



KOD	BİLANÇO FİKRİ	ARACI KURUM-BALIK SU ÜRÜNLERİ VE BANKALAR	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ISMEN	OLUMLU	İş Yatırım Menkul Değerler, 3Ç25'te 393 milyar TL hasılat, 5,83 milyar TL FAVÖK ve 1,6 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Gerek BIST özelindeki Pazar payı kazanımı gerekse de türev piyasalardaki büyüme ivmesiyle birlikte hasılat ciddi oranda artış göstermiş durumda. Ek olarak varlık yönetim faaliyetleri de başarılı seyrediyor. Kurumsal finansman faaliyetlerinde ise denge hakim diyebiliriz. ISMEN özelinde finansalları beklentilerimiz dahilinde değerlendirmekle birlikte yıl sonu tahminlerimize çok rahat erişeceğini dikkate alınarak 63,17 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	10,79	2,08	3,07
OZSUB	SINIRLI OLUMLU	Özsu Balık, 3Q205'te 782 milyon TL hasılat, 139 milyon TL FAVÖK ve 184 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektörde büyüme devam ediyor olsa da sezonsallık etkisi belirgin bir şekilde hissedildi. Zayıf fiyatlamalar ve yüksek maliyetler sebebiyle şirket istediği kârlılığın uzağında kaldı. Enflasyon muhasebesi kaynaklı net kâr yazılmış olsa da, net kârın varlığını olumlu buluyoruz. OZSUB özelinde finansalları sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte, 2Ç2026'ya kadar sezonsal yapı gereği iyimser finansallar takip edebiliriz.	16,27	2,83	8,48
AKBNK	OLUMLU	Akbank, 2025 3Ç25'te 14,1 milyar TL net kar ile beklentilerimize paralel bir sonuç paylaştı. Net faiz geliri, net ücret ve komisyonda beklentiler dahilinde büyüme gerçekleşti. Swap kaynaklı ticari zarar büyümüş olsa da, maliyet optimizasyonu ile beraber giderler beklentilerin altında seyrediyor. AKBNK özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte yıl sonunda hedeflere yönelik önemli bir kısmın erişileceği ancak erişme ağırlığında -komisyon harici- iyimser verilerde alt banda, kötümser verilerde orta/üst banda yaklaşması beklenebilir. Faiz indirim döngüsünde finansallara yalnızca Temmuz ayının etki ettiğini belirtmek gerekiyor. Eylül ayı bu finansallarda etki göstermedi. AKBNK özelinde 87,94 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi korumayı sürdürüyoruz.	6,34	1,10	0,00
ALBRK	OLUMLU	Albaraka Türk, 3Ç25'te 700 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Net komisyon ve ücret gelirlerindeki artış dengeli seyrederken, swap işlemleri sebebiyle ticari kâr azaldı. Operasyonel giderler ve karşılık giderleri ise beklendiği seviyede yükselmeye devam etti. ALBRK özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, model portföyümüzden çıkarmamızdaki ana sebebimiz beklentimize paralel seyrini sürdürmesidir. Beklentimiz üzerine çıkan yeni bir hikâye yaratması durumunda tekrar değerlendirebiliriz. 11,97 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	1,69	0,92	0,00
GARAN	OLUMLU	Garanti Bankası, 3Ç25'te 30,4 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Net faiz gelirlerinde ve komisyonlarda büyüme iştahı devam ediyor. Swap nedeniyle ticari zarar oluşmuş olsa da, kâr marjlarında ve makaslarda olumlu gelişmeler görülüyor. Beklentilerimize paralel olarak karşılık artışları devam etmiş durumda. Giderler de beklentiler dahilinde artış gösterdi ve bununla beraber özsermaye kârlılığında beklentilerin alt bandının hafif üzerinde bir sene sonu kapanışı bizleri bekliyor. GARAN özelinde finansalları olumlu değerlendirirken, önümüzdeki dönemde en iyi özel mevduat bankacılığı olarak ön plana çıkmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Beklentilerin revize edilmesini konservatifleşme olarak belirtmekle birlikte GARAN özelinde 201,34 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi korumayı sürdürüyoruz.	4,98	1,33	0,00
HALKB	OLUMLU	Halkbank, 3Ç25'te 7,6 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. HALKB özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte özsermaye kârlılığı model üzeri kalmaya devam ettikçe hedef fiyata ilişkin yukarı yönlü potansiyel artmaktadır. Belirsizliklerin azalması da bu potansiyeli destekliyor olacaktır. HALKB özelinde 50,96 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	9,68	0,99	0,00
ISCTR	NÖTR	İş Bankası, 3Ç25'te 14 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Şirket, net faiz gelirindeki büyümenin beklenen ölçüde olmadığı, komisyon gelirlerinin ve karşılıkların beklentiler dahilinde arttığı, sektörün genelinde gözlenen swap zararının oluştuğu fakat operasyonel giderlerin kârlılığı oldukça baskılandığı bir çeyreği geride bıraktı. İştiraklerin her zaman olduğu gibi finansallara katkı sunmaya devam ettiğini görsek dei özsermaye kârlılığı beklentilerin altında kaldı. Bu veriler ışığında ISCTR finansallarını nötr değerlendiriyoruz. Burada net faiz marjı, net ücret ve komisyon gelirleri, kredi risk maliyeti ve özsermaye kârlılığı hedeflerinin tutturulamama olasılığının önceki çeyreklerden daha yüksek hale gelmesi ve 2026 makro ortamının bir miktar kötüleşmesi ile birlikte ISCTR özelinde 18,65 TL Hedef Fiyatımızı 17,77 TL'ye indiriyor ve TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.	5,66	0,82	0,00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

TSKB	OLUMLU	Türk Sınai Kalkınma Bankası, 3Ç25'te 2,81 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel bir sonuç paylaştı. Net faiz gelirlerindeki büyümenin aynı hızda devam ettiğini görüyoruz. Yatırım bankacılığında komisyon gelirlerinin azlığının normal olduğunu kabul etmek gerekiyor. Buna ek olarak swap kaynaklı ticari zarar büyümüş durumda. Serbest karşılıklarından iptaline rağmen kümüle karşılıklar arttı. Bu gelişmelere bağlı olarak özsermaye kârlılığı beklentilerimizin üzerinde seyretti. TSKB özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde enflasyon üzeri özsermaye kârlılığının devam etmesi halinde değerlemede yukarı yönlü potansiyel artmaktadır. TSKB nezdinde 20,14 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	2,71	0,79	0,00
VAKBN	OLUMLU	Vakıfbank, 3Ç25'te 11,9 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Net faiz gelirleri büyümeye devam ederken, TÜFEKS iştahının sürdüğünü görüyoruz. Swap kaynaklı teknik zararların yükseldiği bu çeyrekte, operasyonel giderlerde de olağan artışlar devam etmiş durumda. VAKBN özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, önümüzdeki dönemde güçlü aktif portföyü ve yönetim becerisiyle bankanın sektörden daha fazla ayrışacağını değerlendiriyoruz. 36,77 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	4,81	1,01	0,00
YKBNK	OLUMLU	Yapı Kredi Bankası, 3Ç25'te 15 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Net faiz gelirindeki büyüme beklentilerin de üzerinde gerçekleşirken, net ücret ve komisyonda da güçlü bir büyüme gerçekleşti. Sektörde olduğu gibi swap kaynaklı ticari zarar önemli ölçüde yükseldi hatta YKBNK özelinde 2'ye katlandı. Özsermaye kârlılığı ise emin adımlarla hedefe doğru ilerliyor. YKBNK özelinde konservatif yönetim becerisiyle oluşan reel başarının arkasında durmaya devam etmekle birlikte, 2026 tahminlerinde de aynı iştah sürerse yukarı yönlü revizyonların gelebileceğini düşünüyoruz. Mevcut durumda 49,90 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi koruyoruz.	6,09	1,12	0,00



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	BİLİŞİM VE BOŞ ZAMAN	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ARDYZ	OLUMLU	ARD Yazılım, 3Ç25'te 855 milyon TL hasılat, 334 milyon TL FAVÖK ve 46 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışlarda ciddi oranda artış görsek de, maliyetlerdeki artış sebebiyle operasyonel kârlılık baskılanmaya devam etti. ARDYZ özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte kontratlar tamamlandıkça daha güçlü finansalların elde edilmesini bekliyoruz.	10,52	1,26	6,94
ATATP	NÖTR	ATP Yazılım, 3Ç25'te 635 milyon TL hasılat, 221 milyon TL FAVÖK ve 181 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Ata Express faktörü hariç tutulduğunda ciro, FAVÖK ve net kâr büyümeleri yatay seyrediyor. Ata Express'te hisse oranının %90'a çıkarılmasının ardından değerlendirme farkları etkin olmaya devam etmektedir. Değerleme farkları hariç tutulduğu ciro, FAVÖK ve net kâr yatay seyretmekte olup sürpriz içermiyor. ATATP özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte değerlendirme kârlarını hariç tutarak değerlendirmeyi sürdürüyor olacağız.	8,54	3,61	4,35
DESPC	OLUMLU	Despec Bilgisayar, 3Ç25'te 99 milyon USD hasılat, 5,6 milyon USD FAVÖK ve 78 bin USD net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Hasılatteki büyüme yeni ürün gruplarının etkisiyle hız kesmeden devam ediyor. Şirket, yüksek finansman giderlerine ve sektördeki dalgalanmalara rağmen maliyet optimizasyonu ile net kârda kalmaya devam ediyor. Önümüzdeki dönemde hem şirketin hem de bağlı olduğu grubun adından söz ettirmeye devam etmesini bekliyoruz.	77,55	2,56	0,61
DGATE	OLUMLU	Datagate Bilgisayar, 2025 3Ç25'te 112 milyon dolar hasılat, 4,8 milyon dolar FAVÖK ve 3 bin dolar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Vodafone kontratının etkisi olmamasına rağmen, hasılatla oldukça kuvvetli bir büyüme görünüyor. Bununla birlikte operasyonel kârlılık da oldukça güçlü devam ediyor. DESPC katkısının da DGATE özelinde oldukça önemli olduğunu belirtmek gerekiyor. DGATE özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, DESPC'in DGATE'e katkı verdiği gibi DGATE'te INDES'e oldukça güçlü katkı verecektir. Hatırlatmak gerekirse INDES model portföyümüzde yer almayı sürdürüyor. Grubu beğenmeye devam ediyoruz.	0,00	8,85	2,51
FORTE	OLUMLU	Fortel Bilgi İletişim, 3Ç25'te 549 milyon TL hasılat, 1,5 milyon TL FAVÖK zararı ve 1,86 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirketin iş ilişkisi büyüme hızı oldukça dikkat çekiyor. Artan giderlerden kaynaklı olarak FAVÖK zararının oluştuğunu görüyoruz. Milsoft etkisi net kârı destekleyici bir unsur olarak karşımıza çıkıyor. FORTE özelinde, Milsoft'un reel büyüme potansiyeli yaratma imkânı bulunması nedeniyle finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, finansallar içerisinde değerlendirme kârının esas faaliyetler sonrasında yer alması, şirketi diğer değerlendirme yapan şirketlerden ayırıştırıyor.	2,65	2,57	24,46
HTTBT	OLUMLU	Hitit Bilgisayar, 3Ç25'te 11,4 milyon dolar hasılat, 5,13 milyon dolar FAVÖK ve 2,77 milyon dolar net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışlar 9A2025'te 2024'ün satışlarını geride bırakmayı başardı. Ciroda ciddi bir ivmeyle artış görüyoruz. Aynı zamanda maliyetlerde artış sınırlı kalmaya devam etti. Operasyonel kârlılık da bu gelişmelere bağlı olarak ivmeli bir şekilde büyümeye devam etti. HTTBT özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, büyüme istahının önümüzdeki dönemde de güçlü şekilde devam edeceğini değerlendiriyoruz. ADS ve finansal teknolojiler önümüzdeki dönemde şirketin finansallarına güç katıyor olacak.	37,74	5,06	20,37
INDES	NÖTR	İndeks Bilgisayar, 3Ç25'te 22,39 milyar TL hasılat, 563 milyon TL FAVÖK, 109,2 milyon TL net kâr ile beklentilerimize paralel satış ve net kâr, beklentilerimizin hafif aşağısında FAVÖK açıkladı. Satışlarda hem 2Ç25'e göre hem de 3Ç25'e göre artışların olduğunu ve şirketin sektörden pozitif ayrıldığını görüyoruz. Kârlılık tarafında ise hem brüt kâr marjında hem de FAVÖK marjında daralma görüyoruz. Faiz indirim döngüsüyle birlikte perakende grubunun toparlanmasıyla marjların da toparlanabileceğini öngörüyoruz. Finansal borcun %8 arttığını, net nakit pozisyonunun ise devam ettiğini görüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentimize paralel satış ve net kâr, beklentimizin hafif aşağısında gerçekleşen FAVÖK sonuçlarını NÖTR değerlendirmekteyiz. INDES özelinde sektördeki lider konumu ve sektöre göre ayrışması sebebiyle defansif yapı korunurken, önümüzdeki süreçte dijitalleşme ve teknoloji kullanımının artmasının da oluşturduğu tema ile birlikte şirketin lojistik avantajlarını da kullanıp ek maliyet avantajıyla beraber sektöre göre ayrışan performansını sürdürmesini bekliyoruz. Grubun önümüzdeki dönem stratejisini hatırlatmak gerekirse 2025 yılında 2 milyar USD ciroyu aşmak ve 2030 yılında Avrupa, MEA ve Balkanlar'da en büyük 5 teknoloji distribütörü olma vizyonu ile ilerlediğini görüyoruz. Güçlü konumlanma, stratejik iş birlikleri ve etkin yönetimin de etkisiyle beraber INDES için 13,53 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.	18,63	0,92	2,99



