



1Ç26 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	BİLİŞİM SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
HTTBT	NÖTR	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar \$ bazlı %19 artış gösterdiğini izlerken TL bazlı büyümenin %43 olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Segment bazlı baktığımızda ise dolar bazlı SaaS %29,3, Yazılım Geliştirme ve Bakım gelirleri %6,6 artış gösterirken, IaaS ve Projeler ise %19,7 daralma göstermiştir. SaaS gelirlerinin toplam satışlar içerisindeki payının geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 5pt artış ile %70 seviyesine çıktığını izlemekteyiz. Büyümenin devamının sebeplerine baktığımızda hacim artışı ve mevcut partnerler olarak değerlendirmekteyiz. Açıklanan finansal sonuçları NÖTR değerlendirmekteyiz. Jeopolitik etkilere kaynaklanan sektörel gelişmelere duyarlılığın etkisiyle geçen çeyreği geçiş bilançosu olarak değerlendirsek de haber akışlarını sektör ile olan korelasyonun yüksekliğinin de etkisiyle yakından takip etmekteyiz. 63,40 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	30,47	3,92	16,29
İNDES	OLUMLU	Açıklanan finansal sonuçları OLUMLU değerlendirmekteyiz. İNDES özelinde sektördeki lider konumu ve sürdürülebilir karlılık yapısı ile defansif yapının korunduğunu izlerken çeyrek özelinde güçlü sonuçlarda telefon ve tablet segmentinde artan satış hacimlerinin etkili olduğunu görmekteyiz. 2026 beklentilerine baktığımızda 3mlr \$, 2030'da ise 5mlr \$ satış hedeflerini görmekteyiz. Geçtiğimiz çeyrekte de belirttiğimiz gibi 2026 yılı için büyümenin altında Vodafone'nun etkisi ve Apple'a yönelik agresif Pazar payı beklentisinin oluştuğunu görmekteyiz. Gelecek projeksiyonunda ise büyüme alanlarını oluşturan faktörlerin 10'a yakın segmentte ve tüm markaların neredeyse içinde bulunduğu ürün portföyü, katma değeri yüksek ürün payının artırılması için oluşan projeksiyon, yeni iş segmentleri, lojistik yatırımlarındaki kira getirileri faktörlerinden oluştuğunu söyleyebiliriz. Geçtiğimiz çeyreklere Avrupa, MEA ve Balkanlar'da en büyük 5 teknoloji distribütörü olma hedefinin en büyük 3 teknoloji distribütörü olma yönlü revizyonunu ise hedef açısından OLUMLU değerlendirirken lokal oyunculara azalma, güçlü konumlanma, defansif yapısı ve etkin operasyonel yönetim ışığında gerçekleşeceğini düşünmekteyiz. Özetle stratejik iş birlikleri, güçlü konumlanma ve gelecekte oluşacak GYO değerlemelerinin de etkisiyle birlikte 20,58 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	11,72	1,10	2,41
LOGO	SINIRLI OLUMLU	1Ç26'da satış gelirleri 1Ç25'e göre %11, brüt kâr ise yıllık bazda %11,25 artış gösterdi. Buna karşılık FAVÖK, faaliyet giderlerindeki artışın etkisiyle sınırlı da olsa %1 geriledi. Net kâr tarafında ise 1Ç25'teki yatırımlarından kaynaklanan yüksek baz etkisi nedeniyle %86'lık belirgin bir düşüş kaydedildi. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMLU buluyoruz. Hasılat ve FAVÖK'ün beklentilere paralel gelmesi operasyonel tarafta istikrarlı büyümenin sürdürülmesine işaret ederken, net kârdaki beklenti üzeri performans öne çıkıyor. Buna karşın FAVÖK'te faaliyet giderleri kaynaklı sınırlı gerileme ve net kârdaki yüksek baz etkisine bağlı sert düşüş, karlılık görünümünü bir miktar baskılıyor. Operasyonel tarafta SaaS ve abonelik gelirleri, e-Servis ve İşbaşı segmentlerindeki güçlü MRR büyümesiyle desteklenmeye devam ederken, PaaS ve yazılım zekâ odaklı dönüşüm şirketin orta-uzun vadeli büyüme hikayesini güçlendiriyor. 2026 beklentilerinin korunması görünümün genel olarak stabil olduğunu teyit ederken, Logo Yazılım için 252 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	22,07	3,64	6,80

KOD	GÖRÜŞ	ELEK. GAZ. BUH. SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AKSEN	NÖTR	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %21 daralma izlerken bölgesel bazlı satışlara baktığımızda Türkiye %44,9 daralma gösterirken, Afrika %126,6, Asya %1,2 artış göstermiştir. Açıklanan finansal sonuçları NÖTR değerlendirmekteyiz. AKSEN özelinde yurt dışı operasyonlarındaki çeşitlendirilmiş portföyü, döviz bazlı anlaşmalarının olması ve Türkiye operasyonlarında yenilenebilir enerji yatırımı hikayesiyle beraber güçlü ve sürdürülebilir karlılık yapısının devam edeceğini düşünürken, şirketi hikâye olarak agresif, yapı olarak defansif nitelendirmeye devam etmekteyiz. 2023 yılından bu yana 900 m \$ yatırım yapan şirket için yatırımların geri dönüşünü 2026 yılında göreceğimizi düşünmekteyiz. Mevcut kurulu gücü 3 GW seviyesinde olan şirket, 2028 yılına kadar kapasitesini 5 GW'a çıkarmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda devreye alınan 10 proje toplamda 975 MW ek kapasite yaratırken, söz konusu kurulu gücün 724 MW'lık bölümü dolar bazlı sabit getiri sunan yurt dışı operasyonlarından oluşmaktadır. Özetle iç tarafta yenilenebilir enerji etkisiyle oluşan daralmanın yılın ikinci yarısı itibarıyla toparlanmasını ve PTF fiyatlarının normalleşmesini beklerken önümüzdeki süreçte yenilenebilir enerji yatırımlarının da etkisiyle karlılıkta ek katkı oluşmasını, yurt dışı operasyonlarında ise devam eden hikaye ve döviz bazlı gelir yapısı ile sürdürülebilir ve güçlü marj yapısının devam etmesini beklemekteyiz. 99,25 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyesini sürdürmekteyiz.	28,24	1,63	13,24
AYDEM	NÖTR	Aydem, 1Ç26'da 1Ç25'e göre %79,82 artış ile 850.517 MWh elektrik üretimi gerçekleştirdi. HES'lerden üretim miktarı 647.197 MWh olurken, RES'lerden üretim miktarı ise 203.320 MWh oldu. HES'lerin toplam üretimdeki payı %76,10 seviyelerinde gerçekleşti. AKSEN tarafındaki artışın tam olarak karlılığa yansımamasının temel sebebi 1,322 milyar TL seviyesindeki kâr marjı düşük olan ilişkili taraf ile yapılan elektrik ticareti oldu. İlgili elektrik ticaretinden sadece 27,96 milyon TL Brüt Kâr elde edildi. Genel olarak bakıldığında sonuçları NÖTR buluyoruz. Güçlü operasyonel performans ve özellikle hidroelektrik santraller kaynaklı yüksek üretim artışı finansalları desteklerken, zayıf seyreden PTF tarafı karlılık üzerindeki baskının sürmesine neden oluyor. Yine de kâr marjlarındaki gelişimin sürüyor olmasını değerli buluyoruz. Önümüzdeki dönemde DQÇS'lerin devreye girmesiyle birlikte PTF tarafında yukarı yönlü bir normalleşmenin finansallar üzerindeki baskıyı hafifletebileceğini düşünüyoruz.	0,00	0,46	8,39
BIOEN	OLUSMUZ	Biotrend, 1Ç26'da 1Ç25'e kıyasla %11,52, 4Ç25'e göre ise %8,46 azalış ile 123.559 MWh elektrik üretimi gerçekleştirdi. Balıkesir santralindeki görece güçlü seyre rağmen Çine, İnegöl-1 ve İnegöl-2 santrallerindeki zayıf seyir sebebiyle şirketin operasyonel üretiminde düşüş yaşandı. Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUSMUZ buluyoruz. YEKDEM'in hasılat tarafında fiyat baskısını sınırlayıcı olumlu etkisine rağmen, üretim hacmindeki daralma ve santral bazlı zayıf performans şirketin operasyonel görünümünü baskılamaya devam ediyor. Özellikle Çine, İnegöl-1 ve İnegöl-2 santrallerindeki zayıf seyir toplam üretimdeki düşüşün ana belirleyicisi olurken, Nisan ayı verilerinde de gerilemenin devam etmesi operasyonel toparlanmanın henüz gerçekleşmediğini gösteriyor. Bu çerçevede, güçlü YEKDEM yapısı gelir tarafını kısmen desteklese de üretim tarafındaki zayıflık nedeniyle genel görünümde daralma eğilimi öne çıkıyor.	0,00	3,01	61,12
CANTE	SINIRLI OLUSMUZ	Şirket, 1Ç26'da geçen yılın aynı dönemine göre %81 artışla 539 GWh brüt elektrik üretimi, 476 GWh net elektrik üretimi gerçekleştirdi. Bu artıştaki temel sebep, 2026 yılının ilk çeyreğinde yapılması planlanan rutin bakım çalışmasının ticari avantajlar sebebiyle öne çekilerek Kasım ayında yapılmasıydı. EÜAŞ'ın yerli kömür santrallerine yönelik teşvik mekanizması kapsamında CANTE'in üreteceği elektriğin 2026 yılında yıllık 1.731.852 MWh'lik kısmı, saatlik Piyasa Takas Fiyatı (PTF) 75 USD'nin altında gerçekleştiğinde asgari 75 USD/MWh fiyatından doğrudan EÜAŞ'a satılacak. Önümüzdeki dönemde şirket finansallarının bu sebepten olumlu etkileneceğini bekliyoruz. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUSMUZ buluyoruz. Her ne kadar yıllık planlı bakımın etkisiyle oluşan maliyet baskısının geçici nitelikte olduğu ve operasyonel görünümü kısmen bozduğu görülsede şirketin esas faaliyetlerinden zarar yazmış olması finansalların zayıf seyrini gösteriyor. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde yerli kömür kullanan santrallere sağlanan teşvik mekanizmasının katkısıyla özellikle gelir ve FAVÖK tarafında destekleyici bir yapı oluşmasını, bu sayede finansalların kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz.	0,00	0,55	7,41



