

3Ç26 Kar Tahminleri

21 Ekim 2026

▪ **Petrol, Rafineri, Savunma, Gıda Perakendeciliği ve Sağlık Sektörleri Öne Çıkıyor...**

3Ç26 Finansal Sonuçları TAV Havalimanları ile Başlıyor...

Borsa İstanbul'da 3Ç26 bilanço dönemi, 21 Ekim'de TAV Havalimanları <TAVHL TI> ile başlıyor. Bankacılık sektöründe ilk finansal sonuçların 27 Ekim'de Akbank <AKBNK TI>, sigorta sektöründe ise 22 Ekim'de Aksigorta <AKGRT TI> tarafından açıklanması bekleniyor. Borsa İstanbul'da üçüncü çeyrek finansal sonuçları 9 Kasım'da sona erecek.

Yüksek Finansman Maliyetleri ve Talep Koşulları Şirketlerin Karlılığını Belirlemeye Devam Ediyor...

2026 yılının üçüncü çeyreği, Borsa İstanbul şirketleri açısından jeopolitik gelişmelerin enerji ve girdi maliyetleri üzerindeki etkisi, sıkı finansal koşullar ve ekonomik aktivitedeki zayıf seyrin bir arada hissedildiği bir dönem oldu. Orta Doğu kaynaklı gerilimlerin enerji arzı ve küresel ticaret akışlarına ilişkin riskleri canlı tutması, başta petrol ve petrokimya ürünleri olmak üzere emtia fiyatlarında ve navlun maliyetlerinde oynaklığın sürmesine neden oldu. Para politikası tarafında TCMB'nin Eylül ayında fonlama maliyetlerini aşağı çeken adımları finansal koşullarda kısmi bir rahatlama sağlasa da kredi faizlerinin yüksek seviyelerde kalması, şirketlerin finansman giderleri ve işletme sermayesi ihtiyacı üzerindeki baskıyı sürdürdü. Reel aktivite tarafında imalat PMI'nin Ağustostaki 48,1 seviyesinden Eylülde 47,9'a gerilemesi, yeni siparişlerdeki zayıflığın ve dış talep koşullarındaki olumsuz seyrin devam ettiğine işaret etti. Enflasyon tarafında Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında aylık TÜFE artışlarının sırasıyla %1,78, %1,84 ve %1,84 olarak gerçekleşmesiyle üçüncü çeyrek enflasyonu yaklaşık %5,6 seviyesinde oluştu. Bu görünüm, nominal ciro büyümesinin değerlendirilmesinde fiyat etkisinin önemini koruduğunu ve reel büyümenin ayrıca analiz edilmesi gerektiğini gösteriyor. Bununla birlikte, ikinci çeyreğe kıyasla daha düşük gerçekleşen çeyreklik enflasyonun, enflasyon muhasebesinin finansal tablolar üzerindeki etkisini bir miktar hafifletebileceğini düşünüyoruz. Genel değerlendirmemizde, yüksek finansman maliyetleri, zayıf sanayi üretimi ve dış talep koşulları özellikle iç talebe duyarlı ve borçluluğu yüksek şirketlerin karlılığı üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Buna karşılık, güçlü fiyatlama gücüne, operasyonel verimliliğe ve nakit yaratma kapasitesine sahip şirketlerin görece olumlu ayrışmasını bekliyoruz.

Petrol, Rafineri, Savunma, Gıda Perakendeciliği ve Sağlık Sektörleri Öne Çıkıyor...