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KAREL	OLUMLU	Karel Elektronik, 3Ç25'te 4,07 milyar TL hasılat, 388 milyon TL FAVÖK ve 522 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, fabrika yangını sonrasında karşı karşıya kaldığı zorlu koşulları geride bırakmaya başlayıp, kârlılık tarafında toparlanmaya başladı. Yine de tam toparlanmadan bahsedebilmek için 5-6 çeyreklik finansalların beklenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu süreçte şirket, elektronik kart gibi kârlılığı olmayan ürünlerin ağırlığını azaltıp, kurumsal projelere, kritik savunma projelerine ve otomotive yöneldi. Özellikle saha operasyon teknolojilerinin hasılatı destekleyici en önemli unsur olduğunu görüyoruz. Aynı zamanda şirket maliyet yönetimiyle beraber zorlu koşullara rağmen satış maliyetlerini azaltmayı başardı. Bu sayede operasyonel kârlılığın pozitifte döndüğünü görüyoruz. Sene sonunda %9-10 aralığında brüt kâr ve %7-8 aralığında bir FAVÖK marjı hedefleri oldukça makul görünüyor. KAREL özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte her geçen çeyrek iyileşme odağının sürdürüldüğü ve iyileşme odağının başarıya kademeli şekilde dönüştüğü ortamı takip etmeyi sürdürmeyi bekliyoruz.	0,00	6,57	31,63
KFEIN	OLUMLU	Kafein Yazılım, 3Ç25'te 725 milyon TL hasılat, 46 milyon TL FAVÖK ve 16 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, bu çeyrekte tahsilatların hız kazanmasıyla birlikte hasıltta önemli bir artış kaydetti. Tahsilatların devamıyla birlikte sene sonu 2 milyar TL üzeri bir hasılat beklentisi oldukça muhtemel görünüyor. Buna karşın, maliyetlerdeki artış brüt kârı baskılıyor. İştiraklerden gelen katkıyla beraber ise FAVÖK'teki düşüş dengelenmiş durumda. Yıl sonunda 300 milyon TL bandında bir FAVÖK beklemeye devam ediyoruz. KFEIN özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte yıl sonunda güçlü finansallar bekliyoruz. 2026-2028 stratejisi çerçevesinde piyasadan pozitif ayrışmasını bekliyoruz.	12,92	1,62	9,73
LOGO	OLUMLU	Logo Yazılım, 3Ç25'te 1,37 milyar TL hasılat, 543 milyon TL FAVÖK ve 240 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Zorlu şartlarda güçlü performans izliyoruz. Makroekonomik koşullara rağmen ciroda çift haneli güçlü büyüme ve yüksek kârlılık takip edilirken, SaaS tarafında reel %44'lük büyüme dikkat çekiyor. E-servis alanı, Logo İşbaşı, Logo Diva Perakende ve Peoplise tarafında güçlü büyümeler görüyoruz. LOGO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, şirketin önümüzdeki dönemde reel büyüme iştahının devamlılığını bekliyoruz. 252,88 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	11,68	4,29	8,92
MOBTL	OLUMLU	Mobitel İletişim, 3Ç25'te 3,99 milyar TL hasılat, 248 milyon TL FAVÖK ve 18 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Zorlu makroekonomik koşullar altında ürün gamını çeşitlendirerek sektörden daha hızlı büyümeyi başaran şirket, maliyetleri aynı oranda iyi yönetemese de kârlılıklar artmaya devam ediyor. MOBTL özelinde finansalları olumlu buluyoruz. 4. Çeyrekte gayrimenkul değerlendirmelerinin de olacağını hatırlatalım. Ek olarak şirketin çeşitli kamu kuruluşlarıyla ele aldığı çalışmalar şirketi yeniden yaratacak şekilde farklı bir konuma sürükleyebilir.	26,82	0,97	13,39
PENTA	OLUMLU	Penta Teknoloji, 3Ç25'te 203 milyon dolar hasılat, 7,37 milyon dolar FAVÖK ve 628 bin dolar net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışlardaki büyümenin bu çeyrekte de devam ettiğini, aynı zamanda maliyetlerde de dengelenmenin başladığını görüyoruz. Operasyonel kârlılık sürdürülebilir bir şekilde devam ederken, finansman giderleri net kârı baskılıyor. PENTA özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte kârlılık iştahının devamlılığını yıl sonunda bekliyoruz. Şirket güçlü ağı ile önümüzdeki yıllarda daha güçlü finansallarla karşımıza çıkabilir.	27,70	1,35	5,08
MACKO	OLUMLU	Mackolik, 3Ç25'te 249 milyon TL hasılat, 130 milyon TL FAVÖK, 79 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Gelirlerdeki reel büyümeyle beraber kârlılıkların da büyümeye devam ettiğini görüyoruz. Yıl sonunda beklentilerimiz dahilinde bir FAVÖK'ün yaratılacağını düşünüyoruz. Dönemsellik açısından 3. Çeyreğin uluslararası bir turnuva olmadığı taktirde spor müsabakaları açısından sakın geçtiğini belirtmek gerekir. Buna rağmen açıklanan finansalları olumlu karşılıyor. MACKO özelinde beklentilerimiz dahilinde olan finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte bu sene meydana gelen bütçe dışı gelişmelerden dolayı bir miktar dalgalanma varmış gibi görölse de esas hikayenin 2026 ve uluslararası şampiyona yılları olarak karşımıza çıkacağını vurgulamak isteriz. MACKO nezdinde 64,21 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	11,92	6,34	8,02



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	ELEKTRİK, GAZ, BUHAR VE FİNANSMAN	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AKSEN	OLUMLU	Aksa Enerji, 3Ç25'te 9,53 milyar TL hasılat, 3,07 milyar TL FAVÖK, 956,5 milyon TL net kâr ile beklentilerimizin hafif üzerinde sonuçlar açıkladı. Satışlara baktığımız zaman hem 2Ç25'e göre hem de 3Ç24'e göre %10 oranında daralma gözlemliyoruz. Kırılımına baktığımızda ise Türkiye'de %6,2, Asya'da %44 oranında artışın yanında, Afrika'da %18,6 daralma görüyoruz. Türkiye'deki toplam elektrik tüketimi artarken, kurulu gücün de aynı şekilde artış gösterdiğini görüyoruz. Bu artışın büyük bir çoğunluğu yenilenebilir enerji sektöründe. AKSEN'in de bu gelişmelerden gelecek dönemlerde olumlu etkilenmesi muhtemel. Kârlılık tarafında ise marjlarda büyümenin sürdüğünü söyleyebiliriz. Buradaki dağılıma baktığımızda %78'in yurt dışı, %22'nin ise yurt içi olduğunu görüyoruz. Borçluluk tarafında ise sınırlı artışlar görünse de, bu artışın yatırımlardan kaynaklı olduğunu belirtmek gerekiyor. Genel olarak baktığımızda beklentilerimizin hafif üzerinde sonuçları POZİTİF değerlendiriyoruz. Yurt dışı operasyonlarındaki çeşitlendirilmiş portföyü, döviz bazlı anlaşmalarının olması ve Türkiye operasyonlarında yenilenebilir enerji yatırımı hikayesiyle beraber güçlü ve sürdürülebilir kârlılık yapısının devam edeceğini düşünürken, şirketi hikâye olarak agresif, yapı olarak defansif niteliyor. 2023 yılından bu yana 900 milyon USD yatırım yapan şirket için yatırımların geri dönüşünü 2026 yılında göreceğimizi düşünüyoruz. Mevcut kurulu gücü 3 GW seviyesinde olan şirket, 2028 yılına kadar kapasitesini 5 GW'a çıkarmayı hedefliyor. Son dönemde kısa sürede yüksek getiri sağlaması sebebiyle model portföyümüzden çıkarsak da AKSEN'i 64,30 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyesi ile beğenmeye devam ediyoruz.	48,73	1,23	11,26
ALFAS	OLUMSUZ	Alfa Solar Enerji, 3Ç25'te 2 milyar TL hasılat, 71 milyon TL FAVÖK ve 53 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Hem elektrik satışları faaliyetleri hem de yatırımlar devam etse de, iş ilişkilerindeki tahsilat gecikmeleri ve artan maliyetlerle birlikte hasılat tarafı da kârlılık tarafı da zayıflamış durumda. ALFAS özelinde finansalları olumsuz değerlendirmekle birlikte, şirketin faaliyetler bakımından beklentilerini tutturma olasılığı bu çeyrek itibarıyla kalmadı. İş ilişkilerini takip etmeye devam ediyor olacağız.	0,00	2,84	182,55
BIOEN	NÖTR	Biotrend, 3Ç25'te 679 milyon TL hasılat, 91 milyon TL FAVÖK ve 129 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Üretim rakamlarındaki daralmanın devam ettiğini görüyoruz. Maliyet optimizasyonu ile birlikte kârlılığın negatif etkilendiği bu çeyrekte, FAVÖK marjı artış göstermeyi başardı. BIOEN özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte yatırım odağını takip etmeyi sürdürüyor olacağız. Önümüzdeki 2 sene içerisinde esas gelir yansımalarını takip edebiliriz. Piroлиз yağı yatırımı kolay bir iş olmaması nedeniyle yüksek borçluluk bir süre daha sürecektir olup, kâra yansımalarıyla birlikte bunun da normalize olmasını bekleyebiliriz.	0,00	2,30	42,30
ENJSA	OLUMLU	ENJSA, 3Ç25'te 60,77 milyar TL hasılat, 9,93 milyar TL FAVÖK, 739 milyon TL net zarar ile beklentilerimizin üzerinde satış ve beklentilerimize paralel kâr rakamları açıkladı. Genel olarak baktığımızda beklenti üzerinde sonuçları pozitif değerlendiriyoruz. Faiz indirim döngüsüyle birlikte kârlılıkta artış beklerken, şirket yatırım harcamalarını da döngüyle uyumlu şekilde proaktif biçimde yönetmektedir. 2026'da başlayacak yeni tarife döneminde elektrik dağıtım şebekelerine yönelik yatırımları teşvik eden politikaların devam etmesini bekliyor, buna paralel olarak enerji yatırımlarının da hız kazanacağını öngörüyoruz. Özetle, ENJSA'yı defansif iş modeli, öngörülebilir finansalları ve sürdürülebilir kâr marjlarıyla birlikte beğenmeye devam ediyoruz.	78,86	1,02	4,36
ENTRA	OLUMLU	IC Enterra, 3Ç25'te 805 milyon TL hasılat, 574 milyon TL FAVÖK ve 55 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Özellikle HES segmentindeki zorlu koşullara rağmen Enterra sektörden pozitif ayrışmayı başardı. Genç ve kaliteli portföy başarıya büyük katkı sağlıyor. Ortalama 33,7 yıl lisans süresi, 19,8 yıl portföy yaşı, %98,9 emre amadelik ve ortalama %34 kapasite kullanım oranına sahip şirket, önümüzdeki dönemde depolamalı projeler ile kurulu gücünü yaklaşık 2 katına çıkaracak ve bu durum tüm finansalları olumlu etkileyecek. ENTRA özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Hem yatırım büyüme iştahı hem de faaliyetler nezdinde şirket sektörden pozitif ayrılmış durumda ve ayrışmaya da devam edecek gibi duruyor.	0,00	0,62	12,44
GWIND	OLUMLU	Galata Wind, 3Ç25'te 947 milyon TL hasılat, 664 milyon TL FAVÖK ve 292 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Türkiye'deki enerji piyasasının ve yenilenebilir enerjinin bu piyasadaki payının büyüdüğü düşünüldüğünde, GWIND mevcut vizyonu ile gelecek için ümit veriyor. Elektrik fiyatlarının henüz istenildiği seviyede olmamasına rağmen şirket, yıl sonu hedeflerine ulaşabilecek gibi görünüyor. GWIND özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Yenilenebilir enerji sektöründe önemli bir küresel oyuncu olmaya hazırlanıyor olacaktır.	16,85	0,95	8,75





2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KLYPV	OLUMLU	Kalyon Güneş Teknolojileri, 3Ç25'te 50,24 milyon dolar hasılat, 11,74 milyon dolar FAVÖK ve 43,82 milyon dolar net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Hem küresel olarak hem de Türkiye özelinde büyüme iştahı sürüyor. KLYPV özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte sektörde pozitif ayrışmasını sürdürüyor. Ayrıca 3 çeyrektir süregelen zararın ardından kümüle net kâra geçiş kıymetli olup, önümüzdeki yılda yeni yatırımların etkisiyle daha iyimser bir hikâye yakalanması söz konusu olabilir.	0,00	1,68	40,20
NTGAZ	OLUMLU	Naturelgaz, 3Ç25'te 1,38 milyar TL hasılat, 207 milyon TL FAVÖK ve 72 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, satış hacminde büyümenin devam ettiği, maliyet optimizasyonunun etkin olduğu ve bu durumun kârlılık üzerinde olumlu etkilerin görüldüğü bir çeyreği geride bıraktı. NTGAZ özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde şirketin yeni ihaleler, LNG'ye yönelik yüksek BOTAS iştahı ve faaliyetlerin devamıyla birlikte pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Şirket özelinde esas çeyreklerin de 1. Çeyrek ve 4. Çeyrek olduğunu tekrar hatırlatmak isteriz.	10,10	1,62	5,36
SMRTG	NÖTR	Smart Güneş Teknolojileri, 3Ç25'te 2,85 milyar TL hasılat, 511,5 milyon TL FAVÖK ve 219 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, iş ilişkisi tamamlama süresi açısından sektörün çok gerisinde. Bu durum da cirodaki gecikmelere sebep oluyor. Maliyetlerin görece sakin seyretmesiyle beraber operasyonel kârlılık diri kalmış durumda. Yüksek finansman giderlerinden dolayı net kârın ise eridiğini görüyoruz. SMRTG özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte sektörün canlı kalabilmesi için izinlerin hızlandırılması ve iş ilişkilerinin bu çerçevede tamamlanması gerekiyor.	0,00	4,03	14,27
TATEN	OLUMLU	Tatlıpınar Enerji, 3Ç25'te 21,4 milyon dolar hasılat, 13,7 milyon dolar FAVÖK ve 7,2 milyon dolar net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışların arttığı, aynı zamanda maliyetlerin de arttığı, yatırım harcamalarının devam ettiği ve topyekûn bakıldığında operasyonel kârlılığın arttığı bir çeyreği geride bıraktık. Artan finansman giderlerine rağmen net kâr yaratımını önemsiyoruz. TATEN özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte şirketin önümüzdeki dönemde daha güçlü finansallar elde etmesini bekliyoruz.	21,54	3,40	14,40
KTLEV	OLUMLU	Katılımevim, 3Ç25'te 2,5 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuç paylaştı. Sözleşme hacimlerinde güçlü büyümenin sürdüğü, tasarruf finansman gelirlerinin büyümeye başladığı, özsermaye kârlılığının %100'ün üzerinde seyrettiği bir çeyreği geride bıraktık. KTLEV özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, önümüzdeki dönemde çok daha iyimser finansalları beklemeyi sürdürüyor olacağız.	4,97	3,87	1,45



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AHSGY	OLUMLU	Ahes GMYO, 3Ç25'te 1,07 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Net karın 1,31 milyar TL'si özkaynaktan değerlendirilen yatırım olan Çağrankaya Turizm'den kaynaklandı. AHSGY özelinde finansalı olumlu değerlendirmekle birlikte yıl sonu beklentimiz olan 7,2 milyar TL net aktif değer seviyesine rahatlıkla ulaşılabileceğini değerlendiriyoruz.	12,91	1,48	25,31
AKFGY	NÖTR	Akfen GMYO, 3Ç25'te 125 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. AKFGY özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte kârlılık odağı önümüzdeki dönemde daha iyimser finansalların oluşabileceğini gösteriyor.	127,54	0,39	18,34
AKSGY	OLUMLU	Akiş GMYO, 3Ç25'te 425 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. AKSGY özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, yıl sonu hedeflerimize doğru emin adımlarla ilerleyen bir yapıyı takip ediyoruz. İlave bir alan açılımı için veri setlerini takip ediyor olacağız. AKSGY sektöre kıyasla 10 puan daha fazla iskontoya sahiptir.	6,01	0,44	8,43
ALGYO	OLUMLU	Alarko GMYO, 3Ç25'te 315 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. ALGYO özelinde şirketin beklentilerimize emin adımlarla ilerlediğini takip ediyoruz. Turizm sezonu etkisiyle oluşan kârlılık çerçevesinde 18 milyar TL net aktif değer beklentimizi korumayı sürdürüyoruz. Bu çeyrek itibariyle turizm sezonunun da bitmesiyle birlikte net nette ALGYO özelinde 2026'yı gözlemek amacıyla hedef fiyatımızda bir değişikliğe gitmiyoruz. 28,67 TL Hedef Fiyatımızı koruyoruz. AL tavsiyemizi mevcut hikâyenin tamamlanmasıyla birlikte TUT'a çeviriyoruz.	18,51	0,50	52,04
AVPGY	OLUMLU	Avrupakent GMYO, 3Ç25'te 815 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. AVPGY özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte yıl sonu net aktif değer beklentimizi 43,5 milyar TL'den 45,7 milyar TL'ye yükseltiyoruz. AVPGY sektöre paralel iskontoya sahip olup 93,31 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	0,00	0,54	10,50
BEGYO	NÖTR	Batı Ege GMYO, 3Ç25'te 35 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. BEGYO nezdinde finansalları nötr değerlendirirken, yıl sonu net aktif değer beklentimizi 7,09 milyar TL'den 6,85 milyar TL'ye revize ediyoruz. Ertelenmiş yapı odağıyla 4.çeyreğin pozitif ayrışmasını bekliyoruz.	51,50	0,84	10,28
DZGYO	NÖTR	Deniz GMYO, 3Ç25'te 60 milyon TL hasılat, 38 milyon TL FAVÖK ve 58 milyon TL net kar ile beklentilerimizin hafif altında sonuçlar paylaştı. DZGYO özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte ana hikayenin 2025 4. Çeyrekte oluşacağını vurgulamak isteriz.	6,20	0,51	627,12
EKGYO	NÖTR	Emlak Konut GMYO, 3Ç25'te 14 milyar TL hasılat, 2,98 milyar TL FAVÖK ve 194 milyon TL net kâr ile net kâr harici beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. EKGYO finansallarını nötr değerlendiriyoruz. Net kâr sapmasının ana nedeni, kredilerden kaynaklı fiktif nitelikte beklenmeyen zarar kaydı ile üçüncü çeyrekte yeniden kazanç olarak yansıyan ve önümüzdeki dönemde artış göstermesi beklenen vergi etkisinden gelen 1,22 milyar TL'lik etkidir. EKGYO özelinde 35,05 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Model portföyümüzde yer almaya devam ediyor. EKGYO sektöre kıyasla 30 puan iskontolu işlem görüyor.	3,87	0,53	8,22
HLGYO	OLUMLU	Halk GMYO, 3Ç25'te 10 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. HLGYO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte esas hikâyenin 2025 4.çeyrekte HALKB alım-satımları katkısıyla olacağını değerlendiriyoruz. HLGYO sektöre kıyasla 30 puan iskontolu işlem görüyor	3,19	0,33	13,18
ISGYO	NÖTR	İş GMYO, 3Ç25'te 323 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. ISGYO özelinde finansalları nötr değerlendirirken, yıl sonu net aktif değer beklentimizi koruyoruz. Önümüzdeki süreçte gelişmelere paralel şekilde hem net aktif değer hem de hedef fiyatımız tarafında revizyona gidebiliriz. 24,26 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	0,00	0,39	20,25
KRGYO	NÖTR	Körfez GMYO, 3Ç25'te 14 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Bedelli ile net nette yansıyan sermaye yapısı doğal olarak KRGYO'nun sektöre göre primli hale gelişine sebebiyet vermiştir. Net aktif değer bu bantta yılı tamamlaması beklenebilir.	23,23	1,38	27,90
KZBGY	NÖTR	Kızılbük GMYO, 3Ç25'te 63 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. KZBGY özelinde belirsizliklerin kalkması ve Balıkesir projesinin de finansallara yapacağı yeni katkı dikkate alınarak güçlü sonuçların önümüzdeki dönemde oluşmasını bekliyoruz. KZBGY sektöre göre 15 puan fazla iskontoyla işlem görmektedir.	39,17	0,69	4,27