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



1Ç26 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	ELEK. GAZ. BUH. SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
CATES	SINIRLI OLUMSUZ	<p>Şirket, 1Ç26'da geçen yılın aynı dönemine göre %22,86 düşüşle 361 GWh elektrik üretimi gerçekleştirdi. Bu gerilemede, santralin yıllık planlı bakımının ilk çeyrekte gerçekleştirilmesi belirleyici oldu. Söz konusu bakım çalışmaları emre amadelik oranını %59 seviyesine çekerken, üretimdeki düşüşün operasyonel bir zayıflıktan ziyade geçici ve öngörülebilir bir etkiden kaynaklandığını belirtmek gerekiyor. EÜAŞ'ın yerli kömür santrallerine yönelik teşvik mekanizması kapsamında CATES'in üreteceği elektriğin 2026 yılında yıllık 1.651.260 MWh'lik kısmı, saatlik Piyasa Takas Fiyatı (PTF) 75 USD'nin altında gerçekleştiğinde asgari 75 USD/MWh fiyatından doğrudan EÜAŞ'a satılacak. Önümüzdeki dönemde şirket finansallarının bu sebepten olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMSUZ buluyoruz. Her ne kadar yıllık planlı bakımın etkisiyle oluşan maliyet baskısının geçici nitelikte olduğu ve operasyonel görünümü kısmen bozduğu görülse de şirketin esas faaliyetlerinden zarar yazmış olması finansalların zayıf seyrini gösteriyor. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde yerli kömür kullanan santrallere sağlanan teşvik mekanizmasının katkısıyla özellikle gelir ve FAVÖK tarafında destekleyici bir yapı oluşmasını, bu sayede finansalların kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz.</p>	4,72	0,48	13,62
ENTRA	NÖTR	<p>IC Enterra, 1Ç26'da 1Ç25'e göre %40,97 artış ile 363.635 MWh elektrik üretimi gerçekleştirdi. HES'lerden üretim miktarı 326.847 MWh olurken, GES'lerden üretim miktarı ise 36.788 MWh oldu. HES'lerin toplam üretimdeki payı %89,88 seviyelerinde gerçekleşti. 1Ç26 özetinde Piyasa Takas Fiyatı 1Ç25'e göre %22,15 düşüşle 52,14 USD/MWh olarak gerçekleşti. Bağışta ve Çilekte hidroelektrik santrallerinin YEKDEM süresinin bitmesiyle birlikte üretilen tüm elektriğin Piyasa Takas Fiyatından satılıyor olması şirketin PTF duyarlılığını artırıyor ve güçlü üretim rakamlarına rağmen baskılanmış finansalların oluşmasını sağlıyor. Yine de sekonder frekans gibi etkenler sebebiyle PTF'in 1Ç25'e kıyasla %24 gerilediği ilk çeyrekte şirketin elektrik satış fiyatı gerilemesi %11 ile sınırlandı. Genel olarak bakıldığında sonuçları NÖTR buluyoruz. Güçlü mevsimsel koşulların desteğiyle özellikle HES tarafında üretim hacminde kaydedilen artış operasyonel görünümü desteklerken, PTF'deki sert gerileme ve YEKDEM süresi sona eren santrallerin spot elektrik fiyatlarına daha duyarlı hale gelmesi finansallar üzerinde baskı oluşturdu. Yüksek marjlı HES üretiminin toplam üretim içerisindeki güçlü payına rağmen FAVÖK marjındaki gerileme düşük elektrik fiyatlarının kârlılık üzerindeki OLUMSUZ etkisini ortaya koyarken, sekonder frekans gelirlerinin katkısıyla şirketin ortalama satış fiyatındaki düşüşün PTF'ye kıyasla daha sınırlı kalmasını operasyonel dayanıklılık açısından olumlu değerlendiriyoruz. 18,70 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.</p>	0,00	0,53	10,58
GWIND	SINIRLI OLUMSUZ	<p>Şirket'in kurulu güç portföyüne göre RES'lerin belirleyici olmaya devam ettiği görülüyor. 1Ç26 özetinde bakıldığında RES'lerdeki toplam elektrik üretimi 1Ç25'e göre %39,06 artışla 267.112 MWh olarak gerçekleşti. Şah RES, bu yıl da ilk çeyrekte elektrik üretimine liderlik etti. GES'lerden ise 1Ç25'e paralel şekilde 9 GWh enerji üretildi. Genel olarak bakıldığında sonuçları NÖTR buluyoruz. Şirketin operasyonel performans ve üretim tarafındaki güçlü seyir dikkat çekici olsa da zayıf PTF kaynaklı baskı finansallarda sınırlı bir daralmaya neden oluyor. Buna karşın, mevcut düşük PTF seviyelerine rağmen finansalların görece dirençli kalması operasyonel kalitenin sürdürüldüğünü kanıtıyor. Önümüzdeki dönemde DGÇS'lerin devreye girmesiyle birlikte PTF tarafında yukarı yönlü bir normalleşmenin finansallar üzerindeki baskıyı hafifletebileceğini düşünüyoruz. 53,90 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi koruyoruz.</p>	18,58	0,99	8,77
TATEN	OLUMLU	<p>Şirket'in kurulu güç portföyüne göre RES'lerin belirleyici olmaya devam ettiği görülüyor. Mevcut 362,58 MW'lık kurulu gücün %71'i RES'lerden, %23'ü GES'lerden ve %6'sı Umutlu HES'ten oluşmaktadır. 1Ç26 döneminde santrallerin toplam elektrik üretimi, 1Ç25'e kıyasla %30,62 artış göstererek 241.443 MWh seviyesine ulaşmıştır. Tatlıpınar RES 143.936 MWh elektrik üretimiyle %59,61'lik paya sahip olmuştur. Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUMLU buluyoruz. Güçlü üretim artışı, YEKDEM mekanizmasının sağladığı koruma ve operasyonel kârlılıktaki belirgin iyileşme şirket finansallarını desteklemeye devam etti. Özellikle RES tarafındaki yüksek üretim performansı ve zayıf PTF ortamına rağmen şirketin sabit USD bazlı satış fiyatı ile gelirlerini koruyabilmesini önemli buluyoruz. Bununla birlikte FAVÖK büyümesinin borçluluk rasyolarındaki baskıyı sınırlaması da finansallar açısından destekleyici bir diğer unsur. Net borç tarafındaki sınırlı artışın devam etmesini yakından takip etmekle birlikte, mevcut operasyonel görünüm ve yenilenebilir enerji tarafındaki güçlü büyüme dinamikleri nedeniyle şirket sonuçlarının genel hatlarıyla olumlu buluyoruz.</p>	99,90	3,95	17,93