3Ç26 bilanço döneminde şirket karlılıklarının sektörler arasında belirgin biçimde ayrışmasını bekliyoruz. Rafineri tarafında yüksek ürün marjlarından yararlanan Tüpraş'ın operasyonel performansını görece olumlu değerlendiriyoruz. Petrol ürün marjlarının seyri, kapasite kullanımı, ham petrol maliyetleri ve stok etkileri şirketin çeyreklik karlılığında belirleyici olacaktır. Petrokimya sektöründe ise etilen-nafta makasındaki toparlanma Petkim açısından destekleyici olmakla birlikte, küresel talep koşullarındaki zayıflık ve girdi maliyetlerindeki artış nedeniyle daha temkinli bir görünümün korunması gerektiğini düşünüyoruz. Savunma sanayisinde güçlü sipariş bakiyesi ve artan teslimat temposunun operasyonel performansı desteklemesini bekliyoruz. Bu çerçevede Aselsan'ın büyüyen bakiye sipariş portföyü ve son dönemde imzalanan yeni sözleşmelerin hasılat dönüşmeye başlamasıyla güçlü büyüme ivmesini sürdürmesini öngörüyoruz. Özellikle yeni iş alımlarının katkısıyla gelir görünümünün güçlenmesini ve şirketin üçüncü çeyrekte operasyonel performansı ile olumlu ayrışmasını bekliyoruz. Perakende sektöründe ise mağaza ağı genişlemesi, satış hacimleri ve operasyonel verimlilik öne çıkan unsurlar arasında yer alıyor. Gıda perakendeciliğinde BİM'in reel büyümesini sürdürmesini ve efektif vergi oranından kaynaklanan olumlu etkinin net karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Anne-bebek perakendeciliğinde ise mağaza ağındaki genişleme ve tüketici talebinin güçlü seyrini korumasıyla birlikte ebebek'in 3Ç26'da öne çıkan şirketler arasında yer alacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, bu sektörlerde reel satış büyümesi, maliyet yönetimi ve marjların seyri yakından takip edilmeli. Otomotiv ve dayanıklı tüketim sektörlerinde ise iç talepteki yavaşlama, yüksek finansman giderleri ve fiyat rekabeti nedeniyle karlılık üzerindeki baskının devam etmesini bekliyoruz. Satış hacimleri, ürün karması ve fiyatlama gücü şirketler arasındaki ayrışmada belirleyici olacaktır. Havacılık sektöründe mevsimsel etkilerle birlikte ikinci çeyreğe kıyasla operasyonel toparlanmanın öne çıkmasını, yıllık bazda ise birim gelirlerdeki artışın desteğiyle ciro büyümesinin sürmesini bekliyoruz. Jet yakıtı maliyetlerindeki yükseliş karlılık üzerinde baskı oluşturabilecek unsurlar arasında yer alırken, Türk Hava Yolları'nın Orta Doğu kaynaklı gelişmelere karşı kapasitesini Asya ve Afrika hatlarına yönlendirebilme esnekliğinin yanı sıra kargo gelirlerindeki güçlü artışın ve yolcu birim gelirlerindeki iyileşmenin şirketin performansını destekleyeceğini düşünüyoruz. Bu unsurların katkısıyla Türk Hava Yolları'nın sektör ortalamasının üzerinde bir operasyonel performans sergileyebileceğini öngörüyoruz. Sağlık sektöründe yatan ve ayakta hasta trafiğindeki artışın yanı sıra özel sağlık sigortası (ÖSS) ve tamamlayıcı sağlık sigortası (TSS) kapsamındaki hasta sayısındaki yükselişin büyüme desteklemesini bekliyoruz. Hasta karması, fiyat güncellemeleri ve kapasite kullanımındaki iyileşmenin katkısıyla reel büyümenin korunabileceğini değerlendirirken, bu çerçevede MLP Sağlık'ı olumlu değerlendiriyoruz. Teknoloji ve bilişim sektöründe ise sıkı finansal koşulların ve ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın talep, yeni müşteri kazanımları ve proje başlangıçları üzerinde baskı oluşturduğunu düşünüyoruz. Özellikle yeni satışların devreye girme hızı, sözleşme yenilemeleri ve operasyonel giderlerin seyri şirketlerin üçüncü çeyrek performanslarında belirleyici olacaktır. Bu nedenle sektörde büyümenin niteliği, marjların korunması ve nakit akışı yaratma kapasitesinin ön plana çıkmasını bekliyoruz.