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

MRGYO	OLUMLU	Martı GMYO, 3Ç25'te 2,53 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. MRGYO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte şirketin önemli ölçüde net aktif değer hedefine ulaştığını değerlendiriyoruz. Önümüzdeki iki çeyrekte benzer bir performans sergilemesi –ki bunun üzerine çıkar– durumunda dahi hedefin üzerinde bir net aktif değer üretecektir. MRGYO nezdinde 4,2 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz MRGYO son veri itibarıyla sektöre kıyasla 45 puan iskontolu işlem görmektedir.	2,64	0,29	29,05
MSGYO	NÖTR	Mistral GMYO, 3Ç25'te 44 milyon TL hasılat, 21 milyon TL FAVÖK ve 22 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. MSGYO özelinde finansalları nötr değerlendirirken, yıl sonu net aktif değer beklentimizi 5,79 milyar TL seviyesinden 5,24 milyar TL seviyesine düşürüyoruz.	0,00	0,59	35,22
OZGYO	OLUMLU	Özderici GMYO, 3Ç25'te 5 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. OZGYO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte rahatlıkla net aktif değer hedefine erişeceğini düşünüyoruz. OZGYO son veri itibarıyla sektöre kıyasla 25 puan iskontolu işlem görüyor.	0,00	0,34	45,75
OZKGY	OLUMLU	Özak GMYO, 3Ç25'te 939 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuç paylaştı. OZKGY özelinde finansalları olumlu bulmakla birlikte, yıl sonu hedeflerine rahatlıkla erişeceğini değerlendiriyoruz. 20,35 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. OZKGY sektöre kıyasla 35 puan iskontolu işlem görmektedir.	26,34	0,34	16,20
PAGYO	OLUMLU	Panora GMYO, 3Ç25'te 242 milyon TL hasılat, 177 milyon TL FAVÖK ve 160 milyon TL net kâr ile net kâr harici beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. PAGYO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte yıl sonu net aktif değer hedefimize rahatlıkla ulaşacağını düşünüyoruz. PAGYO sektöre kıyasla 10 puan iskontolu işlem görüyor.	11,24	0,56	11,71
PSGYO	OLUMLU	Pasifik GMYO, 3Ç25'te 668 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Fiktif 1,4 milyar TL'lik net kâr 4. ve diğer çeyreklere yansiyacak olup, beklentilerimiz dahilinde gerçekleşen finansalları olumlu değerlendiriyoruz. PSGYO sektöre kıyasla 25 puan iskontolu seyrediyor.	12,61	0,51	0,00
RYGYO	OLUMLU	Reysaş GMYO, 3Ç25'te 850 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. RYGYO finansallarını olumlu değerlendirmekle birlikte 26,15 TL Hedef Fiyatımızı 29,46 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. RYGYO sektöre paralel iskontosunu sürdürüyor.	2,47	0,63	21,41
SNGYO	OLUMLU	Sinpaş GMYO, 3Ç25'te 459 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuç paylaştı. SNGYO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte yıl sonu değerlemeleri çerçevesinde 111 milyar TL net aktif değer oluşabileceğini hesaplıyoruz. SNGYO nezdinde 10,51 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. SNGYO sektöre kıyasla 45 puan iskontolu işlem görmektedir.	22,91	0,41	233,62
SRVGY	OLUMLU	Servet GMYO, 3Ç25'te 295 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. SRVGY özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte büyüme iştahı çerçevesinde net aktif değer beklediğimiz gibi gerçekleşmesini bekliyoruz. SRVGY sektöre kıyasla 35 puan iskontolu işlem görüyor.	86,53	0,58	10,72
SURGY	NÖTR	Sur Tatil Evleri GMYO, 3Ç25'te 280 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. SURGY özelinde finansalları nötr değerlendirirken dönem kapanışında 11,35 milyar TL net aktif değer beklentimizi korumayı sürdürüyoruz.	5,39	0,95	0,00
TRGYO	OLUMLU	Torunlar GMYO, 3Ç25'te 3,76 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. TRGYO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, yıl sonu net aktif değer hedefimize rahatlıkla ulaşacağını düşünüyoruz. TRGYO özelinde Hedef Fiyatımızı 100,20 TL'den 109,65 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	4,28	0,59	7,62
VKGYO	SINIRLI OLUMLU	Vakıf GMYO, 3Ç25'te 535 milyon TL hasılat, 349 milyon TL FAVÖK ve 11 milyon TL net kâr ile beklentilerimizin hafif altında sonuçlar paylaştı. VKGYO özelinde finansalları sınırlı olumlu değerlendirirken, yıl sonu net aktif değer beklentimizi 58,5 milyar TL'den 53 milyar TL'ye revize ediyoruz.	0,00	0,39	4,17
YGGYO	OLUMLU	Yeni Gimat GMYO, 3Ç25'te 508 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. YGGYO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, düzenli temettü ödüyör oluşu şirketi ön planda tutmaya devam edecek. Yıl sonu beklentilerimizi korumayı sürdürüyoruz. YGGYO sektöre göre primli işlem görüyor.	0,00	1,75	24,02



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

ZRGYO	OLUMLU	Ziraat GMYO, 3Ç25'te 638 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. ZRGYO beklentilerimiz nezdinde ilerlemekle birlikte açıkladığı finansal olumlu değerlendiriyoruz. Yıl sonunda 76 milyar TL bandında bir net aktif değere ulaşım zor olmayacaktır.	19,31	1,48	49,08
RGYAS	OLUMLU	Rönesans GMY, 3Ç25'te 7,49 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. RGYAS özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, yıl sonunda net aktif değer hedefimize erişeceğini değerlendiriyoruz. Veriler çerçevesinde terminal değer iştahının bir miktar yükselmesiyle birlikte, Hedef Fiyatımızı 200,44 TL'den 226,45 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. RGYAS sektöre kıyasla 20 puan iskontolu seyretmektedir.	11,13	0,42	12,84





KOD	BİLANÇO FİKRİ	GIDA	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AEFES	SINIRLI OLUMLU	Anadolu Efes, 3Ç25'te 68,85 milyar TL hasılat, 15,22 milyar TL FAVÖK, 5,25 milyar TL net kâr ile beklentilerimizin hafif üzerinde sonuçlar açıkladı. Bira grubundaki daralmaya rağmen, meşrubat grubundaki artışın etkisiyle satışlar 3Ç24'e göre %3,8 artış gösterdi. 3Ç25'te bira grubunda özellikle yurt içi pazarda gözlemlenen yavaşlayan tüketici eğilimlerinden ve turizm sektöründeki yavaşlamadan kaynaklı zayıflama izlerken, meşrubat grubunda Orta Asya ve Irak'taki güçlü momentumun satış hacmindeki artışta önemli katkı verdiğini görüyoruz. Kârlılık tarafında ise toparlanma devam ediyor. Borç yapısında ise çeyrekse anlama finansal borç %9 azalırken, net borcun ise nakit pozisyonundaki değişimden kaynaklı %20 azaldığını görüyoruz. Bu gelişmelere ek olarak son iki çeyrektir işletme faaliyetleri ve serbest nakit akışındaki iyileşmeyi ise pozitif değerlendiriyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilerin hafif üzerinde açıklanan sonuçları SINIRLI POZİTİF olarak değerlendiriyoruz. Yılın tamamı için baktığımızda zorlu koşullara rağmen ayakta kalan ve sürdürülebilir kârlılık ve güçlü operasyon yapısını sürdüren AEFES için yılın son çeyreğinde de fiyatlandırma açısından aynı seyrin korunmasını bekliyoruz. 2025 yılının şirket için verimlilik ve sürdürülebilir marj temalı geçtiğini ve geçiş yılı olduğunu düşünüyoruz. Rusya operasyonlarındaki belirsiz sürecin hisse senedi fiyatlaması üzerindeki baskısı sürse de önümüzdeki dönem için gelecek her olumlu gelişmenin yukarı yönlü katalizör yaratma potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.	12,93	0,84	5,12
ARMGD	OLUMLU	Armada Gıda, 3Ç25'te 2,66 milyar TL hasılat, 382 milyon TL FAVÖK ve 236 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, bu çeyrekte satışlarını sürdürülebilir şekilde artırmayı devam ettirdi ve maliyet optimizasyonu ile beraber kârlılık tarafı önemli bir seviyede yükseldi. Yine de FAVÖK marjının fiyatlamaya kaynaklı alt banta yakın tamamlamasını bekleyebiliriz. ARMGD özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte eğer emtia fiyatları da desteklemeye devam ederse yukarı yönlü potansiyelin taşındığını belirtmek isteriz. ARMGD özelinde 59,88 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi korumayı sürdürüyoruz. Şirket model portföyümüzde yer almaya devam etmektedir.	11,50	1,66	14,18
ATAKP	NÖTR	Atakey Patates, 3Ç25'te 911 milyon TL hasılat, 124 milyon TL FAVÖK ve 23 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Hasat ve üretim şirketin beklentilerine paralel devam ederken, satışlar tarafında TABGD'nin pozitif katkısıyla birlikte %18'lik artış görüyoruz. TABGD haricinde ise sektördeki sorunların altını çizmek gerekiyor. ATAKP özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte, diğer faaliyetlerden istenen hacim sağlanamadıkça tam anlamıyla güçlü finansallar elde ediniminin uzun süreceğini değerlendiriyoruz.	33,70	1,22	18,23
BORSK	NÖTR	Bor Şeker, 3Ç25'te 1,05 milyar TL hasılat, 39,4 milyon TL FAVÖK ve 114 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Gelirlerin stok bazında dengeli seyrettiği bu çeyrekte, operasyonel kârlılıklar stok yönetimi sebebiyle baskında. Ek olarak, enflasyon muhasebesi de net zarar oluşturmaya devam etti. BORSK özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte önümüzdeki sezonsallığın yüksek olduğu 4. Çeyrekte belirgin bir şekilde finansalların olumlu yansımalarını görüyor olacağız. 36,14 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	0,00	0,90	19,60



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

CCOLA	OLUMLU	Coca Cola, 3Ç25'te 52,2 milyar TL hasılat, 11,74 milyar TL FAVÖK, 7,1 milyar TL net kâr ile beklentilerimizin üzerinde sonuçlar açıkladı. Geçtiğimiz çeyrekte yurt içi satışlarda daralma görsek de Orta Asya ve Irak bölgelerinin öncülük ettiği yurt dışı tarafının büyümesi sayesinde şirket satışlarını %8,9 arttırmayı başardı. Devam eden zorlu koşullar nedeniyle ünite kasa başı gelirinde daralma görülüyor olsa da, hacim artışıyla bu durum tolere edilebilir durumda. Kârlılık tarafında ise sene başından beri devam eden toparlanmanın 3. Çeyrekte de devam ettiğini görüyoruz. Genel olarak beklentilerin üzerinde açıklanan sonuçları POZİTİF değerlendiriyoruz. Yılın ilk yarısında hacim odaklı büyüme stratejinin izlendiğini gördüğümüz CCOLA'da 3Ç25'te de hacim yönlü büyümenin devam ettiğini fakat fiyatlandırmalarda da hafif iyileşmeler meydana geldiğini görüyoruz. Yılın geri kalanı için de güçlü operasyonlarını sürdürmesini beklerken, sürdürülebilir karlılığın korunmasının ana odak olduğu doğrultuda ilerlemeye devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılının şirket için verimlilik ve sürdürülebilir marj temalı geçtiğini izlerken yılın ikinci yarısında da 3Ç25'te gördüğümüz kademeli toparlanmanın etkilerini görmeye devam edeceğimizi düşünüyoruz.	15,53	2,10	8,06
ELITE	NÖTR	Elite Naturel, 3Ç25'te 575 milyon TL hasılat, 187 milyon TL FAVÖK ve 33 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Her ne kadar yatırımlar devam etse ve küresel anlamda genişleme çabası sürse de, tarifelerin negatif etkisiyle hasılat daralmaya devam ediyor. Şirketin bu sene reel büyüme ihtimali oldukça azaldı. Artan maliyetlerin de etkisiyle operasyonel kârlılık da ciddi oranda azaldı. ELITE özelinde sürpriz olmayan ve tarifelerden etkilenmeye devam eden finansalları nötr değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde yeni faaliyetlerin reel yansımalarını izliyor olacağız.	38,24	1,91	11,17
GOKNR	NÖTR	Göknur Gıda, 3Ç25'te 3,3 milyar TL hasılat, 286 milyon TL FAVÖK ve 78 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. GOKNR bu çeyrekte karışık sonuçlar paylaştı desek yanlış olmaz. Avrupa ve Amerika'da satışlar artarken, Asya ve Türkiye'de azaldı. Buna bağlı olarak da toplam hasılat %8,52 düşüş kaydetti. Artan maliyetlerden dolayı esas faaliyet karının baskılanmasıyla birlikte kârlılık tarafı olduğu gibi negatif etkilendi. GOKNR özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte gam değişim çabalarının sürdüğünü takip ediyoruz. Ek olarak, ortaklık yapısında düzenli olarak gerçekleşen değişimler algısal çelişkilere yol açmakta, bu nedenle söz konusu sürecin açık ve şeffaf bir iletişimle açıklığa kavuşturulması önem arz etmektedir.	10,04	0,76	5,88
GUNDG	OLUMSUZ	Gündoğdu Gıda, 3Ç25'te 412 milyon TL hasılat, 9 milyon TL FAVÖK ve 26 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektördeki zorlu koşullar sebebiyle satışlardaki düşüşün sürdüğünü ve maliyetlerin arttığını görüyoruz. Bu durumun kârlılığı da olumsuz etkilediğini rahatlıkla söyleyebiliriz. GUNDG özelinde finansalları olumsuz değerlendirmekle birlikte zorlu koşulların bir süre daha devam edeceğini değerlendiriyoruz. Yatırımları ise yakından takip etmeyi sürdürüyoruz.	0,00	4,42	2.591,83
KRVGD	SINIRLI OLUMLU	Kervan Gıda, 3Ç2025'te 3,7 milyar TL hasılat, 402 milyon TL FAVÖK ve 77 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Bu çeyrekte tonajlar oldukça dengeli seyrediyor. Kârlılık tarafında verimlilik çabası sürse de, hafif daralmalar görüyoruz. Önümüzdeki süreçte Polonya'dan çıkışla birlikte kârlılığın yükseleceğini düşünüyoruz. KRVGD özelinde finansalları sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte Polonya'dan çıkış ve Türkiye'ye dönüş iştahının yansımalarını 4. Çeyrekte itibaren kademeli görüyor olacağız.	0,00	0,86	8,81