KOD	GÖRÜŞ	GIDA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AEFES	NÖTR	<p>1Ç26'da satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %7,6 artış gösterirken Bira Grubu %8,4 daralma, CCI Grubu ise %10,7 artış gösterdiğini görmekteyiz. Satış hacmine baktığımızda ise konsolide satış hacminin %5,3 artış gösterdiğini izlerken Bira Grubu %9,6 daralma, CCI ise %6,9 artış göstermiştir. Sonuç olarak baktığımızda 1Ç26'da beklentilere paralel açıklanan sonuçları NÖTR değerlendirmekteyiz. Geçtiğimiz yılda da olduğu gibi 2026 yılının ilk çeyreğinde de Bira Grubundaki satış seyrin CCI ile kompanse edildiğini izlerken yılın geri kalanında ve orta uzun vadeli senaryoda Bira Grubu operasyonları için Özbekistan'daki stratejik ana bira markalarının yerel üretimine yönelik anlaşma ve Tarih Üzüm'ün %60'ünün devranılmasına yönelik anlaşmayla beraber satış seyrinin tersine dönceğini fakat kısa vadeli baktığımızda talep ve alım gücündeki düşüş gibi etkilere dolayı zayıf seyrin sürmesini beklemekteyiz. 2025 yılı AEFES için verimlilik ve sürdürülebilirlik odaklı ilerlerken 2026 yılında da aynı temanın sürmesini beklemekteyiz.</p>	14,07	1,03	4,35
CCOLA	OLUMLU	<p>1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlarda %11 artış izlerken, Yurt içi satışlar %8,7, Yurt dışı satışların ise %12 artış gösterdiğini görmekteyiz. Satış hacmine baktığımızda ise konsolide satış hacminin %6,9 artış ile 414m ünite kasa, Yurt içi operasyonlarda %1,4, Yurt dışı operasyonlarda ise %9,6 satış hacmi artışını OLUMLU değerlendirmekteyiz. 1Ç26 sonuçlarını OLUMLU değerlendirmekteyiz. Geçtiğimiz yıl zorlu koşullara rağmen oluşan güçlü operasyonel faaliyet sonucu dayanıklılığını korurken 2026 yılına baktığımızda hacim artışı, güçlü fiyatlandırma başarısı, iç pazarda marj toparlanmasının de etkisiyle beraber yılın geri kalanında da başarılı operasyonel sonuçların devamını beklemekteyiz.</p>	13,24	2,80	7,16
ULKER	SINIRLI OLUMLU	<p>1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar %4 daralma gösterdiğini izlerken bölgesel satışlara baktığımızda Yurt içi satışlar %5,8 daralma, Yurt dışı satışlar %1,5 artış görmekteyiz. Satış hacmine baktığımızda ise konsolide olarak 182bin ton ile geçtiğimiz yılı paralel sonuçlar açıkladığını izlemekteyiz. Açıklanan beklenti üzeri finansal sonuçları SINIRLI OLUMLU değerlendirmekteyiz. Şirket 2025 yılının verimlilik odaklı geçirirken 2026 yılının da aynı tema ile devam etmesini beklemekteyiz. Gider optimizasyonu ve proaktif yönetimi OLUMLU değerlendirecek de hacimsel yatay seyir, sektörel daralmayı ve paralelinde marj daralmasını OLUMSUZ yorumlamaktayız. Finansman giderlerindeki etkinin kârlılık üzerindeki OLUMSUZ etkilerin devam ettiğini izlemek de yapının sürdürülebilir olduğunu düşünmekteyiz.</p>	14,07	0,95	5,35
KRVGD	OLUMLU	<p>1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar %11 daralma gösterdiğini izlerken Türkiye %5,2, Polonya %37,5 daralma gösterirken Mısır %120 artış gösterdiğini görmekteyiz. Konsolide düzünde Polonya'da gerçekleştirilen ürün delistilerinin etkili olduğunu görmekteyiz. Konsolide bazı satış kırılımlına baktığımızda ise Jelly %3, Licorice %19,5 artış gösterirken Marshmallow, Draje, Çikolata Kaplamaları Şeker ve diğer ürün gruplarında daralma izlemekteyiz. Daralmayı karsız ürün gruplarından çıkış ve ürün miksindeki değişimden kaynaklandığını görmekteyiz. Açıklanan finansal sonuçları OLUMLU değerlendirmekteyiz. Satış hacimlerinde Polonya başta olmak üzere ürün miksini değiştirmesi ve talep yönlü daralmaların da etkisiyle azalma izlerken yılın geri kalanında da jeopolitik etkilerin ve bölgesel koşulların getireceği yansımaları takip edeceğiz. Özellikle savaş etkisiyle maliyet artışı izlese de proaktif yönetimin hakim olması OLUMLU değerlendirmekteyiz. Buna ek olarak şeker maliyetlerinin ithal şeker yasağının devam ettiğini ve buna paralel iç piyasa fiyatlarında oluşan yükselişin gecikmeli geldiğini ve fiyat artışı etkisinin ikinci çeyrekte daha net görmeyi beklemekteyiz.</p>	22,16	0,95	7,90