3Ç26 Kar Tahminleri

milyon TL			3Ç26T			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	
PGSUS*	EUR	9 Kasım	68,774	20,286	8,961	31%	11%	-17%	50%	385%	a.d.	3Ç26'da %6,5'lik ASK büyümesine paralel olarak birim gelirlerin (RASK) yıllık %6,6 artışla 5,3€ seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, toplam net satış gelirlerinin yıllık %13 artışla 1.251 milyon€ seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Çeyreğin başında enerji maliyetlerinde yaşanan gerilemenin operasyonel karlılığı desteklemesini beklemekte birlikte, takip eden dönemde maliyetlerin yeniden savaş öncesi seviyelere yükselmesinin marjlar üzerinde baskı oluşturduğunu değerlendiriyoruz. Bu çerçevede, 3Ç26'da FAVÖK'ün yıllık %7 düşüşle 369 milyon€ seviyesinde, FAVÖK marjının ise %29,5 olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz. Net karın da yıllık %28 azalışla 163 milyon€ seviyesine gerilemesini bekliyoruz.
THYAO*	USD	4.Kas (Piyasa açılışı öncesi)	394,183	77,217	61,373	39%	23%	9%	21%	241%	586%	Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmelere rağmen kapasitenin Asya ve Afrika hatlarına kaydırılabilesine yönelik operasyonel esnekliğin birim gelirleri desteklemeyi sürdürdüğünü değerlendiriyoruz. Mevsimsel etkiler, kapasitenin etkin kullanımı ve talepteki canlılığın katkısıyla birim yolcu gelirinin (R/Y) yıllık %9,4 artışla 10,12\$ seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Kargo gelirlerinde öngördüğümüz %55'lik güçlü artışın da büyümeyi desteklemesiyle toplam gelirlerin yıllık %18,7 artışla 8.251 milyon\$ seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Personel giderleri ve jet yakıtı fiyatlarındaki sert yükselişin karlılık üzerindeki baskısını sürdürmesini beklemekte birlikte, birim gelirlerdeki artış ve kargo operasyonlarından sağlanacak güçlü katkının maliyet baskısını kısmen dengeleyeceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, şirketin hesaplamalarına göre FAVÖK'ün 3Ç26'da yıllık bazda yatay seyrederek 1.866 milyon\$ seviyesinde, FAVÖK marjının ise %22,6 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Net karın da yıllık %19 düşüşle 1.116 milyon\$ seviyesine gerileceğini tahmin ediyoruz.
EREGL	USD	22 Ekim	70,648	8,207	1,711	3%	34%	102%	3%	18%	-81%	Şirketin ton başı FAVÖK'ünün bu çeyrekte 81 dolar seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Bu noktada kömür fiyatlarının destekleyici olmasını beklerken, bir önceki çeyrekte gözlenen tek dönemlik net kar etkisinin bu dönemde olmamasını ve net karda bir önceki çeyreğe kıyasla düşüş gerçekleşmesini tahmin ediyoruz.