2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

OFSYM	OLUMLU	Ofis Yem, 3Ç25'te 3,46 milyar TL hasılat, 214 milyon TL FAVÖK ve 46 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şap hastalığının sektörü olumsuz etkilediği bu çeyrekte, satışlarda önemli düzeyde bir geri çekilme yaşandı. Hasılatdaki düşüşün, maliyetlerdeki düşüşten daha yüksek olmasıyla birlikte, kârlılık tarafı ciddi anlamda baskılandı. Operasyonel kârlılık son dönemin en düşük seviyesinde gerçekleşti. OFSYM özelinde şap etkisi de dikkate alındığında bu finansalların oluşabileceğini tahmin ettiğimizi hatırlatarak finansalları nötr değerlendiriyoruz. Kısa vadeli fiyatlamalarda dalgalanma olasılığı ortaya çıksa da şirket yatırım iştahıyla orta ve uzun vade iyimser görünüm taşımaya devam ediyor.	18,44	2,15	7,86
TATGD	OLUMLU	Tat Gıda, 3Ç25'te 1,98 milyar TL hasılat, 273 milyon TL FAVÖK ve 48 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. İlk 2 çeyreğin negatif tablosuna rağmen bu çeyrekte finansallar gözle görülür bir şekilde canlanmış durumda. Mevsimsel etkinin net bir şekilde görüldüğünü söyleyebiliriz. TATGD özelinde sezonun hak edilmiş finansalları olmasıyla birlikte önümüzdeki yılların daha iyimser olduğunu söylemek yanlış olmaz.	11,86	0,81	17,90
TBORG	SINIRLI OLUMLU	Türk Tuborg, 3Ç25'te 11,8 milyar TL hasılat, 3,5 milyar TL FAVÖK ve 1,4 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. İskontolu fiyat sebebiyle satışların artışı kısıtlanmış oldu. Bununla beraber maliyetlerdeki artış devam ediyor. İskonto etkisinin kârlılığı da baskıladığını görüyoruz. Ek olarak, enflasyon muhasebesi sebebiyle net kâr ekstra baskılanmış durumda. TBORG özelinde finansalları sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde iskontolu odaktan vazgeçilmesi veya bir miktar azaltımı dahi çok daha iyimser finansalları hızla ortaya çıkaracaktır.	14,56	2,35	5,45
ULKER	SINIRLI OLUMLU	Ülker Bisküvi, 3Ç25'te 25,41 milyar TL hasılat, 4,50 milyar TL FAVÖK, 1,06 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel sonuçlar açıkladı. Yurt dışı satışlarının %23 artışıyla birlikte satışlar toplamda %4,8 artış göstermiş durumda. Genel olarak baktığımızda beklentimize paralel sonuçları NÖTR olarak değerlendiriyoruz. Yıl boyu devam eden gider optimizasyonu ve proaktif yönetimin getirmiş olduğu pozitif etkilerin sürdüğünü izlerken, hacimsel operasyonlardaki yatay seyir, iç pazar marjlarında toparlanma olmasına karşın TL bazlı satışlarda zayıf büyüme, uluslararası operasyon marjlarında daralma gibi faktörleri negatif yorumluyoruz. Yüksek finansman giderlerinin etkisi sürse de finansal yapının sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. ULKER için 2025 yılını verimlilik odaklı ilerletip tedarik zinciri ve kanal maliyetlerinde gider optimizasyonunu sürdürme amacıyla devam edildiği için, 2025 yılını geçiş yılı olarak görüyoruz.	6,87	1,05	5,23
YYLGD	OLUMLU	Yayla Gıda, 3Ç25'te 5,06 milyar TL hasılat, 539 milyon TL FAVÖK ve 126 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Gelirlerdeki büyüme ivmeli bir şekilde devam ederken, artan maliyetlere rağmen kârlılık güçlü seyrini korumaya devam ediyor. Bu sene tamamlanması beklenen Niğde fabrikasının da etkisiyle, kârlılığın oldukça olumlu etkilenmesini bekliyoruz. YYLGD özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, operasyonel kârlılığın yatırımın henüz tamamlanmamış olmasına ve şirketin yatırım döneminde olmasına rağmen güçlü seyretilmesi geleceğe ışık saçıyor.	14,91	0,93	16,72



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	HOLDİNG	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AGHOL	SINIRLI OLUMLU	Anadolu Grup Holding, 3Ç25'te 3,4 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Bira büyümesindeki yavaşlamaya rağmen, meşrubat grubundaki disiplin, perakende tarafındaki güçlü büyümeyle beraber sınırlı olumlu sonuçlar görüyoruz. AGHOL özelinde finansalı sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte özellikle meşrubat ve perakendedeki güçlü seyrin yanına bira grubu da eklenmesi durumunda çok daha güçlü finansalların elde edilmesini bekleyebiliriz.	0,00	0,59	2,71
ALARK	NÖTR	Alarko Holding, 3Ç25'te 730 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Alcen değerlemesinin finansallara pozitif etki ettiğini, bizim ise finansalları Alcen değerlemesini hariç tutarak değerlendirdiğimizi belirtmek istez. ALGYO tarafı iyi gidiyor fakat elektrik tarafında negatif seyir var. ALARK özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte sürecin planlandığı gibi gitmesi durumunda en erken 2027'de reel FAVÖK ve net kâr elde etmesi beklenebilir.	31,49	0,54	0,00
DOHOL	OLUMLU	Doğan Holding, 3Ç25'te kombine 885 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. GWIND'ten gelen pozitif katkıyla beraber beklentiler üzerinde gelen Gümüştaş katkısı, Hepiyi'nin Pazar payı kazanımı ve her geçen çeyrek iyileşen Karel operasyonlarıyla birlikte, holdingin önümüzdeki dönemlerde de gittikçe daha pozitif finansallar açıklayacağını düşünüyoruz. Esas toparlanmanın ise 2Q2026'da olacağını öngörüyoruz.	0,00	0,58	1,20
ECILC	OLUMLU	Eczacıbaşı İlaç, 3Ç25'te 2,25 milyar TL hasılat, 111 milyon TL FAVÖK ve 496 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sağlık sektöründeki zorlu koşullara rağmen şirket özelindeki gelişimler sürüyor. Gayrimenkul faaliyetlerinden gelen kira gelirinin finansallara olumlu etkisi devam ediyor. Eczacıbaşı Holding tarafından ödenen kâr payı ödemesiyle birlikte ECILC 4 çeyrek sonunda pozitif bir FAVÖK açıklamış oldu. ECILC özelinde finansalları bir faaliyet bütünü yapısıyla zorlu koşullara rağmen olumlu değerlendiriyoruz. İlaç sektöründen gelecek canlanma ile birlikte daha da pozitif ayrışması beklenebilir.	24,62	1,01	0,00
ECZYT	OLUMLU	Eczacıbaşı Yatırım Holding, 3Ç25'te 365 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Şirket, ECILC özelindeki gayrimenkul kira gelirine ek olarak INTEM tarafındaki faaliyetlerin katkısıyla beraber net kâr tarafında önemli bir rakam açıkladı. Yine de artan maliyetler sebebiyle kârlılık marjları normalize olmuş durumda. Şirket bu gelişmelere ek olarak 64.812.992,37 TL'lik Rekabet Kurumu cezasını indirilmiş olarak 48.609.744,28 TL ödeyerek bu alandaki ilave yükümlülüklerini ortadan kaldırmış oldu. ECZYT özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte zorlu koşullara rağmen net kar yaratım iştahı geleceğe ışık saçıyor.	46,71	1,39	0,00
GLYHO	OLUMLU	Global Yatırım Holding, 3Ç25'te 7 milyar TL hasılat, 2,28 milyar TL FAVÖK ve 646 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. 9 aylıkta TMS 29 dahil operasyonel FAVÖK'ü 7,63 milyar TL oldu. Gaz tarafında yüksek sezon olmamasına rağmen, büyüme rakamlarının görece iyi gittiğini, liman faaliyetlerinin ise oldukça güçlü olduğunu görüyoruz. GLYHO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde daha iyimser finansallar elde edilmesini bekliyoruz.	5,61	1,93	9,45



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

GSDHO	OLUMLU	GSD Holding, 3Ç25'te 36 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. 9 aylık net zarar 279 milyon TL oldu. Faktoring, bankacılık ve varlık yönetimi finansalları pozitif etkiledi. Şirket, önümüzdeki dönemde gemi taşımacılığı segmentine yatırım yapıp filosunu büyütmek ve gençleştirmek istiyor. 7 yeni gemi alımıyla beraber gemi sayısı 16'ya yükselecek, bu da önümüzdeki dönemde şirket finansallarını oldukça pozitif etkileyecek. GSDHO özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, her geçen çeyrek bankacılık ve varlık yönetim finansallarını tıpkı faktoring gibi etkin hissetmeyi sürdürüyor olacağız. GSDHO sektörde %85 iskonto ile işlem görmektedir.	81,17	0,37	2,13
KCHOL	OLUMLU	Koç Holding, 3Ç25'te 13 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Enerji sektörünün iyimser devam etmesiyle, otomotiv sektörünün zorlu koşullara rağmen kârlılığını devam ettirmesiyle, finans sektöründen gelen temel bankacılık kârlılığını sürmesiyle birlikte kârlılık tarafı desteklendi. KCHOL özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde ana rakibi SAHOL'e kıyasla daha hızlı toparlanmasını bekliyoruz. KCHOL güncel veri itibarıyla %50 iskontolu işlem görüyor.	65,81	0,65	7,67
NTHOL	OLUMLU	Net Holding, 3Ç25'te 515 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Turizm tarafındaki canlılığın devam ettiği, otellerdeki tadilat ve yenileme çalışmalarının sürdüğü bir çeyreği geride bıraktık. Şans oyunları ve diğer faaliyetlerde de olumlu seyir sürüyor. Holding bir yandan gayrimenkul segmentinde de faaliyetlerine devam ediyor. NTHOL özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde pozitif ayrışmasının devam etmesini bekliyoruz. NTHOL son veri itibarıyla %75 iskontolu işlem görmektedir.	10,46	0,37	4,39
OSTIM	NÖTR	Ostim Endüstriyel Yatırımlar, 3Ç25'te 120 milyon TL hasılat, 3,5 milyon TL FAVÖK zararı ve 18 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. OSTIM özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte nakit yapısının ve önümüzdeki dönemde fiziksel yatırımlarının finansallara yansımalarının olumlu olmasını bekliyoruz.	8,47	0,77	0,00
SAHOL	SINIRLI OLUMLU	Sabancı Holding, 3Ç25'te 679 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Zorlu makro koşullarına rağmen net kâr yaratımını olumlu değerlendiriyoruz. Özellikle operasyonel kârlılıkta güçlü bir büyüme görünüyor. Stratejik gelişmeler sürüyor. Sabancı Renewables Inc., yeni aldığı aksiyonlarla birlikte kurulu gücünü 790 MW'a yükseltirken, sermaye taahhüdü 395 milyon dolara yükseldi. Kordsa'da bedelli sermaye artırımı kararı alınırken, holding bu sermaye artırımına katılacağını açıkladı. Bulutistan, kendi altyapısıyla Birleşik Krallık'ta hizmet vermeye başladı. CIS ve Avrupa'da yayılımını sürdürecektir. SAHOL özelinde finansalları sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki çeyrek itibarıyla sürpriz olmaması halinde bankacılık grubunun da net kârda pozitive geçmesiyle birlikte daha güçlü kârlılıklar elde edinimine başlanmasını bekliyoruz.	0,00	0,47	5,97