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



1Ç26 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	HOLDİNG SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
TAVHL	NÖTR	1Ç26'da satışlara baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla € bazlı %5 daralma izlemekteyiz. Segment bazlı performans baktığımızda ise satışların çoğunluğunu oluşturan Havaçılık Hizmetlerinde %10 daralma görürken Yer Hizmetleri %2, Yiyecek İçecek segmentinde ise %17 artış görmekteyiz. Havalimanı bazlı gelirlerde ise kümüle %3 daralma izlerken sırasıyla Almata'nın %11 daralma göstermesinin kümüle performansta etkili olduğunu görmekteyiz. Özetlemek gerekirse Ankara ve Antalya operasyonlarının OLUMLU katkılarını görsük de jeopolitik gelişmelerin trafik üzerindeki OLUMSUZ etkileri, Almata'da jet yakıtı arz politikasındaki değişimler sonucu yakıt satış hacminde ve marjlarda düşüş, USD'nin EURO karşısındaki zayıf seyrinin devamının OLUMSUZ etkisini görmekteyiz. Sonuç olarak beklentilerin hafif üzerinde açıklanan finansalları NÖTR olarak değerlendirmekteyiz. Yatırımlara paralel Türkiye'deki operasyonlarda büyümenin sürdürdüğünü izlerken Almata'nın bölgesel bir aktarma ve lojistik merkezi olma hedefini doğrultusunda jet yakıtı arz politikasındaki son değişiklikler sebebiyle geçiş yılı olmasının etkisiyle 2026 yılının genelini geçiş yılı olarak değerlendirirken büyümenin ve hikayenin süreceğini düşünmekteyiz. Büyüme ve hikaye sürece de jeopolitik tansiyon sonucu oluşan talep daralmasının olası OLUMSUZ etkileri için de haber akışlarının önemini bir kez daha vurgulamak isteriz.	61,32	1,24	7,12
SISE	NÖTR	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar %3 daralma göstermiştir. Segment bazlı baktığımızda ise sırasıyla Mimari Cam %4,5, Endüstriyel Cam %2,6, Cam Ambalaj %7 artış gösterirken Cam Ev Eysası %14,4, Kimyasal %13,1, Enerji %10,9 daralma gösterdiğini görmekteyiz. Bölgesel kırılımlara baktığımızda ise geçtiğimiz yıla kıyasla Rusya, Ukrayna ve Gürcistan bölgesinde %6 büyüme izlerken, Avrupa ve Türkiye'de ortalama %2, Amerika bölgesinde ise %23,5 daralma görmekteyiz. Açıklanan finansal sonuçları NÖTR değerlendirmekteyiz. 2025 yılının ikinci yarısı itibarıyla gördüğümüz kademeli iyileşme sürecinin karlılık anlamında devam ettiğini izlese de üretim ve satış hacmine baktığımız zaman küresel ve iç taraftaki jeopolitik tansiyon ve sektörel bazlı etkilerin getirmiş olduğu talep yönlü sorunların devamını izlemekteyiz. Zorlu koşullara rağmen gider optimizasyonu ve yapılan yatırımlarla marj gelişiminin ve toparlanmanın devamını izlerken katma değerli ürün gamının genişlemesinin de etkisiyle toparlanmanın süreceğini beklemekteyiz. Bunlara ek olarak ise jeopolitik gelişmelerin devamı halinde küresel talep yönlü yavaşlamanın olası etkilerinin şirket üzerindeki yansımalarının da çoğu sektörde olduğu gibi OLUMSUZ olmasını beklemekteyiz.	15,29	0,60	14,39
KOD	GÖRÜŞ	KAÇIT ve BASIM SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
LILAK	SINIRLI OLUMSUZ	Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMSUZ değerlendiriyoruz. Güçlü 1Ç25 baz etkisi nedeniyle hasılatla ve toplam satış tonajında yıllık bazda daralma görülürken, çeyreksel bazda sınırlı toparlanma görüldü. Buna rağmen, ihracat payının %75 seviyesine yeniden yükselmesini ve konverting segmentinin güçlü büyümesini sürdürmesini olumlu buluyoruz. Ancak bobin tarafındaki zayıflamanın devam etmesi ve toplam hacimlerdeki yıllık daralma, güçlü operasyonel hikâyeyi sınırlandırıyor. Ek olarak, küresel talep görünümü, jeopolitik riskler ve emtia fiyatlarındaki oynaklık kısa vadede sektör özelinde belirsizlikleri artırmaya devam ediyor.	12,99	1,21	6,32
KOD	GÖRÜŞ	KİMYA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AKSA	OLUMLU	Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUMLU buluyoruz. Zorlu küresel koşullar, yüksek faiz ortamı ve jeopolitik risklere rağmen şirketin kapasite kullanımını %90 seviyesinin üzerinde tutabilmesini, ihracat ağırlıklı büyüme yapısını sürdürebilmesini ve Aksa Karbon konsolidasyonunun da katkısıyla gelir tarafında inorganik büyümeyi devam ettirmesini olumlu değerlendiriyoruz. Katma değerli ürünlerin payındaki artış ve FAVÖK tarafında güçlü yıllık artışları desteklerken, marjlarda da iyileşme gözleniyor. Borçluluk tarafında Net Borç/FAVÖK oranındaki gerileme ve likidite göstergelerindeki toparlanma finansal görünüm açısından destekleyici bir gelişme olarak öne çıkıyor. 2026 beklentileri temkinli olmakla birlikte operasyonel disiplinin ve ihracat odaklı büyümenin devamına işaret ediyor.	9,68	1,27	9,70
BRISA	SINIRLI OLUMLU	C26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlarda %12 artış izlerken Yurt içi satışlarda %22 artış, Yurt dışı satışlarda ise %7 daralma görmekteyiz. Satış kırılımlarına baktığımız zaman toplam satış tonajının %16, Yurt içi satış tonajının %27 artış gösterdiğini, Yurt dışı operasyonlarında ise %2 daralmanın gerçekleştiğini görmekteyiz. Yurt içi operasyon detaylarında ise yenileme segmenti %48 artış gösterirken, orijinal ekipman segmentinin %34 daralma gösterdiğini izlemekteyiz. İhracat kanalında ise brüt ihracat yatay seyrini koruyarak 85m \$ olurken ton bazlı satış hacminde Lassa %8 daralma, Bridgestone %16 artış göstermiştir. 1Ç26 sonuçlarını SINIRLI OLUMLU değerlendirilmekteyiz. İç tarafta daralan sektörde artan Pazar payı, satış hacmi etkili olurken hacim artışındaki ana etkinin yenileme kanalından geldiğini görmekteyiz. Yurtdışı operasyonlarında ise sektöre kıyasla OLUMLU ayrışmanın korunduğunu, Lassa markasının 18 ülkede pazarın üzerinde büyüyerek pay kazanmasının etkili olduğunu belirtmek isteriz. Özetle önümüzdeki dönemde ürün miksi değişiminden kaynaklı katma değerli ürün payındaki artış, disiplinli maliyet yönetiminin de etkisiyle toparlanmanın devam etmesini beklemekteyiz. Özellikle BRISA için Arvento'nun da etkisiyle önümüzdeki dönemde saf lastik üreticisinden ziyade mobilite odaklı hizmet sağlayıcı kimliğine geçişin de etkilerinden kademeli görmeyi beklemekteyiz. Her ne kadar toparlanma etkilerini görsük de iç taraftaki jeopolitik etkilerden kaynaklı oluşacak faiz indirim patikasındaki gecikmenin getireceği olası talep yönlü bozulmayı da risk unsuru olarak belirtmek isteriz.	0,00	1,09	5,42
PETKM	OLUMLU	1Ç26'da satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %17 artış gösterirken brüt üretimin yatay seyir ile 601bin ton, satış hacminin ise %31,3 artış ile 583bin ton olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Türkiye'nin petrokimyasal tüketimine baktığımızda ise %14,9 daralma gösterdiğini görmekteyiz. Avrupa'da da petrokimya tesislerinde sektörel sorunlardan dolayı kapanışlar devam ederken PETKM özelinde kapasite optimizasyonunun devam ettiğini ve KKO'nun %66 olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Açıklanan sonuçları OLUMLU değerlendirmekteyiz. Jeopolitik gelişmeler ışığında artan marjların etkisiyle OLUMLU görünüm hakim olurken esas etkinin ikinci çeyrek itibarıyla oluşmasını beklerken sektör bazında olası barış senaryo gerçekleşse de normalleşmenin zaman almasını beklemekteyiz. Fakat jeopolitik gelişmeler bu dönem içerisinde OLUMLU katkı unsuru yaratsa da sektörün genelinde oluşan risk unsurlarının devam ettiğini belirtmek isteriz. Özetle 2026 yılında marjlardaki hareket etkisiyle OLUMLU seyrile beraber yıl boyu beklediğimiz gider optimizasyonu ve borçluluk yapısındaki değişimler üzerindeki etkilerini takip ederken güncel sürecin değişimlere ek katkı unsuru oluşturmasını beklemekteyiz.	0,00	0,99	0,00
TUPRS	NÖTR	1Ç26'da satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %24 artış gösterdiğini görmekteyiz. İlk çeyrekte kapasite kullanım oranı geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla 12pt artış ile %95 seviyesinde gerçekleşirken toplam üretimin %15 artış ile 6.8m ton, toplam satışların ise %15,6 artış ile 7.4m ton olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Satış hacminde İç Pazar %19,5 artış gösterirken Uluslararası satışların yatay seyrettiğini görmekteyiz. Ürün marjlarında artış izlerken Orta Doğu'daki rafineri duruşlarının yol açtığı arz kısıtlamaları, Hümmüz Boğazı'nın kapalı kalması ve akışın kesintiye uğraması Motorin ve Jet Yakıtında tarihsel seviyeler üzerinde marjlar görmemize yol açarken Benzinde düşük sezona rağmen marjların artış gösterdiğini, YKFO'da ise piyasa arzının artması ve zayıflaya talep sonucu daralma görmekteyiz. Nisan ayı verilerine baktığımızda marjların ortalamalarının üzerinde seyrini koruduğunu izlerken barış senaryosunda normalleşme beklesek de sürecin hızlı gerçekleşmeyeceğini ve buna paralel TUPRS için yıl sonu 6-7 \$ olan net rafineri marjının üzerinde sonuçlar görme ihtimalinin arttığını düşünmekteyiz. Açıklanan sonuçları NÖTR olarak değerlendirirken 2026 ikinci çeyrek itibarıyla jeopolitik etkilerden dolayı oluşan marj artışının OLUMLU etkilerini görmeyi beklemekteyiz. Önümüzdeki dönemde de yukarıda da belirttiğimiz gibi olası barış senaryosunda normalleşme beklense de ürün fiyatlarındaki değişimin zamana yayılacağı ve TUPRS ve sektör özelinde OLUMLU katalizör olarak devam etmesini beklemekteyiz.	14,59	1,37	6,27