HTTBT	USD	2-6 Kasım	602	251	122	30%	20%	8%	14%	12%	7%	Partner kazanımındaki yavaşlama ve Orta Doğu'da devam eden jeopolitik gerilimlerin, şirketin önceki yıllarda kaydettiği güçlü ABD doları bazlı ciro büyümesini sınırladığını değerlendiriyoruz. Buna karşın, TL bazında çift haneli büyüme eğiliminin korunduğunu düşünüyoruz. Bu doğrultuda, HTTBT'nin 3Ç26'da 12,6 milyon ABD doları net satış geliri ve 5,25 milyon ABD doları FAVÖK açıklamasını bekliyoruz. FAVÖK marjının %41,7 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
EBEBK	TL	22 Ekim	10,595	1,553	314	19%	22%	115%	7%	10%	-2%	Şirketin üçüncü çeyrekte mağaza ağındaki genişleme ve güçlü satış hacminin desteğiyle büyümesini sürdürmesini bekliyoruz. Eylül sonu itibarıyla Türkiye'deki mağaza sayısı 321'e ulaşırken, çeyrek boyunca satılan ürün adedi yıllık yaklaşık %22 artışla 33,5 milyonun üzerine çıktı. Aynı dönemde mağaza ziyaretçi sayısındaki %12'lik artış fiziksel kanaldaki talebi desteklerken, internet sitesi ziyaretlerinde daha sınırlı bir büyüme görüldü. Satış adetlerindeki güçlü seyrin ve genişleyen mağaza ağına dikkate alarak 3Ç26'da hasılatın yıllık bazda reel %19 artış göstermesini, FAVÖK marjının ise %14,7 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, önceki çeyrekte yaşanan marj daralmasının ardından artan faaliyet giderleri, ürün karması ve maliyet yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini yakından izleyeceğiz.
CIMSA	TL	26 Ekim	14,978	3,093	1,683	3%	0%	2%	9%	12%	20%	3. çeyrekte yurt içi satış tonajında daralma beklenirken, yurt dışı satışlarının destekleyici görünümünün sürdürmesini bekliyoruz. Toplam tonajda yatay pozitif bir seyrin öngörürken, FAVÖK marjı tahminimiz %20,6 seviyesinde bulunuyor. Net kar tarafında vergi etkisiyle pozitif bir görünüm bekliyoruz.
ASELS	TL	27 Ekim	55,943	14,545	8,283	30%	37%	34%	2%	-2%	-8%	3Ç26'daki güçlü sipariş birikimi ve devam eden projelerdeki teslimatların desteğiyle finansal sonuçlarında reel büyüme kaydetmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 3Ç26'da hasılatın yıllık bazda reel %30 artışla 54,7 milyar TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Söz konusu büyüme beklentimiz, şirket yönetiminin 2026 yıl geneli için paylaştığı yaklaşık %10'luk reel büyüme hedefinin üzerinde bir performansa işaret ederken, FAVÖK'ün yaklaşık 14,8 milyar TL, FAVÖK marjının ise %27 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Ayrıca yılın ilk yarısında alınan toplam 8 milyar dolarlık yeni sözleşmelerin kaydedeğer kısmının üçüncü çeyrekte bakiye siparişlere yansımının, şirketin önümüzdeki dönemlere ilişkin gelir görünürlüğünü güçlendireceğini düşünüyoruz.

