez binası alımı ve TOGG'daki payın 88 milyon euro ile %34'e çıkarılması, 2026 yıl sonu net borç/FAVÖK oranını 0,31x'ten yaklaşık 0,70–0,75x'e yükseltecek.

Öne Çıkanlar

Marjlar. Personel sayısı etkisi yok; enflasyonun altındaki ücret artışları ve daha düşük enerji fiyatları, düşük marjlı terminal satışlarındaki artışa rağmen VAFÖK'ü destekledi.

TOGG. Yeni pay sahipleri sözleşmesi kapsamında fonlama taahhüdü bulunmuyor; TOGG'un net borcu açıklanmadı.

Dijital İş Servisleri. Hasılat y/y %65 artışla 10,5 milyar TL'ye yükseldi; sistem entegrasyonu bakiye siparişleri 21,6 milyar TL'ye ulaştı.

Veri merkezi. Hasılat y/y yalnızca yaklaşık %4 büyüdü; yönetim bunu küresel bellek kıtlığına bağlıyor. Yönetim, Google tesislerinin takvime uygun ilerlediğini belirtiyor ve sonrasında bu işi en olası halka arz adayı olarak görüyor.

Net kâr kalitesi. Varlık yeniden değerlemesinden kaynaklanan düşük vergi, parasal kazançlar ve kur farkı hariç daha yüksek net finansal gelir (2,1 milyar TL, y/y 3,5x) net kârı destekledi. Swap kaynaklı gelirin kur farkı kaleminde bir maliyeti var (türev gerçeğe uygun değer zararı: 2,4 milyar TL); dolayısıyla 4Ç26'dan itibaren swapların azaltılması her iki bacağı da ortadan kaldırıyor; net kâr etkisi 2,1 milyar TL'nin oldukça altında olmalı.

Yatırım harcamaları. 9A26 operasyonel yatırım harcaması/satışlar oranı, kısmen proje ertelemeleri nedeniyle %25'lik beklentiye karşılık %22,8 oldu.

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Haftalık Veri Akışı

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

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Açıklanan Kar Payları *(*)*

Hisse	Dağıtma Tarihi (1)	Kapanış Fiyatı (2)	PBK (Brüt) (3)	PBK (Net) (3)	Kar Payı Verimi % (4)
11.26					
GOKNR	9.11.2026	12.68	0.31	0.26	2.42
KBORU	10.11.2026	10.90	0.02	0.02	0.18
ETILR	13.11.2026	6.38	0.02	0.02	0.31
GIPTA	17.11.2026	25.50	0.01	0.01	0.03
DURKN	18.11.2026	8.38	0.09	0.08	1.11
ASELS	24.11.2026	337.75	0.43	0.36	0.13
OFSYM	25.11.2026	44.28	0.42	0.36	0.95
SDTTR	25.11.2026	12.56	0.01	0.01	0.08
FROTO	26.11.2026	74.45	3.07	2.61	4.12
DESA	30.11.2026	7.89	0.10	0.08	1.22
12.26					
OYAKC	7.12.2026	19.77	0.50	0.43	2.53
SUMAS	7.12.2026	179.90	2.17	1.84	1.21
TCELL	9.12.2026	92.10	4.00	3.40	4.34
EBEBK	15.12.2026	79.65	0.63	0.53	0.78
ISDMR	15.12.2026	53.45	4.50	3.83	8.42
BIMAS	16.12.2026	381.50	2.50	2.13	0.66
NTHOL	16.12.2026	36.84	1.00	0.85	2.71
BEGYO	21.12.2026	3.04	0.02	0.02	0.61
PAGYO	23.12.2026	108.50	0.85	0.85	0.78
SDTTR	23.12.2026	12.56	0.01	0.01	0.08
SRVGY	25.12.2026	1.88	0.08	0.08	4.09
MEDTR	28.12.2026	18.23	0.11	0.10	0.62
GENKM	31.12.2026	6.61	0.21	0.17	3.18
GLYHO	31.12.2026	16.35	0.10	0.09	0.63

Hisse	Dağıtma Tarihi (1)	Kapanış Fiyatı (2)	PBK (Brüt) (3)	PBK (Net) (3)	Kar Payı Verimi % (4)
02.27					
GOKNR	8.02.2027	12.68	0.31	0.26	2.42
BEGYO	22.02.2027	3.04	0.03	0.03	1.01
SRVGY	25.02.2027	1.88	0.08	0.08	4.09
04.27					
BEGYO	20.04.2027	3.04	0.03	0.03	1.01
05.27					
GOKNR	10.05.2027	12.68	0.31	0.26	2.42

(*)

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

(2) Son işlem günü kapanış fiyatı.

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

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

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

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

ÇEKİNCE:

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

Yapı Kredi Yatırım Araştırma
yky_arastirma@yapikredi.com.tr