MENKUL DEĞERLER

Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



1Ç26 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	METAL ANA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
EREGL	SINIRLI OLUMLU	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlarda %11 artış izlerken \$ bazlı baktığımızda ise %7 daralma görmekteyiz. 1Ç26'da toplam üretim hacmi %11.2 artış göstererek 2.35m ton olarak gerçekleşirken, toplam satış hacmi ise %11.6 artış göstererek 2.1m ton olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Ham Çelik Kapasite Kullanım Oranında ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla 17pt artış ile %96 seviyesinde gerçekleştiğini izlemekteyiz. 1Ç26'da güncel koşullar altında Ton Başı FAVÖK rakamının çeyreksel bazda %2.8 artışla \$73 dolar bandına geldiğini, yıllık bazda ise %43.1 yükseliş kaydettiğini görmekteyiz. Sonuç olarak Satış ve FAVÖK'de beklentilere paralel, Net Kar'da ise beklentilerinin üzerinde açıklanan finansalları SINIRLI OLUMLU değerlendirmekteyiz. 1Ç26'da fiyatlardaki sınırlı artışın etkilerini ise 2Ç-3Ç26'da daha net görmeyi beklerken Ton Başı FAVÖK için de önümüzdeki çeyreklerde toparlanmanın sürmesini beklemekteyiz. Önümüzdeki dönem bilançolarda iç taraftaki canlı seyre ek olarak Dahili İşlem Rejimi ve Kota etkisiyle beraber daha OLUMLU bir yapı beklentisi içerisinde olduğumuzu belirtmek isteriz.	604,13	0,96	14,22
KCAER	NÖTR	Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlarda %15 daralma izlerken Yurt içi satışlar %37 artış gösterirken Yurt dışı satışlar ise %32 daralma göstermiştir. Satış hacminin ise Şubat sonu itibarıyla jeopolitik gerilimlerin etkisiyle Türkiye'de toplam sektör ihracat hacmindeki düşüşe paralel %4 daralma gösterdiğini görmekteyiz. 1Ç26 sonuçlarını NÖTR değerlendirmekteyiz. Geçtiğimiz sektörel açıdan gerçekleşen zorlu sürecin ardından özellikle ürün fiyatlarında dip bölgelerinin test edilmesine paralel 2026 yılında marjlarla iyileşme beklesek de artan ticaret bariyerleri, sektörel fiyat ayrışmaları ve jeopolitik etkilere dolaylı olarak lojistik problemlerinin hem sektör için hem de KCAER nezdinde ihracat pazarları için aşağı yönlü risk oluşturma ihtimalini belirtmek isteriz. Fakat bütün gelişmelere rağmen yenilenebilir enerji yatırımlarının etkisiyle oluşacak marj artışı, ek kapasite yatırımları ve ürün miksinde katma değerli ürünlerin payının artarak devam etmesini OLUMLU değerlendiriyoruz.	106,28	1,84	9,44
KRDM	NÖTR	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar %18 daralma göstermiştir. Üretim verilerinde Sıvı Ham Çelik %, Ham Çelik %2,7, Net Mamül %5,4 artış göstermiştir. Satış hacmi olarak baktığımızda ise Ham Çelik %7,3, Haddelenmiş Çelik %15 daralma gösterirken Esas Ürünler toplam %11,6 azalış göstermiştir. Konsolide satış hacmine baktığımızda daralmanın sebeplerini hacim azalışı ve fiyat artışının gecikmeli yansıması olarak değerlendirmekteyiz. 1Ç26'da kar marjları geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla artış, geçtiğimiz çeyreğe kıyasla sınırlı daralma gösterdiğini görmekteyiz. Yılın ilk çeyreğinde geçtiğimiz çeyreğe nazaran ürün fiyatlarında major değişim olmazken Ton Başı FAVÖK rakamının 79 \$ olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Yılın devamında ise ürün fiyatlarındaki artışa paralel olarak Ton Başı FAVÖK'de iyileşmenin devam etmesini beklemekteyiz. Açıklanan finansal sonuçları NÖTR değerlendirmekteyiz. Yılın devamında ürün fiyatlarındaki iyileşmenin de etkisiyle toparlanmanın devam edeceğini beklerken KRDM için orta uzun vadeli senaryoya baktığımızda ürün fiyatlarındaki toparlanmaya ek olarak iç tarafta talep yönlü aktivite ve ray satışlarındaki etkinin artmasını OLUMLU olarak yorumlamaktayız.	171,83	0,52	7,14

KOD	GÖRÜŞ	METAL EŞYA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
FROTO	SINIRLI OLUMSUZ	Şirket, yurt içinde hafif ticari araç segmentinde 1Ç25'e göre %5,15'lik düşüş ile 5.516 adet satış yaparak 3,4 puan Pazar payı kaybıyla ve marka bazlı liderliğini yitirdi. Orta ticari araç segmentinde satışlar %18,11 düşüşle 7.868 adet olurken, 5,4 puan Pazar payı kaybına rağmen liderlik korundu. Kamyon segmentinde ise satışlar %14,90 azalarak 1.440 adet seviyesinde gerçekleşti ve şirket ikinci sıradaki konumunu sürdürdü. Yurt dışı satışlarında ise 140,38 bin adet ile geçen senenin aynı dönemine göre yataş bir seyir görülse de ürün karmasındaki binek araç oranının artması ve ticari araç oranının azalması ile birlikte yurt dışı satışlarından beklenen gelir elde edilemedi. Yurt içinde ise %18,36 daralma ile 20.608 adet satış gerçekleştirildi ve kur artışı ile enflasyon arasındaki artan fark, artan rekabetçi fiyatlama ortamı ve ürün karmasındaki değişimlerin etkisiyle yurt içi satış gelirlerinde %22 düşüş gerçekleşti. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMSUZ buluyoruz. İç pazarda daralan talep ile birlikte özellikle hafif ticari araç tarafında yaşanan pazar payı kaybı ve liderliğin yitirilmesi operasyonel görünüm açısından dikkat çekiyor. Yurt dışı tarafta ise satış adetleri yataş kalmasına rağmen ürün karmasının beklendiği gibi ticari araç lehine şekillenmemesi, binek araç ağırlığının artması nedeniyle gelir yaratımını ve kârlılığı sınırladı. Hem iç pazardaki pay kaybı hem de dış pazardaki olumsuz ürün karması etkisiyle marjlarda görülen zayıflamayı, sonuçlar üzerinde baskı unsuru olarak öne çıkarıyoruz. 187,00 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	10,58	1,99	8,95
TOASO	SINIRLI OLUMLU	2026 yılının ilk çeyreğinde KO modelinin etkisi üretim rakamlarını beslemeye devam etti. 1Ç25'e kıyasla KO üretimi %184,28 artışla 23.760 adet, Egea üretimi ise %29,39 düşüşle 12.920 adet olarak gerçekleşti. Böylece 1Ç26'da toplam üretim 1Ç25'e kıyasla %38,36 artarak 36.680 adet olarak gerçekleşti. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMLU buluyoruz. Stellantis Türkiye satın alımıyla yaratılan sinerjinin hem yurt içi satışlar hem de kârlılık üzerinde belirgin bir katkı sağladığı görülürken, KO modelinin üretim ve ihracat tarafında güçlü büyümeyi desteklediğini düşünüyoruz. Buna rağmen iç pazarda beklenen daralma ve şirketin yurt içi satış beklentilerini aşağı yönlü revize etmesi, 2026 geneline ilişkin temkinli olunması gerektiğine gösteriyor. Net Borç/FAVÖK oranındaki artış da izlenmesi gereken bir diğer unsur olarak öne çıkarken, operasyonel taraftaki güçlü momentumun kısa vadede olumlu görünümü desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.	13,06	2,55	17,18
TTRAK	OLUMSUZ	TTRAK, sektörün Tier-5'e geçiş sürecinde kaybettiği pazar payının önemli bir kısmını geri kazanmış olsa da daralan pazar yapısı nedeniyle hem üretim hem de satış tarafında belirgin bir zayıflama yaşadı. Bu dönemde şirketin traktör üretimi 1Ç25'e göre %37 azalarak 5.035 adet seviyesinde gerçekleşirken, yurt içi satışlar %68 düşüşle 1.671 adede geriledi. Buna karşılık yurt dışı satışlar %14 artışla 2.800 adet seviyesine yükseldi. Böylece 1Ç26 toplam traktör satışı 4.471 adet olarak gerçekleşti. Genel olarak bakıldığında sonuçları OLUMSUZ değerlendiriyoruz. 2026 yılının ilk çeyreğinde traktör pazarındaki yaklaşık %60'lık sert daralma hem üretim hem de satış hacimlerini belirgin şekilde baskıladı, şirketin Pazar payı kazanımına rağmen bu kaybı telafi etmesini engelledi. Bu zayıf talep ortamı doğrudan finansallara da yansımış; özellikle esas faaliyetlerden 862 milyon TL zarar yazılması operasyonel kârlılığın ciddi şekilde bozulduğunu gösterdi. Brüt kâr ve FAVÖK tarafında da oldukça sınırlı bir performans görülürken, daralan pazar yapısı ve zayıf ölçek etkisi kârlılığı aşağı çekmeye devam etti. Üst üste ikinci çeyrekte gelen net zarar da bu tabloyu teyit eder nitelikte.	0,00	2,79	15,43
OTKAR	OLUMSUZ	Kesinleşen siparişlere baktığımızda 2025 sonunda 719m € +1m \$ olarak gerçekleşirken 1Ç26 itibarıyla baktığımızda 671m € +1m \$ olarak gerçekleştiğini ve yeni iş ilişkisi gerçekleşmediğini buna paralel tahsilatların devam ederek backlog'un daralmaya devam ettiğini görmekteyiz. Buna ek olarak bakiye siparişlerinin büyük bir kısmının Romanya'daki zirhli araç projesinden olduğunu hatırlatmak isteriz. Sonuç olarak baktığımızda 1Ç26'da zayıf açıklanan sonuçları OLUMSUZ değerlendirmekteyiz. Romanya'daki tazminat etkisiyle finansallarda bozulma izlerken tahsilat sürecinin devamına paralel backlog çözülmesini izlemekteyiz. Bu dönemde ek iş ilişkisi görmezken Otobüs + Pick-Up segmentindeki üretim artışına rağmen satış hacmi daralmasının tabloyu orta uzun vadeli senaryo için daha da karışık bir yapıya soktuğunu düşünüyoruz. Borçluluk tarafında ise Romanya etkisiyle oluşan borçluluk artışının kârlılık üzerindeki OLUMSUZ etkilerini izlerken açıklanan finansalları piyasa tepkisinin kısa vadeli OLUMSUZ yansımaları beklemekteyiz.	0,00	5,71	100,25