*TMS-29 hariç finansal sonuçları temsil etmektedir.

**THY şirket hesaplamalarına göre FAVÖK'ün 89.160 milyon TL (1.866 milyon dolar) olmasını tahmin ediyoruz.

*** Havacılık sektörü raporuna katılma endeksinde yapılan değişiklik öncesinde hazırlanmıştır.



3Ç26 Kar Tahminleri

milyon TL			3Ç26T			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	2-6 Kasım	17,880	5,328	1,500	6%	3%	-29%	1%	5%	4%	3Ç26'da hem yatan hem de ayakta hasta trafiğinde yıllık yaklaşık %5 artış bekliyoruz. Hasta hacmindeki büyümeye ek olarak, özel sağlık sigortası (ÖSS) ve tamamlayıcı sağlık sigortası (TSS) kapsamındaki hasta sayısındaki artışın katkısıyla net satış gelirlerinin yıllık %5,5 yükselişle 17.880 milyon TL seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Doktorların bordrolu çalışma sistemine dahil edilmesinin marjlar üzerinde yaratabileceği baskıya karşın, güçlü operasyonel performans ve etkin maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK marjının %30 seviyesine yakın gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, FAVÖK'ün 5.328 milyon TL, net karın ise 1.500 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
LKMNH	TL	2-6 Kasım	1,395	320	20	5%	2%	-48%	3%	17%	-48%	3Ç26'da hasta trafiğindeki artışın katkısıyla reel ciro büyümesinin yıllık yaklaşık %5 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Operasyonel büyümenin desteğiyle FAVÖK'ün yıllık %3 artışla 320 milyon TL seviyesine ulaşacağını, FAVÖK marjının ise %22,9 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
LOGO	TL	2-6 Kasım	1,770	735	305	-1%	4%	-2%	-4%	-4%	-22%	Temmuz-Ağustos dönemindeki güçlü görünüme karşın, Eylül ayında belirginleşen makroekonomik zorlukların talep koşulları ve müşteri kazanımları üzerinde baskı oluşturduğunu değerlendiriyoruz. Bu doğrultuda, Logo Yazılım'ın 3Ç26'da net satış gelirlerinin yıllık %1 düşüşle 1.770 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Cirodaki zayıf görünüme rağmen, etkin maliyet yönetiminin operasyonel karlılığı desteklemesi ve FAVÖK'ün yıllık %4 artışla 735 milyon TL'ye, FAVÖK marjının ise %41,5 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Net karın ise yıllık %2 düşüşle 305 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Öte yandan, faturalanan gelirlerde orta tek haneli daralma bekliyoruz.
KOTON	TL	2-6 Kasım	9,392	1,495	-570	-9%	-30%	a.d	-2%	-15%	a.d	3Ç26'da, yurt içi hazır giyim talebindeki zayıf seyrin ve tüketicilerin harcamalarında daha seçici davranmasının Koton'un satış performansını sınırlandırmasını bekliyoruz. Okula dönüş döneminin satışlara sınırlı katkı sağlaması, indirim ve kampanya dönemlerinin daha erken tarihlere çekilmesi ve yurt dışı operasyonlarındaki yüksek baz etkisiyle konsolide cironun reel bazda yüksek tek haneli daralma kaydedeceğini öngörüyoruz. Karlılık tarafında ise artan kampanya yoğunluğu ve indirim oranlarının yanı sıra özellikle polyester fiyatlarındaki yükselişin ve buna eşlik eden lojistik maliyet artışlarının operasyonel marjlar üzerinde baskı oluşturacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, şirketin 3Ç26'da %15,9 FAVÖK marjı açıklamasını bekliyoruz.
TUPRS	TL	6 Kasım	419,550	83,070	60,103	47%	223%	281%	3%	45%	24%	Dizel marjların zirvede olması bilançoı destekliyor. Artan sigorta ve ulaştırma maliyetlerine rağmen FAVÖK marjında artış bekliyoruz.
GRSEL	TL	9 Kasım	3,336	1,051	821	3%	3%	-3%	-1%	-7%	-5%	Gürsel'in 3Ç26 döneminde, yeni eğitim öğretim döneminin katkısının çeyrek özelinde sınırlı kalmasına karşın reel ciro büyümesini sürdürmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, şirketin cirosunun yıllık bazda reel %3,5 artış kaydetmesini, FAVÖK marjının ise %31,5 seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz.
BIMAS	TL	9 Kasım	247,989	17,359	8,503	6%	1%	24%	6%	21%	0%	Vergi etkisiyle net kar da artış bekliyoruz. FAVÖK marjında ıvmenin sürmesini ve satışlarda reel büyümeye doğru devam eden süreç öngörüyoruz.
ALBRK*	TL	Kasım			1,043			49%			-52%	Bir önceki çeyrekte gerçekleşen tek dönemlik net kar artışının bu çeyrek gerçekleşmesini beklemiyoruz. Net kar payı marjı hafif daralırken trading gelirleri net kar görünümüne önemli katkı sağlıyor.

*TMS-29 hariç finansal sonuçları temsil etmektedir.

**THY şirket hesaplarına göre FAVÖK'ün 89.160 milyon TL (1.866 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
Yönetmen

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
Yönetmen

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.