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



SİSE	OLUMLU	Şişe Cam, 3Ç25'te 53,93 milyar TL hasılat, 6,49 milyar TL FAVÖK, 1,46 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel satış ve FAVÖK, beklentilerimizin altında net kâr açıkladı. Satış kırılımına baktığımız zaman Avrupa ve Amerika bölgelerinde daralma görürken, Rusya-Ukrayna-Gürcistan bölgesinde artış görüyoruz. Toplam satışlar ise 3Q24'e göre %5,6 daralmış durumda. Önümüzdeki dönemde hem küresel ölçüde hem de iç piyasada faiz indirim döngüsüyle beraber satışların toparlanacağını ve en kötünün geride kaldığını düşünsek de, toparlanmanın gelişimi için sektörel verilerin takip edilmesi gerekiyor. Genel olarak sonuçları SINIRLI OLUMLU değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde kademeli iyileşmenin devamını beklerken 2Ç25 itibarıyla görece en kötünün geride kaldığını düşünmekle beraber, sektörün kırılğan yapısı sebebiyle verilerin yakından takip edilmesinin önemini belirtmek isteriz. Bütün bu gelişmeler dışında şirketin yapmış olduğu gider optimizasyonu ve katma değerli ürünlere yönelimin zorlu ve kırılğan sektörel sürecin negatifliğini nötrleyeceğini düşünüyoruz. Son olarak yeni yatırımların çok büyük ölçüde tamamlanacağı bu yıl için özellikle Tarsus'taki enerji camları fırını ve işleme hatlarının devreye alınması önümüzdeki dönemde katma değerli ürün gamının genişlemesi açısından pozitif olacaktır.	41,45	0,47	15,42
	OLUMLU	TAVHL, 3Ç25'te 26,92 milyar TL hasılat, 10,98 milyar TL FAVÖK, 5,95 milyon TL net kar ile konsensus beklentisinin üzerinde sonuçlar açıkladı. Satışlarda avro bazlı %13 artış kaydedilirken, bu artışı besleyen en önemli unsur Ankara yatırımlarının tamamlanması ve imtiyaz döneminin ilk tam çeyreğinin etkileri oldu. Trafik verilerinde de artışların finansalları desteklediğini görüyoruz. Net Kâr tarafında yılın ilk yarısında ertelenmiş vergi ve kur farkı gibi nakit dışı kalemlerin negatif etkisini görmüştük fakat bu çeyrekte bahsedilen negatif etkilerin görece azaldığını ve bu durumun da kârlılığa pozitif etki ettiğini görüyoruz. Yatırımların devam etmesine rağmen net borç tarafındaki %10'luk düşüşü pozitif değerlendiriyoruz. TAVHL'in 3Ç25 sonuçları beklentilerin üzerinde gerçekleşti ve şirket, Almatı yatırım programı sonrası yatırım harcamalarında yukarı yönlü revizyon yaptı. Karlılık, satış ve yolcu trafiği beklentileri korunuyor. 2025 yılı için satış beklentisi 1.750-1.850 milyon euro, FAVOK beklentisi 520-590 milyon euro olarak öngörülüyor ve yılı üst banda yakın kapatması bekleniyor. CAPEX beklentisi revizyonla 220-240 milyon euroya yükseldi (Almatı yatırımı dahil 70 milyon euro). Operasyonel anlamda güçlü performans sürüyor; Ankara'daki etkiler bu çeyrekte itibaren görünmeye başlarken, Antalya ve Almatı'daki potansiyel büyüme ile sürdürülebilir güçlü büyüme bekleniyor. Şirket, yatırım dönemine rağmen finansal giderlerin baskısına rağmen güçlü yapısını koruyor.	24,47	1,21	6,74
	OLUMLU	Turcas Holding, 3Ç25'te 406 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Akaryakıt perakende sektöründe önemli bir oyuncu olan şirket, STAŞ ve RWE ile beraber holdingleşme yönünde hazırlıklar yapıyor. TRCAS özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte geleceğe yönelik beklentilerde bir holding oluşumu şirketin hikayesini kuvvetlendiriyor.	11,02	0,72	0,00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	İNŞAAT	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
BRLSM	NÖTR	Birleşim Mühendislik, 3Ç25'te 1,18 milyar TL hasılat, 100 milyon TL FAVÖK ve 3,3 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Tahsilatlar sınırlı da olsa büyümeyi başarırken, asıl büyümenin son çeyrekte olacağını düşünüyoruz. Operasyonel anlamda henüz şirket elindeki projeleri tamamlayıp tahsil etmedikçe istenilen seviyelere erişmesi zor olacaktır. Esas iyileşmenin 2026 ve sonrasında olacağını değerlendiriyoruz BRLSM özelinde finansalları nötr değerlendiriyoruz.	10,75	1,69	7,38
EDIP	OLUMLU	Edip Gayrimenkul, 3Ç25'te 184 milyon TL hasılat, 88 milyon TL FAVÖK ve 70 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. EDIP özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte faaliyetlerin güçlü duruşu net aktif değere iyimser yansımaya devam edecek. EDIP sektöre kıyasla 25 puan iskontolu işlem görüyor.	2,46	0,33	11,52
ENKAI	OLUMLU	Enka İnşaat, 3Ç25'te 1,1 milyar dolar hasılat, 207 milyon dolar FAVÖK ve 279 milyon dolar net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, sene sonu backlog tahminlerimize 3. Çeyrek sonunda erişmeyi başardı. Enerji tarafındaki güçlü duruş, operasyonel kârlılığa da etki etti. ENKAI özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde büyüme iştahı daha güçlü finansalları ortaya çıkarma ihtimalini artırıyor. Dolar kurundaki yukarı yönlü seyir nedeniyle 111,58 TL Hedef Fiyatımızı 113,96 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	13,18	1,25	9,20
GESAN	SINIRLI OLUMLU	Girişim Elektrik, 3Ç25'te 6,37 milyar TL hasılat, 1,29 milyar TL FAVÖK ve 320 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz üzerinde sonuçlar paylaştı. Sektörün genelinin haricinde şirket tahsilatlarının etkin olması finansalları desteklemeyi sürdürüyor. Maliyet optimizasyonu ile birlikte kârlılığa da hasılat artışı sınırlı da olsa yansımış durumda. GESAN özelinde gecikmiş tahsilatların yansımalarıyla ayrılan finansalları sınırlı olumlu değerlendiriyoruz. EUPWR finansallarının büyük etkisini gözden kaçırmamak gerekiyor.	24,22	1,57	6,84
GLRMK	OLUMLU	Gülermak Ağır Sanayi, 3Ç25'te 190 milyon avro hasılat, 39,2 milyon avro FAVÖK ve 27,85 milyon avro net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. İş ilişkisi gelişimi de, buna bağlı olarak gelir gelişimi de sürüyor. Maliyetlerin de yönetilebildiği bu süreçte, kârlılık canlı kalmaya devam ediyor. GLRMK özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte şirketin önümüzdeki dönemde gelir kazanımını elde etmeye devam etmesini bekliyoruz.	14,64	3,39	10,53
ORGE	OLUMSUZ	Orge Enerji, 3Ç25'te 795 milyon TL hasılat, 483 milyon TL FAVÖK ve 183 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, bu sene yeni iş ilişkisi kazanımı konusunda oldukça zorluk çekiyor. Bununla birlikte, tahsilatlardaki gecikmelerin hem hasılatı hem de kârlılık tarafını oldukça baskıladığını görüyoruz. Şirket tarafından bir kez daha beklentiler aşağı revize edilmiş oldu. ORGE özelinde finansalları olumsuz değerlendirmekle birlikte beklentilerde güncel koşullar çerçevesinde aşağı yönlü riskler artıyor.	11,22	1,52	3,49





KOD	BİLANÇO FİKRİ	KAĞIT, BASIM VE KİRALAMA	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
BARMA	OLUMLU	Barem Ambalaj, 3Ç25'te 871 milyon TL hasılat, 121 milyon TL FAVÖK ve 13 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satış tonajı da, satış tonajı büyümesi de bu çeyrek itibarıyla pozitifte dönmüş durumda. Yatırımların etkisinden dolayı operasyonel kârlılık tarafında marjlar daralsa da, miktarsal olarak artışlar devam ediyor. Konya kâğıt fabrikası tarafında ise testler tamamlanmış olup, soğuk çevrim testleri yapılıyor. Yıl sonu ya da en geç 2026'nın ilk çeyreğinde kâğıt tesisinin devreye alınması bekleniyor. BARMA özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte her geçen çeyrek yeni yatırım ve makro çerçevede toparlanmanın etkisiyle finansallarda iyileşmenin devamını bekliyoruz.	30,47	1,31	39,27
LILAK	OLUMLU	Lila Kâğıt, 3Ç25'te 3,19 milyar TL hasılat, 663 milyon TL FAVÖK ve 411 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Operasyonel zorlukların etkisiyle gelirin düşmesine rağmen Brüt Kâr ve FAVÖK canlı seyretmeye devam ediyor. Yatırımların da planlar dahilinde devam ettiğini görüyoruz. LILAK özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte kâğıt sektöründe en iyi finansal olma potansiyelini taşımayı sürdürüyor. Yeni yatırımların da devreye girmesiyle birlikte hacmin kayda değer seviyede büyüdüğü bir yapıyı takip etmeyi bekliyoruz.	12,92	1,08	6,61
TEZOL	NÖTR	Europap Tezol, 3Ç25'te 1,31 milyar TL hasılat, 124 milyon TL FAVÖK ve 98 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Bu çeyrekte tonajlarda ve gelirlerde zayıflama sürmeye devam etti. Artan maliyetler de kârlılıkları baskıladı. Yüksek baz etkisiyle de FAVÖK'teki düşüş %73 gibi dramatik bir düşüş gösterdi. TEZOL özelinde finansalların beklentilerimiz dışına çıkmaması nedeniyle finansalları nötr değerlendiriyoruz. 2026 yılı ortasına kadar zorlu sürecin sürmesini bekliyoruz.	0,00	1,02	56,12
LIDER	SINIRLI OLUMLU	LDR Turizm, 3Ç25'te 423 milyon TL hasılat, 120 milyon TL FAVÖK ve 209 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Turizm sektöründeki zorlu koşullar ana faaliyet gelirlerini baskılasa da, şirketin sahip olduğu menkul kıymetlerin değerlemeleri ve satışlarından doğan gelirleri net kâra olumlu etki ediyor. LIDER özelinde finansalları sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde menkul kıymetlerin varlığı ilave bir katalizör ortamı yarattığından, rasyolar tarafında rasyonel bir değerlendirme yapmak mümkün görünmüyor. Sektörel olarak ise iyileşmenin görülebilmesi için 2Q2026'nın beklenmesinin gerektiğini düşünüyoruz.	30,89	7,27	91,08
PLTUR	OLUMLU	Platform Turizm, 3Ç25'te 1,5 milyar TL hasılat, 264 milyon TL FAVÖK ve 53 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektördeki zorlu koşullara rağmen bu çeyrekte de hasılat büyümesi sürdü. Yeni iş ilişkilerinin yansımalarıyla önümüzdeki çeyreklerde daha ivmeli bir büyüme bekliyoruz. Maliyetlerin ve yönetim giderlerinin artışıyla operasyonel kârlılık baskılanmış durumda. Enflasyon muhasebesi sebebiyle de şirket net zarara geçmiş oldu. PLTUR özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, esas ivmelenmenin önümüzdeki çeyreklerde olacağını hatırlatmak isteriz.	17,80	0,67	4,68



KOD	BİLANÇO FİKRI	KİMYA	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AKSA	NÖTR	Aksa Akrilik, 3Ç25'te 8,1 milyar TL hasılat, 976 milyon TL FAVÖK ve 1,19 milyar TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Bu çeyrek finansallarını Aksa Carbon hariç tutularak değerlendirdiğimizi belirlemek isteriz. Hem yurt içinde hem de küresel olarak zorlu koşullarında etkisinde tüketim baskılanmaya devam etti. Satışlarda önemli bir değişiklik olmazken, şirket akrilik pazarındaki lider korumunu korumaya devam etti. AKSA özelinde finansalları Aksa Carbon etkisi arındırıldığında NÖTR değerlendiriyoruz. Finansallar beklentilerle uyumlu gerçekleşmiş olup, sektör özelinde ise henüz belirgin bir toparlanma sinyali gözlenmediğini belirtmek gerekiyor.	18,90	1,41	19,86
ALKİM	OLUMSUZ	Alkim Kimya, 3Ç25'te 1,39 milyar TL hasılat, 62 milyon TL FAVÖK ve 41 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Hem üretim hem de satış tarafında dalgalı bir seyir hakim. Kârlılık tarafında ise kan kaybı devam ediyor diyebiliriz. Reel anlamda son dönemin en zayıf operasyonel kârlılığı olmakla birlikte, fiyatlama davranışı riskleri ve artan maliyetler aşağı yönlü riskleri artırıyor. ALKİM özelinde finansalları olumsuz değerlendirmekle birlikte, emtia ve gelişmeleri yakından takip ediyor olacağız.	0,00	1,10	22,99
AYGAZ	OLUMLU	Aygaz, 3Ç25'te 21,23 milyar TL hasılat, 1 milyar TL FAVÖK ve 1,7 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektördeki beklenen düzeyde daralmanın etkilerini net bir şekilde gözlemlerken, Bangladeş'in pozitif etkisi finansallara ciddi bir şekilde yansımış durumda. Sonatrach'ın da çeyreklik bazda pozitif dönüşüyle çeyreklikte 37 milyon TL stok karı yazıldı. Kârlılıkların yatay seyrettiği bu dönemde, işletme sermayesi ihtiyacının da azalmasıyla şirketin gelecek görünümünde pozitif bir havanın oluştuğunu belirtmek gerekiyor. AYGAZ özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte Bangladeş etkisinin her geçen gün güçlü şekilde finansallara yansımaları bekliyoruz. Beklentilerin yıl sonunda rahatlıkla tutturulmasını beklemekle birlikte pazar payı özelinde tüplügazda alt, otogazda üst bantta kalacağını düşünüyoruz.	14,05	0,68	16,21
BRISA	NÖTR	BRISA, 3Ç25'te 10,56 milyar TL hasılat, 1,63 milyar TL FAVÖK ve 296,9 milyon TL net zarar ile beklentilere paralel sonuçlar açıkladı. Sektöre baktığımız zaman özellikle yurt dışındaki daralmanın devam ettiğini fakat yurt içi pazarın etkisiyle toparlanmanın sınırlı da olsa başladığını görüyoruz. Yurt dışındaki pazar payı kazanımının etkilerinin hem 4Q2025'e hem de 2026 yılına yansımalarını bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde de pazar payı kazanımı odaklı stratejinin sürmesini beklerken, şirket açısından 2Ç25 bilançosunun ardından da değiştiğimiz gibi en kötünün geride kaldığını düşünüyoruz fakat otomotiv sektörü ile korelasyonu yüksek bir şirket yapısı içerisinde olduğu varsayımı altında haber akışını ve sektörel verileri takip etmeye devam edeceğiz.	0,00	1,18	8,32
DEVA	OLUMSUZ	Deva Holding, 3Ç25'te 4,47 milyar TL hasılat, 274 milyon TL FAVÖK ve 21 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. DADS kurunun güncellenmemiş olması hem satış hacmini hem de satış gelirlerini kısıtladı. Ek olarak DEVA, sektörden de negatif ayrıştı. Bu durum şirket kârlılıklarına oldukça zarar verdi. DEVA özelinde finansalları olumsuz buluyoruz. DADS güncellemesi olmadan da istenen toparlanmanın olamayacağını düşünüyoruz.	41,43	0,47	13,85
EGGUB	OLUMLU	Ege Gübre, 3Ç25'te 944 milyon TL hasılat, 225 milyon TL FAVÖK ve 163 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Faaliyetlerdeki büyümenin devam ettiği bu çeyrekte, gelirlerdeki büyümeye karşın maliyetlerin de artışıyla birlikte kârlılık tarafı normalize oldu. Yıl sonunu %31,5-33 aralığında bir FAVÖK marjı göreceğimizi hesaplıyoruz. EGGUB özelinde özellikle 9 aylık büyüme ve 3. Çeyrekte görece normalize olan liman faaliyetleriyle birlikte sonuçları sınırlı olumlu değerlendiriyoruz.	22,49	1,26	12,36
GUBRF	OLUMLU	Gübre Fabrikaları, 3Ç25'te 22 milyar TL hasılat, 4 milyar TL FAVÖK ve 1 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, esas faaliyeti olan gübre sektöründe operasyonel anlamda güçlü sonuçlara ulaşamıyor. Faaliyet kârı tamamen maden faaliyetlerinden geliyor. GUBRF özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, şirketin altın tarafında Faz 2'nin de başlamasının katkısıyla daha güçlü gelirler elde etmesini bekliyoruz.	15,28	3,86	12,22
HEKTS	OLUMSUZ	Hektaş Ticaret, 3Ç25'te 975 milyon TL hasılat, 440 milyon TL FAVÖK zararı ve 1,14 milyar TL net zarar ile beklentilerimizin altında sonuçlar paylaştı. Kapasite kullanım oranları yatay seyretse de, yatırımlar devam etse de fiyatlandırma kaynaklı sorunlardan dolayı gelirler düşmeye devam ediyor. HEKTS özelinde finansalları olumsuz değerlendirmekle birlikte faaliyet iştahı dikkate alınarak dipten dönmeye çalışan fiyatlamalarla birlikte önümüzdeki 6 çeyreklik finansallarda kademeli toparlanma görülebilir.	0,00	1,79	0,00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