MENKUL DEĞERLER

Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



1Ç26 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	PER. TİCARET SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
BIMAS	OLUMLU	1Ç26'da geçtiğimiz yıla kıyasla ile 767 mağaza açılış izlerken geçtiğimiz çeyreğe kıyasla 103 yeni mağaza açılışıyla görmekteyiz. Geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla toplam mağaza sayısı artışı %6 olarak gerçekleşirken, FILE %19, Bim Fas %15, Bim Mısır'ın ise %6,5 artış gösterdiğini izlerken yurt dışı ve FILE grubundaki büyümenin sürmesini OLUMLU değerlendirmekteyiz. Mağaza satış verilerine ise TMS29 hariç %34,5, mağaza sepet hacminde %35,6 artış görmekteyiz. Mağaza trafiğinde ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %0,8 ile daralmanın sürdüğünü görmekteyiz. Güçlü performansı artan mağaza sayısı, Private Label ürünlerin katkısı, File ve Yurt dışı operasyonlarındaki güçlü büyüme ile açıklamaktayız. Açıklanan finansal sonuçları OLUMLU değerlendirmekteyiz. Mağaza açılışlarındaki büyümenin sürdüğünü izlerken File ve Yurt dışı operasyonlarındaki güçlü ivmenin korunduğunu belirtmek isteriz. Enflasyonist ortamda reel büyüme imesinin sürmesini ve defansif yapının korunmasını beklemekteyiz.	22,63	2,58	11,05
MGROS	OLUMLU	1Ç26'da satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %6 artış gösterdiğini izlerken mağaza sayısına baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 170 artış ile 3812 mağaza sayısına ulaşırlarken 1Ç26'da 51 yeni mağaza açılışının gerçekleştiğini görmekteyiz. Şirket için önemli katalizör olarak düşündüğümüz online segmenti oluşturan Migros One'da Brüt İşlem hacminin geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %23, Migros Yemek Brüt İşlem hacminin ise %54 artış gösterdiğini görmekteyiz. Migros Yemek operasyonundaki büyümenin de etkisiyle günlük siparişin %23 yıllık büyüme gösterdiğini izlerken Aktif Kullanıcı sayısının güçlü operasyonlara paralel %14,5 artış gösterdiğini görmekteyiz. Migros'ta e-ticaret payının ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 2.4 pt artış ile %23,5 seviyesine gelmesini OLUMLU değerlendirmekteyiz. Yoğun rekabet koşulları altında etkin fiyatlandırma stratejisi, online segmente artan hacim ve müşteri büyümesi, mağaza artışlarının devam etmesini OLUMLU değerlendiren geçtiğimiz çeyreklerde de belirttiğimiz gibi yatırım harcamalarının büyük çoğunluğunun teknoloji ve verimlilik odaklı ilerlemesini OLUMLU ayrıştırıcı unsur olarak değerlendirmekteyiz. 848,00 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	18,69	1,43	4,84
SOKM	SINIRLI OLUMLU	Şok Marketler, 1Ç26'da 45 yeni mağaza açarak mağaza sayısını 11.119'a çıkardı. Mağaza başına düşen günlük müşteri sayısı 1Ç25'e kıyasla %1 azalırken, mağaza başına düşen günlük ortalama sepet tutarı ise %7 artarak mağaza başına düşen günlük ortalama satış tutarının %5,8 artmasına sebep oldu. Yeni açılan mağazaların da katkısıyla, şirketin toplam satışları 1Ç26'da, 1Ç25'e kıyasla %7,49 artarak 76,316 milyar TL'ye ulaştı. Satışları oluşturan hemen hemen tüm kalemlerde gözlenen istikrarlı artış, hasılat tarafında güçlü bir görünüm ortaya koyarken, şirketin %5 (±%) aralığındaki reel hasılat büyüme hedefinin de üzerinde performans sergilediğini görüyoruz. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMLU buluyoruz. Hasılat tarafında yeni mağaza açılışlarının ve sepet büyüklüğündeki artışın desteğiyle istikrarlı büyüme devam ederken, şirketin reel büyüme hedefinin üzerinde performans sergilemesini olumlu buluyoruz. Özellikle üç yılın ardından yılın ilk çeyreğinde yeniden anlamlı düzeyde FAVÖK yaratılması operasyonel toparlanma açısından önemli bir gösterge niteliğinde. Bunun yanında net nakit döngüsündeki iyileşmenin sürmesi, işletme sermayesi yönetimi açısından şirketin elini güçlendiriyor.	0,00	0,81	4,18
TKNSA	SINIRLI OLUMSUZ	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışların %3 artış gösterdiğini görmekteyiz. E-Ticaret satışlarının ise %23,7 artış gösterdiğini izlerken toplam satışlar içerisindeki payının %10 bandına geldiğini takip etmekteyiz. Yoğun rekabet ve mağaza kapanışlarına rağmen E-Ticaretin de desteğiyle sınırlı büyümeyi görece OLUMLU değerlendirmekteyiz. Buna ek olarak mağaza kapanışlarını hariç tuttuğumuzda büyümenin %9,6 olarak gerçekleştiğini öne çıkarmaktayız. Sonuç olarak baktığımızda beklentilere paralel Satış ve Net Zarar, beklentilerimizin altında gerçekleşen FAVÖK rakamını SINIRLI OLUMSUZ olarak yorumlamaktayız. Yıla başlarken 2026 yılının ikinci çeyreği itibarıyla finansman giderlerinde faiz indirimlerine paralel geri çekilme ve talep tarafında toparlanma beklerken, Mart ayında yaşanan jeopolitik gelişmelerin hem iç tarafta hem de küresel tarafta merkez bankalarının sıkılaşma sürecini bir süre daha uzatmasına yol açmasını şirket için olumsuz değerlendirmekteyiz. 41,14 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	0,00	13,90	2,87
KOTON	OLUMLU	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla konsolide satışlar %1 daralma izlerken yurt içi satışlar enflasyonist baskı ve güçlü TL politikasının da etkisiyle %1,9 daralma, yurt dışı satışların ise yüksek enflasyona karşın döviz kurlarının %3 artış gösterdiğini görmekteyiz. Yurt içi satış kırılımında satışların %85'ini oluşturan mağazacılık segmentinde %1,5 daralma izlerken mağaza optimizasyon çalışmaları da etkisiyle m2 verimliliğin \$ bazlı %11 artış gösterdiğini görmekteyiz. E-ticaret segmentine karlılık odaklı izlenen stratejiyle yatay seyrin korunduğunu, toptan segmentte ise %7,7 daralma gerçekleştiğini görmekteyiz. Yurt Dışı satışlarda ise mağazacılık GCC Bölgesi'nde yaşanan olumsuz etkilere rağmen devam eden güçlü performansın etkisiyle %8 artış gösterirken, e-ticaret satışları geçtiğimiz yılın baz etkisi sonucu %16 daralma gösterdiğini görmekteyiz. Özellikle GCC Bölgesi'ndeki dönüşüm ve yeni mağaza açılışlarının etkisiyle bölgesel tansiyona rağmen 1Ç26'da \$ bazlı %106 artış göstermesini OLUMLU değerlendirmekteyiz. Önümüzdeki dönemde gider optimizasyonunun etkin yönetimi, segment optimizasyonlarının sağlıklı işleyişi, yurt dışı e ticaret segmentinde güçlü büyüme ve mağazacılık segmentinde büyümenin sürmesini beklemekteyiz. Yıl genelinde operasyonel iyileşmelerden kaynaklı kar marjlardaki iyileşmenin devam edeceğini düşünmekteyiz.	0,00	1,88	2,87

KOD	GÖRÜŞ	SAVUNMA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ASELS	OLUMLU	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlarda %15 artış izlerken Yurt İçi Satışlar %13,28 artış gösterirken Yurt Dışı Satışlarda %27,3 artışı OLUMLU değerlendirmekteyiz. 1Ç26'da Yeni İş İlişkilerinde ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %14,5 daralma görsek de güçlü momentumun sürdüğünü belirtmek isteriz. Yeni alınan \$ ilişkilerinin 629m \$'lık kısmının ihracat kaynaklı olduğunu izlerken ihracat oranının geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %25'ten %50'lere çıktığını izlemekteyiz. Toplam Backlog ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %38 artış göstererek 20,7mrl \$ seviyesine gelirken Yeni Alınan İşler / Satışlar rasyosu 2.1x'den 1.6x'lere gerilediğini görmekteyiz. Son olarak Backlog dağılımında geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla ihracat payının 4.2pt artış ile %16,2 seviyesine çıkmasını ise OLUMLU değerlendirmekteyiz.	57,89	6,70	38,68

KOD	GÖRÜŞ	TAŞ ve TOPRAK SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
CIMSA	SINIRLI OLUMLU	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar yatay seyrini korurken satış hacmine baktığımızda ise konsolide satış hacminin %2 artış gösterdiğini izlerken uluslararası operasyonlarda ABD Gri Çimento Öğütme tesisinin katkısı ve artan ticaret operasyonlarının desteğiyle %10,9 artış gösterdiğini görmekteyiz. TL bazlı satışlara baktığımızda ise Yurt içi satışlarda %22,1 daralma görürken Yurt dışı satışlarda %9,8 artış görmekteyiz. Alternatif yakıt kullanımına baktığımızda ise Türkiye %25, Bunol %31 ve Mannok %77'ye ulaştığını görmekteyiz. Artan alternatif yakıt kullanım yüzdesinin hacim etkisinin yanında önemli katalizör oluşturduğunu görmekteyiz. Sonuç olarak baktığımızda beklentilere paralel Satış ve FAVOK, beklentilerin üzerinde açıklanan Net Kar'ı SINIRLI OLUMLU değerlendirmekteyiz. Gelecek projeksiyonu için Kratos ile katma değerli ürün payının artması, alternatif yakıt kullanımındaki artış sonucu maliyet avantajı etkisi ana katalizörü oluştururken iç tarafta deprem bölgesiyle beraber oluşan talebin normalleştiğini ve baz etkisi yaratacağı bir senaryonun hakim olacağını düşünmekteyiz. 64,40 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi korumaktayız.	15,25	1,49	9,07
OYAKC	SINIRLI OLUMSUZ	Açıklanan finansal sonuçları SINIRLI OLUMSUZ değerlendirmekteyiz. Özellikle hem ilk çeyrek zayıflığı hem de mevsim normallerinin üzerinde yağışlı gün sayısının etkili olduğunu izlemekteyiz. Buna ek olarak deprem bölgesindeki talebin normalleşme eğilimine girdiği ve baz etkisi yarattığını izlerken OYAKC'nin sektördeki konumu ve büyüklüğünün bölgesel ayrılmalarda diğer şirketlere nazaran duyarlılığının yüksek olduğunu görmekteyiz. Çimento sektörünün sadece deprem bölgesi olarak sınırlanamamakla birlikte altyapı üst yapı projeleri, kentsel dönüşüm, Suriye, Ukrayna bölgelerinin olası yeniden inşası gibi hikayelerin sektörü defansif tutmaya devam ettiğini izlemek de jeopolitik haber akışlarından kaynaklanan enerji fiyatlarının yükselmesi, faiz indirim patikasında olası gecikmeye yol açması inşaat ve çimento sektörü açısından baskı unsuru oluşturacak yapılar olarak değerlendirmekteyiz. Özetle sektörün ve şirketin defansif yapısının devam ettiğini düşüncük de haber akışı duyarlılığı sektör ve şirket için yüksek olduğunu belirtmek isteriz. OYAKC için 31,85 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi korurken sektörel ve jeopolitik gelişmeleri yakından takip etmekteyiz.	14,72	1,60	7,43



MENKUL DEĞERLER

Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



1Ç26 BİLANÇO DEĞERLENDİRMELERİ

KOD	GÖRÜŞ	TEKSTİL SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KORDS	NÖTR	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlarda %7,5 daralma ile 201m \$'a gerilediğini görmekteyiz. Sebeplerine baktığımızda lastik güçlendirme segmentinde %15 daralma ile 139m \$ seviyesine iniş öne çıkarken Endonezya tesisinde yaşanan sel sonrası kaybedilen müşterilerin geri kazanılmasında fiyat ve hacim baskısının sürdüğünü, EMEA bölgesinde lastik üreticilerinin fabrika kapatmalarına bağlı üretim hacim kayıplarını ve Asya Pasifik kaynaklı rekabetin ihracat pazarlarına kaymasını izlemekteyiz. OLUMSUZ faktörlerin yanında kompozit segmentinde %20 büyüme ile 58m \$ seviyesine ulaşılmasını, yapay zeka kaynaklı enerji hücresi üretimi ve sivil havacılıktaki ivmelenmenin Ox-Ox seramik matris kompozit talebini desteklemesini ise OLUMLU olarak değerlendirmekteyiz. Sonuç olarak baktığımızda 1Ç26 sonuçlarını NÖTR değerlendirmekteyiz. Lastik güçlendirme segmentindeki baskı sürse de kompozit segmentinin güçlü performansı, marj tarafındaki toparlanma ve net borçtaki düşüşün hikayeyi desteklediğini görmekteyiz. Önümüzdeki süreç için ana unsurun Endonezya tesisinde kaybedilen müşterilerin geri kazanılması ve EMEA bölgesindeki baskının normalleşmesi olarak belirtmek isteriz.	0,00	1,06	18,22
YATAS	SINIRLI OLUMSUZ	Yılın ilk çeyreğinde gerçekleştirilen maaş zamlarıyla birlikte diğer faaliyet giderleri ile pazarlama, satış ve dağıtım giderlerindeki enflasyonun üzerinde artışlar, operasyonel giderleri artırdı. Brüt Kâr 1Ç25'e kıyasla sınırlı da olsa artış gösterse de, FAVÖK %14,20 oranında geriledi. FAVÖK marjı 1Ç25'e kıyasla 1,32 puan azalarak %7,49 seviyesine gerilerken, şirket 1Ç25'teki Net Zarar pozisyonundan bu çeyrekte 21,63 milyon TL Net Kâr pozisyonuna geçti. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMSUZ buluyoruz. Adetzel bazda satışların %3 artışla 1,46 milyon adede ulaşması, operasyonel hacimde büyümeye işaret ediyor. Şirketin bu dönemde sektördeki rekabetçi konumunu koruması ve bazı segmentlerde Pazar payı kazanımı sürdürmesi olumlu buluyoruz Şirketin, kısa vadeli baskılara rağmen orta-uzun vadeli büyüme potansiyelini koruduğunu düşünüyoruz, 66,80 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	33,72	0,52	5,31