ISKPL	NÖTR	Işık Plastik, 3Ç25'te 562 milyon TL hasılat, 75 milyon TL FAVÖK ve 37 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışların dengeli seyrini gördüğümüz bu çeyrekte, kâr miktarları azalmış olsa da, marjlar artmayı başardı. ISKPL özelinde finansalları nötr değerlendiriyoruz. Ancak piyasadaki aktif dominasyona bağlı olarak süregelen arz fazlası ortadan kalkmadıkça, hedeflenen finansal sonuçlara ulaşmak güç olacaktır. Şirketin ABD ve diğer ülke pazarlarına yönelik görece iştahı ise zorlu koşullar altında dahi rakiplerine kıyasla sınırlı da olsa ayrışma fırsatı yaratabilir.	58,59	5,36	46,53
KBORU	NÖTR	Kuzey Boru, 3Ç25'te 1,12 milyar TL hasılat, 198 milyon TL FAVÖK ve 15 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektörde önemli bir oyuncu olarak faaliyetlerini sürdüren şirket, maliyet optimizasyonu ile beraber kârlılık tarafını beslemeye çalışıyor. Hasılat rakamlarında CTP etkisi izleniyor. Maliyetlere rağmen FAVÖK'ün diri kalabildiğini görüyoruz. Net Kâr tarafında ise yatırımlardan kaynaklı baskı görülse de, 3. Çeyrek özelindeki finansal giderin son 3 çeyrekteki en düşük rakam olduğunu belirtmek isteriz. KBORU özelinde beklentilerimiz dahilinde olan finansalları nötr değerlendirmekle birlikte iş ilişkilerini ve kârlılık odaklarını takip etmeyi sürdüreceğiz.	11,31	1,93	30,86
KOPOL	NÖTR	Koza Polyester, 3Ç25'te 33,57 milyon USD hasılat, 6,8 milyon USD FAVÖK ve 847 bin USD net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. KOPOL finansallarını nötr değerlendirmekle birlikte kısa vadede artan finansman giderleri kaynaklı oluşan çeyreklik zarar dalgalanmalara neden olabilir. Şirketin, sektördeki zorlu koşullara rağmen iyimser dönemlerde hızlı bir şekilde finansallarını toparlayabileceğini düşünüyoruz.	51,17	1,83	11,52
MEDTR	SINIRLI OLUMLU	Mediterra Tıbbi Malzeme, 3Ç25'te 648 milyon TL hasılat, 64 milyon TL FAVÖK ve 26 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Bu çeyrek hasılat tarafında daralma görülse de, ihracat payının artıyor olmasını olumlu görüyoruz. Ürün gamının geliştiği, maliyetlerin yatay seyrettiği, FAVÖK'ün şirketin ortalamalarına döndüğü bir çeyreği geride bırakıyoruz. MEDTR özelinde finansalları beklentilerimiz dâhilinde sınırlı olumlu değerlendirirken, özellikle bu yıl beklenen iş ilişkilerinin katkısıyla birlikte görece bir toparlanmanın sağlanmasını bekliyoruz.	0,00	1,19	13,46
PETKM	OLUMSUZ	Petkim, 3Ç25'te 22,22 milyar TL hasılat, 62,8 milyon TL FAVÖK zararı, 1,21 milyar TL net zarar ile beklentilerimize paralel satış ve FAVÖK, beklentilerimizden daha fazla net zarar açıkladı. Hem üretime hem de satışlara baktığımız zaman gerek önceki çeyreğe göre gerekse de 3Ç24'e göre artış görsek de, üretim maliyeti, arz fazlası ve talep yönlü sorunlar sebebiyle ürün marjlarında zayıf seyir devam ediyor. Brüt zarardan brüt kâra geçişi olumlu görsek de, sektörel sorunlardan kaynaklı faaliyet zararı devam ediyor. Sektörün görünümüyle beraber Petkim'in yakın geleceği de hiç iyi görünmüyor. Genel olarak baktığımızda çeyrekssel toparlanma gözüktse de zayıf sonuçları NEGATİF değerlendiriyoruz. Yüksek sezonun ardından Çin kaynaklı arz fazlası, önümüzdeki dönemde sektörel yatırımlardan kaynaklı potansiyel fiyat baskısı, talep yönlü sorunlar gibi faktörlerden kaynaklı spread 4Ç25 itibarıyla (devam ediyor) 3Ç25'ten daha zayıf seyrini sürdüğünü görüyoruz. 2026 için de sektörel haber akışı ve gelişmeler dahilinde majör bir iyileşme beklemiyoruz.	0,00	0,62	0,00
TARKM	SINIRLI OLUMLU	Tarkim Bitki Koruma, 3Ç25'te 378 milyon TL hasılat, 64 milyon TL FAVÖK ve 25 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. TARKM özelinde finansalların sezon etkisine rağmen güçlü kalmış olmasıyla sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte, şirketin net kârını eriten en önemli unsurun net parasal kayıp/kazanç kısmı olduğunu değerlendiriyoruz. Buradaki olumsuzluğun sadece muhasebesel bir işlem olarak kaldığını belirtmek isteriz. Bitki koruma operasyonlarına olan ihtiyaç ve ihracat iştahı şirketi ve şirket yapısını geleceğe hazırlıyor.	0,00	2,96	26,27
TRILC	OLUMLU	Türk İlaç, 3Ç25'te 1,17 milyon TL hasılat, 275 milyon TL FAVÖK ve 119 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektördeki zorlu koşullara rağmen TRILC güçlü yapısı ile sektörden pozitif ayrışıyor. Hasılatla önemli bir büyüme görsek de, maliyetlerdeki artış kârlılığı baskılayan en önemli unsur olarak göze çarpıyor. Şirket, son 4 çeyrek itibarıyla ilk defa net kârda reel şekilde pozitif yöne geçiyor oluşuyla birlikte finansalları düşen marjlara rağmen pozitifleşmiş durumda.. Sektördeki iyileşmelerden hızlı ve pozitif şekilde yararlanmasını beklemeyi sürdürüyoruz.	0,00	1,56	11,90



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



TUPRS

OLUMLU

TUPRS, 3Ç25'te 220,6 milyar TL hasılat, 19,78 milyar TL FAVÖK, 12,1 milyar TL net kâr ile beklentilerin üzerinde sonuçlar açıkladı. Satış rakamlarına baktığımızda geçtiğimiz yıla paralel sonuçlar ile 8 milyon ton satış gerçekleştiğini görüyoruz. Yurt içi satışlara baktığımızda ise yıllık bazda %4 artış görürken, en büyük etkinin %15 artış gösteren benzin satışlarından geldiğini görmekteyiz. Ürün marjlarına baktığımızda ise orta distilat ürün marjlarının zorlu makroekonomik koşullara rağmen yüksek sezon, artan talep ve düşük stok etkisiyle artış gösterdiğini görüyoruz. Genel olarak baktığımızda bahsedilen yüksek talep, düşük stok ve yüksek sezona ek olarak etkin yönetim ve RUP ünitelerinin katkısıyla beraber beyaz ürün veriminin yılın ilk 9 ayında 5,8 pt artış göstererek %82 seviyelerine çıkmış olmasını pozitif değerlendiriyoruz. Genel olarak baktığımızda beklenti üzerinde açıklanan sonuçları POZİTİF değerlendirirken, 3Ç25'te en başta yüksek sezon, düşük stok ve yüksek talep sayesinde güçlü sonuçlar görürken açıklanan bilanço sonrasında yıl sonu beklenen 5-6 USD/V bandındaki net rafineri marjı beklentisinin yukarı yönlü 6-6,5 USD/V seviyesine revize edilmesini pozitif yorumluyoruz. TUPRS için yıl sonunda %90-95 KKO, 26 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve 480 milyon USD yatırım beklentisi bulunuyor. 4Q2025 için henüz çeyrek bitmese de güncel marjların hala güçlü olduğunu görürken, yapılan revizyona paralel sonuçların açıklanmasını bekliyoruz.

17,28

1,11

7,12



KOD	BİLANÇO FİKRİ	FİNANSAL KİRALAMA, METAL ANA VE EŞYA	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ISFIN	OLUMLU	İş Finansal Kiralama, 3Ç25'te 1,04 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Şirket, alacak birikimlerini sürdürme odağıyla, kısa vadede kâr elde etmekten ziyade nitelikli kârlılık hedefi doğrultusunda portföyünü büyötmeye devam ediyor. Faktoring gelirleri büyük bir ivmeyle devam ederken, Leasing gelirleri ise dengeli büyüyor. Esas faaliyet kârında güçlü bir artış olsa da, ana ortaklık dışı şirketlerden gelen zarar büyömesi nedeniyle Net Nâr tarafında zarar görüyoruz. ISFIN özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte hem Faktöring hem Leasing gelirleri istahı varlığı hem de marka imajı doğal olarak şirketi makroekonomik koşullardan ayırıştırıyor. 26,44 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz	4,37	1,20	18,32
DMSAS	SINIRLI OLUMLU	Demisaş Döküm, 3Ç25'te 763 milyon TL hasılat, 33 milyon TL FAVÖK ve 18 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Otomotiv Yan Sanayii sektöründeki negatif seyirden kendi payına düşeni alan şirket buna rağmen hasılatındaki düşüşü maliyet optimizasyonu ile dengelemeyi başardı ve net kâra geçti. DMSAS özelinde finansalları sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte döküm sanayi özelinde esas canlanmanın 2Q2026'da olacağını düşünüyoruz.	0,00	1,46	8,69
EREGL	NÖTR	Ereğli Demir Çelik, 3Ç25'te 52,95 milyar TL hasılat, 4,73 milyar TL FAVÖK, 651 milyon TL net kâr ile satışlarda beklentilerimizin hafif üzerinde, kârlılıkta beklentimize paralel sonuçlar açıkladı. Yurt içindeki satış artışının, yurt dışındaki satış daralmasını kompanse ettiği bu çeyrekte, toplam satışlarda 3Ç24'e göre %8,7'lik artış görüyoruz. Fiyatlamaların Çin kaynaklı zayıf seyrettiğini, yılın ikinci yarısından sonra beklediğimiz toparlanmanın cevher arzı yönlü sorunlar, ekonomik aktivitede beklenen seviyelere gelinememesi ve sektörel zayıflıktan kaynaklı geciktğini ve henüz gerçekleşmediğini söyleyebiliriz. Kârlılık tarafında zayıf fiyatlamaların etkilerini görürken, bir önceki çeyreğe ve yıllığa göre major bir değişim görmüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları NÖTR değerlendiriyoruz. Çeyreksel anlamda konjonktürel etkilerden dolayı kademeli toparlanma izlese de özellikle Çin'den kaynaklı ürün fiyatlarındaki zayıf seyrin kârlılık üzerindeki etkisinin şirketi zerinde baskı unsuru olarak bir süre daha devam etmesini bekliyoruz. Sektörel anlamda haber akışlarını takip ettiğimiz zaman toparlanma sinyali henüz göremiyoruz.	33,47	0,61	14,01
IZMDC	OLUMLU	İzmir Demir Çelik, 3Ç25'te 16,7 milyar TL hasılat, 637 milyon TL FAVÖK ve 35 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışlardaki kırıma baktığımız zaman kütük segmentindeki büyöme, üretimi de olumlu beslemiş durumda. Liman ve enerji faaliyetleri de FAVÖK'e pozitif katkı sunmaya devam ediyor. IZMDC özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde çelik tarafının da pozitive geçmesi halinde daha güçlü sonuçlar elde edilebilir.	6,88	0,49	10,77
KCAER	SINIRLI OLUMSUZ	Kocaer Çelik, 3Ç25'te 5,93 milyar TL hasılat, 570 milyon TL FAVÖK, 27 milyon TL net kar ile beklentilerimizin aşağısında sonuçlar açıkladı. Satışlarda hem 3Ç24'e göre hem de 9A24'e göre paralel sonuçlar görürken, operasyonel kârlılık tarafında daralma görüyoruz. Bu darlılığın en önemli sebepleri fiyatlandırma sorunları, küresel dalgalanma ve ABD'nin çelik ithalatına uyguladığı vergiyi %25'ten %50'ye çıkarmış olması. Genel olarak baktığımızda beklentilerin altında açıklanan sonuçları SINIRLI NEGATİF olarak değerlendiriyoruz. Çeyreksel anlamda çelik ithalatında verginin artması, olumsuz sektörel koşullar ve zayıf ürün fiyatlarının kâr marjları üzerindeki etkisinin piyasa fiyatlaması açısından negatif olarak okurken orta – uzun vadeli senaryoda ise katma değerli ürün profilinin artarak devam etmesi, niş ürün segmenti, ihracat kasının artarak devam etmesi ve sektöre göre defansif konumu sebebiyle KCAER'i beğenmeye devam etmekteyiz. Sektörel olarak ise son çeyrek özelinde de ürün fiyatlarında majör bir değişim beklemekten, sınırlı iyileşme bekliyoruz.	42,37	1,89	12,52



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KRDMD	OLUMSUZ	Kardemir, 3Ç25'te 16,05 milyar TL hasılat, 1,77 milyar TL FAVÖK, 681,7 milyon TL net zarar açıklarken, satış ve FAVÖK beklentilerimize paralel olarak gerçekleşirken, net kar açısından beklentilerimizin altında sonuçlar açıkladı. Hem küresel hem de yurt içi zorlu koşulların satışları oldukça negatif etkilediğini görüyoruz. Maliyetlerin de arttığı bu dönemde kârlılık tarafında sınırlı da olsa toparlanma görsek de, hala daha marjların oldukça düşük seyrettiğini belirtmek gerekiyor. Finansman gideri ve ertelenmiş vergi gideriyle beraber bu çeyrekte net zarar açıklandı. Borç oranında düşüş görülmesini ise olumlu buluyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilere paralel satış ve FAVÖK rakamına rağmen oluşan net zarar pozisyonunu NEGATİF yorumluyoruz. 2Ç25'te de değiştiğimiz gibi çeyreksel anlamda konjonktürel etkilerden dolayı kademeli toparlanma görsek de sektörden kaynaklı zayıf fiyatların devamı, arz yönlü sorunlar gibi faktörlerden kaynaklı kârlılığın istenilen seviyelerden uzak olduğunu görmekteyiz. 4Ç25 için de benzer senaryonun hakim olacağını düşünürken, ürün fiyatlarındaki değişimler açısından haber akışlarının takip edilmesi gerektiğini düşünmekteyiz.	0,00	0,43	7,66
TCKRC	OLUMLU	Kıraç Galvaniz, 3Ç25'te 550 milyon TL hasılat, 77 milyon TL FAVÖK ve 163 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Tahsilatların gerçekleşmeye başladığı bu çeyrekte, yeni ihale kazanım çabaları da devam etti. Maliyet artışları ise kârlılıkları ciddi oranda baskıladı. TCKRC özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde Bozüyük fabrikasıyla birlikte büyüme iştahının devamını bekliyoruz.	18,64	1,86	17,52
ALVES	OLUMLU	Alves Kablo, 3Ç25'te 2,7 milyar TL hasılat, 500 milyon TL FAVÖK ve 8 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. İş ilişkilerinin gittikçe artmasıyla birlikte hasılat da paralel olarak artmaya başladı ve önümüzdeki dönemde çok daha yüksek sonuçlar görebileceğimizi düşünüyoruz. Maliyet optimizasyonu konusunda da iyi bir iş çıkarıyorlar. Bu gelişmelerin sonucunda kârlılık tarafı oldukça pozitif ilerledi. Operasyonel anlamda her şey yolunda gitse de, hisse senedi üzerindeki pay satışlarının piyasa açısından negatif algılandığını söylemek gerekiyor. ALVES özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde büyüme ivmesinin devam etmesini bekliyoruz.	0,00	1,64	5,08
ARCLK	NÖTR	ARCLK 3Ç25'te, 124,4 milyar TL hasılat, 8,57 milyar TL FAVÖK, 2,05 milyar TL net zarar ile beklentilerin hafif altında sonuçlar açıkladı. Genel olarak baktığımızda beklentilerin hafif aşağısında sonuçları NÖTR değerlendiriyoruz. Çeyreklik olarak kârlılık ve nakit akışı üzerinde kademeli toparlanma görsek de hem iç tarafta hem de yurt dışı operasyonlarında zayıf talebin sürmesi, Çin etkisi ve fiyatlandırmadaki sorunların devam ettiğini görüyoruz. 3Ç25'in ardından ARCLK yıl sonu beklentilerinde iç pazarda satışlarda yatay seyirden %5 daralma, uluslararası operasyonlarında ise %15+ büyümeden %5-10 büyüme revizesini açıkladı. FAVÖK marjında ise %6,5 beklentisini %6-6,5 aralığına geri çekti. Güncel piyasa şartları altında beklentilerde revizyon negatif gibi gözükse de rasyonel olarak yorumlamak gerekirse NÖTR bir etki bekliyoruz. Özetle en kötünün 2Ç25 sonrasında fiyatlandığını fakat sektörel toparlanma sinyallerinin hala zayıf olduğunu düşünürken, önümüzdeki dönemde özellikle iç piyasadaki makro değişimin yaratacağı pozitif katalizörün etkisiyle ve yurt dışı operasyonlarında kısa vadede beklemesek de orta-uzun vadede kademeli toparlanmayla çeyrekte çeyreğe gelişimin devam edeceğini düşünüyoruz.	0,00	1,04	9,58
ASTOR	NÖTR	Astor Enerji, 3Ç25'te 7,5 milyar TL hasılat, 2,47 milyar TL FAVÖK ve 2,74 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışlarda 3Ç24'e göre kısıtlı negatif sonuçlar görsek de, şirketin finansallarında yatay seyrini ve Pazar payını koruyabildiğini görüyoruz. Şarj segmentine yönelik yatırımlar devam ederken, ihracat payı da artışını sürdürüyor. Maliyet artışından kaynaklı operasyonel kârlılık tarafında ise baskılanma görüyoruz. ASTOR özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde ihracat odağıyla ayrışma çabasının süreceğini değerlendiriyoruz.	18,07	3,18	12,34