KOD	GÖRÜŞ	TELEKOM SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
TCELL	OLUMLU	Açıklanan finansal sonuçları OLUMLU değerlendirmekteyiz. Mobil segment etkisi hariç tutulduğunda reel ARPU büyümesinin devamını izlerken 2026 yılında da güçlü ivmenin devam etmesini beklemekteyiz. Geçtiğimiz çeyrek de belirttiğimiz gibi Google Cloud ile yapılan iş ilişkisi sonrası yapılan yatırımın 2032 yılına kadar veri merkezi gelirlerini \$ bazlı 6 katına çıkartması beklentisinin ek ve önemli katalizörlerden birisi olacağını belirtmek isteriz. Sektöre erken giriş ve önemli Pazar payıyla Techfin segmentinin karlılık kalitesinin arttırmasını OLUMLU olarak değerlendirmekteyiz TCELL için 160,70 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi korumaktayız.	13,78	0,86	3,19
TTKOM	OLUMLU	Açıklanan finansal sonuçları OLUMLU değerlendirmekteyiz. Özellikle Sabit Genişbant segmenti ve Kurumsal Data segmentinin karlılık üzerindeki katkılarının ön plana çıktığı bir çeyreği geride bırakan operasyonel anlamda abone kazanımının sürmesi, hızlı rekabet odağının artması, faturalı abone oranındaki artışın devamını OLUMLU değerlendirirken Mobil segment için çeyreksel gördüğümüz ARPU daralmasının yılın genelinde trendin yeniden OLUMLUe dönecek şekilde devam etmesini beklemekteyiz. Özetle geçtiğimiz çeyrekte de değiştiğimiz gibi önümüzdeki dönemde de 5G ile gelen gecikmesiz yüksek hızlı internet sonucu data kullanım oranlarının artması, genişleyen müşteri tabanı, Reel ARPU büyüme hedefinin sürdürülebilir olması ve fiberleşme - imtiyaz gibi başlıklar altında TTKOM için 82,10 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi korumaktayız. 1Ç26 itibarıyla TTKOM 3,02x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.	8,48	0,93	3,28

KOD	GÖRÜŞ	TOP. TİCARET SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
DOAS	SINIRLI OLUMSUZ	2026 yılının ilk çeyreğinde Doğu Otomotiv'in satış performansı 1Ç25'e kıyasla %5,63 artarak 41.132 adede yükseldi. Škoda hariç satışlar ise aynı dönemde %7,56 artış göstererek 32.380 seviyesinde gerçekleşti. Çeyreklik bazda yıllık artışın sürmesini olumlu değerlendirirken, Mart ayında gözlenen momentum kaybının önümüzdeki dönemde yakından izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Genel olarak bakıldığında sonuçları SINIRLI OLUMLUZ buluyoruz. Satış adetlerinde yıllık bazda büyümenin sürmesine rağmen, yoğun rekabet ortamı nedeniyle fiyatlama gücünün zayıflaması ve maliyet baskılarının devam etmesi operasyonel karlılığı belirgin şekilde baskılamış durumda. Özellikle marjlardaki daralma ve net kârdaki gerileme, şirketin yüksek satış hacmine rağmen karlılık üretmekte zorlandığını gösteriyor. Mevcut değerlendirme seviyeleri ve uzun vadeli projeksiyonu dikkate alarak 291 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi koruyoruz.	13,52	0,59	4,79

KOD	GÖRÜŞ	ULAŞTIRMA SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
PGSUS	NÖTR	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar € bazlı %3 artış gördüğünü izlemekteyiz. Segment bazlı baktığımızda ise İç Hat Tarifeli %10, Yan Gelirler %10 artış gösterirken Charter ve Diğer %24, Dış Hat Tarifeli segmentinin %4 daralma gösterdiğini görmekteyiz. Son olarak Misafir Başına Yan Gelirin geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla yatay seyirle 29,2 € olarak gerçekleştiğini izlemekteyiz. Yıl boyu artan rekabet ile biletle fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilimle yolcu birim başına gelirden (RASK) düşüş sürerken Jeopolitik gelişmelerin getirdiği talep bozulmaları, Orta Doğu uçuşlarının askıya alınmasının ek yansımalarını görmekteyiz. Yakıt fiyatlarındaki artışın gecikmeli yansımaları nedeniyle maliyetlerin beklentilere nazaran kontrol altında olduğunu izlerken fiyat artışı etkilerinin 2Ç26 itibarıyla görülmesini beklemekteyiz. Açıklanan finansal sonuçları NÖTR yorumlamaktayız. Beklentilerden daha iyi sonuçların kısa vadeli fiyatlamalar üzerindeki yansımalarını OLUMLU beklesek de jeopolitik gelişmeler sonucu talep etkisi, trafik verilerindeki bozulma, yakıt fiyatlarındaki artışın etkilerinin gecikmeli yansımaları beklentisi, haber akışının havacılık sektörü temasının yanında olmaması gibi faktörlerden kaynaklı OLUMLU etkinin sınırlanacağını düşünmekteyiz. 364,70 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	10,26	0,76	7,17
THYAO	OLUMLU	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışların \$ bazlı %21,1 artış gösterdiğini izlerken Yolcu Gelirlerinde %19,9 , Kargo Gelirlerinde ise geçtiğimiz yıl kıyasla önemli toparlanmayla birlikte %29,5 artış gösterdiğini görmekteyiz. Teknik Gelirde ise %4,5 ile geçtiğimiz yılın hafif üzerinde büyümenin gerçekleştiğini izlemekteyiz. Sonuç olarak Satış ve FAVÖK'de beklentilere paralel, Net Kar'da ise beklentilerinin üzerinde açıklanan finansalları OLUMLU değerlendirmekteyiz. Özellikle bölgesel rekabetten dolayı Avrupa bölgesindeki görece zayıflığı kapasiteyi Asya bölgesine kaydırılarak kompanse edildiğini izlerken kargo gelirleri ve güçlü trafik verileriyle beraber güçlü seyir sürdürdüğünü görmekteyiz. Özellikle jeopolitik faktörlerin yanında kargo segmentindeki sektördeki arz yönlü sorunların ve geçtiğimiz yılın bazıyla beraber 2026 için ek katalizör olmaya devam etmesini beklemekteyiz. Buna ek olarak kargo segmentindeki Pazar payı artışı ve emsallere göre en düşük yakıt hariç birim gider oranını da OLUMLU değerlendirmekteyiz. 498,50 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	3,23	0,43	5,61

KOD	GÖRÜŞ	YİYECEK/İÇECEK SEKTÖRÜ	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
TABGD	OLUMLU	1Ç26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %15 artış izlerken paket servisin toplam satışlara oranının %31, kiosk ekran satışlarının toplam satışlara oranının ise %19'lara ulaştığını görmekteyiz. Operasyonel verilerde ise Fiş sayısının %14, ortalama fiş büyüklüğünün ise %31 artış gösterdiğini görmekteyiz. Ortalama fiş büyüklüğünde enflasyona paralel seyir korunurken fiyat rekabetinin korunduğu ve ek olarak artan fiş sayısı ile beraber büyümenin sürdürdüğünü görmekteyiz. Sonuç olarak baktığımızda beklenti üzerinde gelen 1Ç26 finansallarını OLUMLU değerlendirilmekteyiz. Operasyonel güçlü ivmenin sürdürdüğünü izlerken karlılıkta dönemsel yatay-sınırı geri çekilmelerin genel tabloyu bozmayaacağını düşünmekteyiz.	25,68	3,03	6,94



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00 / 331

☎ +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