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

EĞEEN	NÖTR	Ege Endüstri, 3Ç25'te 1,03 milyar TL hasılat, 165 milyon TL FAVÖK ve 15 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Otomotiv yan sanayiide henüz istenen toparlanmanın olmaması, maliyet artışlarıyla birlikte kârlılıklar iyice baskılandı. EĞEEN özelinde finansalları nötr değerlendiriyoruz. Her ne kadar faaliyet yapısı baskı altında olsa da güçlü iletişim kabiliyeti ve operasyonların hızlı toparlanma potansiyeli, şirketin önümüzdeki dönemde ayrışma olasılığını artırmaktadır.	304,00	3,15	52,20
EUPWR	OLUMLU	Europower Enerji, 3Ç25'te 3,66 milyar TL hasılat, 1 milyar TL FAVÖK ve 400 milyon TL net kar ile beklentilerimizin üzerinde sonuçlar paylaştı. Tahsilatların olağan zamanında değil de geç tahsil edilmesiyle beraber hasılatta önemli bir büyüme görünüyor. Buradaki en önemli sebep 2. Çeyrekte tahsil edilmesi gereken tahsilatların 3. Çeyrekte edilebilmiş olması. Bu durumun kârlılığa da pozitif yansıdığını görüyoruz. Finansalları incelediğimizde EUPWR özelinde gecikmiş tahsilatların yansımalarıyla ayrıışan finansalları olumlu değerlendiriyoruz.	27,34	1,80	12,17
FROTO	OLUMLU	Ford Otosan, 3Ç25'te 189,58 milyar TL hasılat, 11,73 milyar TL FAVÖK, 8,4 milyar TL net kâr ile beklentilerimizin hafif üzerinde sonuçlar açıkladı. Satış kırılımına baktığımız zaman ihracat kısmında kısmi daralma, iç tarafta ise kısmi büyüme ile birlikte toplam satışlarda yatay seyrin korunduğunu görüyoruz. Adetisel satışlarda ise özellikle yurt içi satışlardaki %15'lik büyüme ile toplamda %5'lik bir artış görüyoruz. Kamyon tarafında daralma gerçekleşirken, binek araç ve orta ticari araç segmentlerinde büyüme gerçekleşmiş durumda. Avrupa ticari araç pazarındaki liderlik ise %17,7'lik pazar payı ile devam ediyor. Kârlılık tarafındaysa brüt kâr ve net kâr marjında toparlanma görürken, FAVÖK marjı tarafında geri çekilme görüyoruz. Borç tarafında ise çeyreksel anlamda majör bir değişim görmezken, finansal borcun %4 azaldığını görüyoruz. 2024 sonu itibariyle net borç 127,2 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, zorlu sektörel koşulların olduğu ortamda net işletme sermayesi iyileşmesine ek olarak yatırım harcamalarında da temkinli yaklaşım izlenilmesi sonucu 3Ç25 itibariyle yılbaşından bu yana net borcun %23 azaldığına dikkat çekmek isteriz. Genel olarak baktığımızda beklentilerin hafif üzerinde gelen sonuçları POZİTİF değerlendiriyoruz. Sektörel zorluklara ve özellikle Avrupa'da otomotiv sektörünün zayıf gittiği koşulların devam ettiğini izlerken, şirketin sektöre göre güçlü duruşu, önemli bir oyuncu olması gibi faktörler ışığında defansif konumunun devam ettiğini düşünüyoruz. Beklentilerde revizyonlara baktığımızda iç pazarın beklenti üzeri duruş sergilemesine paralel olarak perakende yurt içi satış hacminde yukarı yönlü revizyon görürken, Avrupa'da sektörel zorlukların devamını takiben Türkiye üretim ve ihracat hacmi beklentisinde aşağı yönlü revizyon görüyoruz. Yatırım harcamalarında da gerçekleşme ve takvimde kaymalar nedeniyle aşağı yönlü revizyon görüyoruz.	12,30	2,09	11,46
JANTS	SINIRLI OLUMLU	JANTS 3Ç25'te 1,59 milyar TL hasılat, 98,9 milyon TL FAVÖK, 21,1 milyon TL net kar ile beklentilerimizin üzerinde sonuçlar açıkladı. Satışlara baktığımız zaman iç pazardaki daralmanın da etkisiyle satışlar 2Q2024'e göre %6 daraldı. Yurt dışında ise Amerika'da daralma gözlenirken, Avrupa bölgesinde kısmi toparlanma görüldü. Yine de bu çeyrek yılın ilk yarısına göre daha iyi geçti diyebiliriz. Kârlılık tarafında da FAVÖK tarafında kısıtlı da olsa bir daralma görüldü de, Brüt Kâr ve Net Kâr tarafında yatay bir seyir hakim. Genel olarak baktığımızda sonuçları NÖTR-SINIRLI POZİTİF değerlendiriyoruz. 3Ç25 itibariyle görece sınırlı da olsa toparlanma görsek de hem içeride hem de yurt dışında zorlu ekonomik koşullara paralel olarak otomotiv yan sanayinde toparlanmanın görece daha geç olduğunu söyleyebiliriz. Önümüzdeki dönemde GES yatırımları, gider optimizasyonları ve kademeli toparlanma beklentisiyle kar marjları üzerinde iyileşme beklesek de özellikle otomotiv yan sanayi gibi sektörlerde toparlanma için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. Kademeli toparlanmayı takip edecek olsak da tam toparlanmanın 2026 yılının ikinci yarısı itibariyle oluşmasını bekliyoruz.	0,00	2,12	40,28



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

MAKİM	SINIRLI OLUMLU	Makim Makina, 3Ç25'te 400 milyon TL hasılat, 85 milyon TL FAVÖK ve 40 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Açıklanan finansalları sınırlı olumlu değerlendirmekle birlikte esas ayrışmanın olacağı çeyreğin sektörün de ayrıştığı çeyrek olan 4. Çeyrek olmasını bekliyoruz. Borçluluk durumunu ve devreye alınan yatırımların finansallara etkisini yakından takip ediyor olacağız.	0,00	1,82	51,97
OTKAR	SINIRLI OLUMSUZ	Otokar, 3Ç25'te 9,60 milyar TL hasılat, 148,8 milyon TL FAVÖK, 351 milyon TL net zarar ile beklentilerimize paralel sonuçlar açıkladı. Satışlarda baz etkisi kaynaklı savunma sanayii araç segmentinde önemli bir artış görürken, ticari araç segmentinde de artış, toplam satışların büyük bir çoğunluğunu oluşturan otobüs satışlarında ise daralma görüyoruz. Kârlılık tarafına baktığımızda ise 3Ç24'e göre marjlarda toparlanma görsek de, 2Q2024'e göre daralma görüyoruz. Askeri araç segmentinin toplam satışlardaki payının artması, marjları olumlu etkileyen en önemli unsur olarak karşımıza çıkıyor. Bu çeyrekte net parasal pozisyon kazancı ve ertelenmiş vergi gelirine rağmen yüksek finansman giderlerinin etkisiyle net kârda önemli bir erozyon görüyoruz. Çeyreksele anlamda finansal borç ve net borç seviyesinin önemli ölçüde arttığını, bunun da kârlılık üzerindeki negatif etkilerinin süreceğini düşünüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları SINIRLI NEGATİF olarak değerlendiriyoruz. Şirketin ihracat payındaki artış, adetsel satışlardaki artış, Avrupa ve Türkiye'deki güçlü konumlanmasını ve önemli bir oyuncu olmasını pozitif değerlendirirken, yüksek borç yapısının net kâr üzerindeki yıkıcı etkisini negatif değerlendiriyoruz. 4Q2025'in şirket açısından daha yol gösterici olacağını vurgulamak isteriz.	0,00	5,85	43,27
TOASO	OLUMSUZ	TOASO, 3Ç25'te 90,1 milyar TL hasılat, 1,78 milyar TL FAVÖK, 1,2 milyar TL net kar ile beklentilerin altında sonuçlar açıkladı. Satış kırılımına bakıldığında Stellantis etkisinin finansallara oldukça olumlu yansıdığını görüyoruz. Yurt dışı satışlarında ise sınırlı da olsa bir daralma görüyoruz (%4,6 azalış). Stellantis etkisi hariç tutulduğunda pazar payının 3 puan düşüş ile %9,3 olduğunu, Stellantis etkisiyle beraber 14,1 puan artış ile %26,4 olduğunu görüyoruz. Kârlılık tarafında ise üretim hacminin daralması, faaliyet giderlerindeki artış ve artan rekabet ortamından dolayı hem brüt kârda marjında hem de FAVÖK marjında daralma görüyoruz. Genel olarak baktığımızda 3Ç25'te beklentilerin altında açıklanan sonuçları kısa vade için NEGATİF olarak değerlendiriyoruz. Yılın başında izlediğimiz zorlu koşulların ardından Stellantis satın alımının etkisiyle önemli bir katalizör oluştuğunu düşünürken, toparlanma sürecinin hızlandığını fakat geçiş sürecinin ve kârlılık tarafındaki toparlanmanın bir süre daha sürmesini bekliyoruz. 3Ç25'te Stellantis etkisiyle beraber satış adetlerinde olumlu sonuçlar görsek de üretim verilerine baktığımızda EGEA-KO süreci sonucu hafif daralmayı nötr olarak değerlendiriyoruz. Güncel koşullar altında hikâyesini sürdürmeye devam ettiğini gördüğümüz şirket için Çin'in bölgede oyunculuğa soyunması gibi yapısal sorunlar ve maliyet kaynaklı baskılanan kârlılığın bir süre daha devam etmesini bekliyoruz.	81,48	2,24	44,57



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



TTRAK	SINIRLI OLUMSUZ	TTRAK, 3Ç25'te 11,29 milyar TL hasılat, 1,58 milyar TL FAVÖK, 283 milyon TL net zarar ile beklentilerin hafif aşağısında sonuçlar açıkladı. Zorlu piyasa koşulları sebebiyle hem iç pazarda hem de dış pazarda net bir daralmanın görüldüğü bu çeyrekte, bu negatif etkilerin kârlılığa da etki ettiğini görüyoruz. Finansallar borçlarda önemli bir değişim gözlenmezken, nakit değişimi kaynaklı net borcun %33 artış gösterdiğini görüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilerin hafif aşağısında zayıf sonuçları NÖTR-SINIRLI NEGATİF değerlendiriyoruz. Hikâye anlamında tarım için ayrılan bütçenin devam etmesi, ülkedeki traktörlerin yarısından fazlasının yaşının yüksek olması ve iç tarafta faiz indiriminin de etkisiyle hem talep hem de kârlılık anlamında kademeli toparlanma beklentisi sürse de özellikle tarımsal alanda başta fiyatlandırma gibi yapısal sorunların devamlılığının negatif etkilerini TTRAK özelinde de görmeye devam ediyoruz. İç taraftaki katalizörler sayesinde kârlılıkta kademeli toparlanma görülse de operasyonel verilere baktığımızda henüz toparlanma görülemedi. TTRAK 3Ç25 sonrasında beklentilerinde aşağı yönlü revizyona giderken, yıl sonu için iç pazar traktör satış adedi beklentisini 18.000-22.000 adetten 15.500-17.000 adede revize etmiş oldu. Aşağı yönlü revizyonu güncel piyasa koşullarında rasyonel olarak değerlendirirken, etkisinin negatif olmasını bekliyoruz.	0,00	3,17	18,99
VESBE	OLUMSUZ	VESBE, 3Ç25'te 18,78 milyar TL hasılat, 785,2 milyon TL FAVÖK, 243 milyon TL net zarar ile beklentilerin aşağısında hasılat ve FAVÖK, beklentilere göre daha az net zarar açıkladı. Genel olarak baktığımızda sonuçları negatif değerlendiriyoruz. Sektör üzerinde yılın ilk yarısında zorlu piyasa koşullarının devam ettiği senaryoda 3Ç25 itibarıyla tam toparlanma görmesek de görece kademeli toparlanmanın etkilerini izliyoruz. VESBE özelinde baktığımızda ise sektörün altında bir performans görüyoruz. Operasyonel anlamda zayıf performansa ek olarak değişen tüketici davranışları, fiyatlandırmadaki bozulmalar, artan rekabet, enflasyonist etkiyle beraber artan faaliyet giderleri ve yüksek finansman giderlerinin şirket kârlılığı üzerindeki negatif etkisinin bir süre daha sürmesini bekliyoruz. Olumsuz gelişmelerin yanında olumlu gelişme olarak ise nakit akışındaki görece iyileşmeyi söyleyebiliriz.	0,00	0,35	13,22
VESTL	SINIRLI OLUMSUZ	VESTL 3Ç25'te 34,54 milyar TL hasılat, 787 milyon TL FAVÖK, 4,7 milyar TL net zarar ile beklentilerimize paralel sonuçlar açıkladı. Tüketici ve mobilite elektroniğinin %27,7, beyaz eşya grubunun %20,3 daraldığı bu çeyrekte satışlar toplamda %22,7 daralma gösterdi. Üretim rakamlarına baktığımızda da satışlara paralel oranda daralma görüyoruz. Bu oranlar zayıf seyreden sektörden de negatif ayrışmayı bizlere gösteriyor. Kârlılık tarafında ise bir önceki çeyreğe göre toparlanma görsek de, 3Ç24'e göre daralma görmeye devam ediyoruz. Şirket son dört çeyrektir faaliyet zararı açıklarken, sebeplerine baktığımızda yoğun rekabet ortamı altında daralan hacim, segment bazlı zayıf talep etkisi, faaliyet giderlerinde artış, taşımacılık maliyetlerindeki artış, TL'nin reel anlamda değer kazanmasını gösterebiliriz. Genel olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları NÖTR-SINIRLI NEGATİF olarak değerlendiriyoruz. 3Ç25 özelinde yurt dışı operasyonlarda daha iyi bir talep ortamı ve parite etkisinden kaynaklı gelirlerde artış görsek de iç pazarda da yurt dışı pazarlarda da yoğun rekabet, zayıf talep gibi faktörlerden kaynaklı oluşan hacimsel daralma eşliğinde zayıf seyrin devamını izlerken, yüksek finansman yükünün ise kırıcı etki oluşturduğunu görüyoruz. Bu sürecin bir süre daha devam etmesini bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde şirket için öncelikli olarak borç yapısındaki değişimi ve gider optimizasyonlarını takip edeceğiz.	0,00	0,27	0,00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	MADENCİLİK, MOBİLYA VE PERAKENDE TİCARET	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KOZAL	OLUMLU	Koza Altın, 3Ç25'te 5,58 milyar hasılat, 2,13 milyar FAVÖK ve 2,7 milyar net kâr ile beklentilerin üzerinde sonuçlar açıkladı. Kozal özelinde yılın ilk yarısında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre tank liçinde tenor düşüşü görsek de daha fazla üretimle ve yığın liçinin payının azalmasıyla beraber toplam tenördeki 2,47 gram/ton'dan 3,07 gram/tona yükselişi pozitif değerlendiriyoruz. Toplam üretime baktığımızda ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %20'lik artışla 103,5 koz altın olarak gerçekleştiğini görüyoruz. Altın özelinde küresel, jeopolitik ve makro gelişmeler ışığında fiyatların arttığı dönemde, KOZAL'da da spreadlerin geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %139 artmasını pozitif değerlendirsek de Türkiye'nin altın madeni kapasitesine baktığımızda arama ve çıkartma işlemlerinin maliyetli oluşu, ruhsat alma sürecinin zorluğu, yabancı rekabetinin olduğu koşulda elinde bulunan ve işletilen cevherlerde o çeyrek rezervin ne kadar kaliteli olup olmadığı faktörü verimliliği ve kârlılığı doğrudan etkiliyor. 3Ç25 özelinde baktığımızda toplam üretim 36,9 koz altın olarak gerçekleşirken, geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %53,8 artış göstermesini pozitif değerlendiriyoruz. Üretim artışı ve altın fiyatlarının artışıyla beraber beklenti üzeri bilanço görüyoruz.	23,37	2,51	31,17
DGNMO	OLUMSUZ	Doğanlar Mobilya, 3Ç25'te 3,31 milyar TL hasılat, 108 milyon TL FAVÖK zararı ve 476 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Hem yapı malzemeleri hem de mobilya sektöründe zorlu koşulların devam ettiğini görüyoruz. Hasılatdaki düşüş vmeli bir şekilde sürüyor. Operasyonel kârlılıktan da bir süredir bahsedebilmek oldukça zor. 2026 yılında da bu dalgalı/zayıf seyrin devamını bekleyebiliriz.	0,00	0,88	0,00
GENTS	OLUMLU	Gentaş Dekoratif, 3Ç25'te 1,23 milyar TL hasılat, 386 milyon TL FAVÖK ve 28 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. İç pazardaki daralmaya rağmen yurt dışı pazarındaki güçlü duruş sebebiyle satışlar sınırlı oranda düşüş gösterdi. Maliyet optimizasyonun da etkisiyle operasyonel kârlılık güçlenmeye devam etti. Yüksek net parasal kayba rağmen şirket net kâra geçmeyi başardı. GENTS özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde zorlu koşullara rağmen iyimser sonuçlar beklemeyi sürdüreceğiz.	0,00	2,45	12,19
KLSYN	OLUMLU	Koleksiyon Mobilya, 3Ç25'te 462 milyon TL hasılat, 50 milyon TL FAVÖK ve 36 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Proje bazlı üretim konusunda sektörde öncü olan şirket, yurt dışı satışlarıyla da finansallarını destekliyor. Fatura bedelinde ve backlogda büyümeler devam ediyor. Maliyet optimizasyonu ile beraber, marjlarda canlanmanın meydana geldiğini görüyoruz. Sektör gereği marjlar çok yüksek olmasa da, bu çeyrekle birlikte KLSYN özelinde iyileşmenin başladığını düşünüyoruz. KLSYN özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birliktebirlikli iş odağı ve yönetim becerisiyle birlikte yeniden güçlü marjların olduğu finansalların sürdürülebilir hale gelebileceğini düşünüyoruz.	10,76	0,75	6,18
BIMAS	OLUMLU	Bim Mağazacılık, 3Ç25'te 179,68 milyar TL hasılat, 13,2 milyar TL FAVÖK, 5,2 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel satış, beklentilerimizin hafif üzerinde FAVÖK ve net kâr açıkladı. Satışlarda hem çeyrekssel hem de yıllık bazda artışlar devam etti. Mısır ve Fas'ın etkisiyle yeni mağaza sayısı 14.231'e ulaştı. File ve yurt dışı operasyonları şirketi operasyonel anlamda beslemeye devam etti. Kârlılık tarafında da FAVÖK ve brüt kâr marjında artışların yanında, net kârda 3Ç24'e göre hafif de olsa daralma görüyoruz. Yoğun rekabet ortamına rağmen mevcut finansalları oldukça pozitif değerlendiriyoruz. Nakit pozisyonu değişimden kaynaklı net borç tarafında da %16 azalış görüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilerimizin hafif üzerinde açıklanan sonuçları POZİTİF olarak değerlendiriyoruz. 2Ç25'te de söylediğimiz gibi yurt dışı operasyonlarında güçlü büyümenin yanı sıra şirket için önemli bir hikâye olan File grubunun güçlü büyümeye devam etmesini pozitif katalizör olarak yorumluyoruz. Yılın geri kalanında da enflasyondaki aşağı yönlü eğilime paralel olarak mağaza sepet hacminde de geri çekilme beklerken, operasyonel anlamda sürdürülebilir yapının devam etmesini bekliyoruz. BIMAS, 2025 yılı için %8 satış büyümesi, %5 FAVÖK marjı ve %3,5-4 bandında yatırım harcaması bekleniyor. 3Ç25 itibariyle BIMAS 9.38x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.	29,10	2,18	11,14
EBEBK	OLUMLU	Ebebek Mağazacılık, 3Ç25'te çeyrekte 6,88 milyar TL hasılat, 981 milyon TL FAVÖK ve 113 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar açıkladı. Zorlu koşullara rağmen mağaza açılışları da, mağazalara ziyaret yoğunluğu da, satış adetleri de ve fatura başına tutarlar da olumlu gitmeye devam ediyor. Bu olumlu sonuçlara bağlı olarak uzun süre sonra şirket Net Kâra geçmiş durumda. EBEBK özelinde, finansallar her ne kadar rasyolar açısından zayıf bir görünüm verse de, şirketin yatırım sürecinde olduğunu beyan etmesi ve yatırımların tamamlanmasının ardından borçsuz ve sürdürülebilir marj yapısını koruyacağı bir döneme hazırlandığını değerlendiriyoruz. Kısa vadede finansallar nötr görünse de, mevcut sinyaller doğrultusunda genel görünümü olumlu buluyoruz.	0,00	1,83	3,48



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOTON	NÖTR	Koton Mağazacılık, 3Ç25'te 7,91 milyar TL hasılat, 1,81 milyon TL FAVÖK ve 2 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Gelirlerdeki sınırlı daralma dikkat çekerken, verimlilik büyümeye devam etti. Zorlu koşullara rağmen kârlılıklar dengeli seyretmeyi başardı. KOTON özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte, önümüzdeki dönemde zorlu koşulların hafiflemesiyle yüksek ivmelenmesini beklediğimiz şirketlerden birisi olarak yer almaya devam edecektir.	0,00	1,88	5,85
MGROS	OLUMLU	Migros, 3Ç25'te 106,8 milyar TL hasılat, 9,4 milyar TL FAVÖK, 3,94 milyar TL net kar ile beklentilere paralel satışlar, beklentilerin üzerinde kârlılık rakamları açıkladı. Yeni mağaza açılışıyla ve online marketteki büyümenin katkısıyla satışlar oldukça kuvvetli sonuçlandı. Özellikle Migros One'in ivmelenmedeki en önemli sebeplerden biri olduğunu belirtmek gerekiyor. Kârlılık tarafında ise hem çeyreklik hem de yıllık bazda artış görüyoruz. Yoğun promosyon ve kampanya faaliyetlerine, enflasyon düzeltmesinin stoklar üzerindeki olumsuz etkisine rağmen vadeli alımlarda uygulanan faiz oranlarının olumlu etkisi, yapay zeka destekli verimlilik, 3Ç25'te kayıp oranının azalması ve gider optimizasyonları sebebiyle kârlılık tarafında güçlü sonuçlar görüyoruz. Net borçtan net nakit pozisyonuna geçilmesini de oldukça olumlu buluyoruz. Genel olarak baktığımızda beklenti üzerindeki kârlılık rakamlarını POZİTİF yorumluyoruz. 3Ç25 itibariyle güçlü performansa paralel FAVÖK marjı beklentisinin %6'dan %6.5'a revize edilmesini pozitif değerlendiriyoruz. Migros için 761 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	19,52	1,20	4,26
SOKM	OLUMLU	Şok Marketler, 3Ç25'te 70,87 milyar TL hasılat, 3,1 milyar TL FAVÖK ve 264,3 milyon TL net kâr ile beklentilerimize paralel hasılat ve FAVÖK, beklentilerimizin üzerinde net kâr açıkladı. Yeni mağaza açılımı ile birlikte müşteri kitlesini genişleten ve satışlarını artıran SOKM'de en pozitif durum net nakit döngüsünün -20 güne gerilemiş olması. Maliyet yönetimindeki iyileşme de kârlılığı destekledi. Bu çeyrek faaliyet zararının da belirgin biçimde azalmasıyla birlikte, net kâr tarafında pozitif rakamlar görebildik. Finansalları özetlemek gerekirse Şok Marketler'in ulaştığı müşteri kitlesini genişletmesi ve buna paralel olarak satışlarını artırması, aynı zamanda maliyet optimizasyonu ile kârlılık tarafını desteklemesi olumlu, esas faaliyetlerinden hala kâr elde edemiyor oluşunu olumsuz, finansalları genel olarak değerlendirdiğimizde net nakit döngüsündeki toparlanmanın da etkisiyle POZİTİF buluyoruz.	0,00	0,77	4,67
TKNSA	OLUMLU	Teknosa, 3Ç25'te 19,9 milyar TL hasılat, 1,25 milyar TL FAVÖK ve 231 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Şirket, gerek satışlarını büyütmesiyle gerek maliyet optimizasyonu ile gerekse de başarılı gider yönetimiyle çeyrekten çeyreğe daha güçlü finansallar açıklamaya devam ediyor. Geçmişten gelen finansal yükler sebebiyle net zarar açıklanmış olsa da, net zarar rakamının gittikçe iyiye gittiğini söylememiz gerekiyor. Geleceğe yönelik yatırımları ve vizyonu ile Teknosa özelinde 45,14 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Model portföyümüzde yer almayı sürdürüyor.	0,00	3,29	1,97





KOD	BİLANÇO FİKRİ	SAĞLIK, SAVUNMA VE SİGORTA	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
EGEPO	NÖTR	Nasmed Egepol, 3Ç25'te 325 milyon TL hasılat, 53 milyon TL FAVÖK ve 8 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Hasılattaki yatay seyirle beraber maliyetlerdeki artışın kârlılığı baskıladığını söylememiz yanlış olmaz. Yine de şirketin gelecek vizyonu ve marka gücüyle önümüzdeki dönemlerde finansallarının takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.	0,00	2,17	21,79
LKMNH	OLUMLU	Lokman Hekim Engürüsağ, 3Ç25'te 1 milyar TL hasılat, 241 milyon TL FAVÖK ve 30 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. TTB tarafındaki bileşik %44 zammın şirketin finansallarına yansıtıldığını görüyoruz. Hastane tarafıyla beraber lojistik tarafın da hasılate önemli katkı vermesiyle birlikte, gelirler güçlü durmaya devam etse de, hacim kaybıyla beraber kârlılık marjlarında zayıflamalar görüyoruz. LKMNH özelinde beklentilerimize paralel gelen sonuçları olumlu buluyoruz. Ek olarak hem marj hem kârlılık anlamında sektörün en iyi finansalı olduğunu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde çok daha iyimser finansallar bekliyoruz.	19,49	1,52	7,85
MPARK	SINIRLI OLUMLU	MLP Care, 3Ç25'te 13 milyar TL hasılat, 3,99 milyar TL FAVÖK ve 1,31 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışların görece yatay seyriyle beraber maliyetlerdeki düşüşün kârlılığa olumlu yansıdığını görüyoruz. Sene sonunda FAVÖK marjının %25-27 aralığında olmasını bekliyoruz. Net kârda ise şerefiye etkisiyle negatif sonuçlar alındı. MPARK özelinde finansalları sınırlı olumlu değerlendirirken, şirketin faaliyetleri açısından marjların ve kârlılığın kademeli olarak normalleştiği bir döneme girdiğini düşünüyoruz.	15,78	1,91	6,58
TNZTP	OLUMLU	Tapdi Oksijen, 3Ç25'te 846 milyon TL hasılat, 357 milyon TL FAVÖK ve 77 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Özellikle Galen'in katkısıyla hasılat bu çeyrekte %20 büyüdü. Yatırımlar devam etse de, mevcut yatırımların kârlılığa henüz etki ettiğini söylemek zor. 2027 yılı ve sonrasında mevcut yatırımların kârlılığa pozitif etkisinden söz edebiliriz. Hasılat artışı ve maliyet optimizasyonu sayesinde ise kârlılık tarafında ciddi artışlar görüyoruz. Yatırımların da etki edeceği gelecek dönemlerde, çok daha güçlü sonuçlar bekliyoruz.	20,27	1,17	7,91
ALTNY	OLUMSUZ	Altınay Savunma, 3Ç25'te 430 milyon TL hasılat, 155 milyon TL FAVÖK ve 45 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Savunma sanayii pozitif devam etse de, ALTNY sektörden negatif ayrışıyor. 3. Çeyrekte FAVÖK düşük baz etkisiyle birlikte %68,7 artışla 155 milyon TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı 673 baz puan azalışla %30,97'ye geriledi. Bu doğrultuda henüz hacmen nitelikli bir FAVÖK oluşumu söz konusu olmadığından savunma sanayiiden negatif ayrışmaya devam ediyor. ALTNY özelinde finansalları olumsuz değerlendiriyoruz. Azalan iş ilişkisi iştahıyla birlikte iletişim kanallarında da olağan dışı zayıflama doğal olarak şirketin faaliyetlerinin tam olarak yansıtılamamasına sebebiyet veriyor.	64,59	3,34	22,77
ASELS	OLUMLU	Aselsan, 3Ç25'te 33,13 milyar TL hasılat, 8,19 milyar TL FAVÖK ve 4,77 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel hasılat ve FAVÖK, beklentilerimizin üzerinde net kâr açıkladı. Yurt içi satışların güçlü büyümesi ile beraber, toplam satışlar da 3Ç24'e göre %13,96 artarak 33,13 milyar TL oldu. AR-GE ve yatırım harcamalarının ivmeli bir şekilde arttığını, maliyet optimizasyonu ile beraberse kârlılık tarafının pozitif etkilendiğini görüyoruz. Genel olarak finansallara baktığımızda AR-GE ve yatırım harcamalarının sürmesi, buna paralel olarak yeni iş alımlarının ve bakiye siparişlerin artması, FAVÖK hedefinin gerçekleştirilebilir olmasıyla birlikte açıklanan sonuçları POZİTİF değerlendiriyoruz. Yurt dışı satışların artması, ülkelerin ve ülkemizin savunma harcamaları payını artırmasıyla birlikte, Aselsan'ın da güçlü finansal yapısını korumasını bekliyoruz.	43,21	4,35	24,75
AGESA	OLUMLU	Agesa Hayat Emeklilik, 3Ç25'te 1,35 milyar TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Prim üretimlerinde de BES tarafında da Ferdi kaza özelinde de büyümeler olumlu seyrediyor. Bu gelişmeler ışığında özsermaye kârlılığı beklentilerimizin de üstünde devam ediyor. AGESA özelinde beklentilerimiz dahilinde finansalı olumlu değerlendirmekle birlikte, her %70 üzeri özsermaye kârlılığının yanı sıra önümüzdeki yıl itibarıyla SFRS'den IFRS'ye doğru geçiş hazırlığı modellerde yukarı yönlü potansiyeli güçlü şekilde arttırıyor. ANHYT'ta bahsettiğimiz gibi TES hikayesinin tam olarak resmileşmemesi nedeniyle bu hikâye, mevcut modelimizin hiçbir noktasında yer almamaktadır. AGESA özelinde 279,69 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	8,22	4,62	0,00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

AKGRT	OLUMLU	Aksigorta, 3Ç25'te 825 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Zorlu koşullara rağmen prim üretimlerindeki sınırlı büyüme ve teknik karşılıklardaki artışı finansalları olumlu yönden beslemiş durumda. Yatırım gelirleri büyümesi beklendiği gibi büyümeye devam ediyor. AKGRT bu çeyrek olumlu finansallar ilan etmekle birlikte iyileşmenin olumlu yansımalarını zorlu koşullara rağmen yansıtmayı başardı. AKGRT nezdinde 9,01 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	3,94	1,50	0,00
ANHYT	OLUMLU	Anadolu Hayat Emeklilik, 3Ç25'te 1,44 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Hem prim üretimlerinde hem de yatırım gelirlerinde oldukça olumlu sonuçlar görüyoruz. Emeklilik fon büyüklüğü 300 milyar TL barajını aşmış durumda. Teknik kârlılık bu çeyrekte de büyümeye devam etti. Bu olumlu gelişmelerle beraber, özsermaye kârlılığı beklentilerimizin de üstünde seyretmeye devam ediyor. ANHYT özelinde finansalları net bir şekilde olumlu değerlendirirken her %50 üzeri özsermaye karlılığı varlığı şirket nezdinde hedef fiyat değerlemelerinde yukarı yönlü potansiyeli taşımaya devam edecektir. 5,05 milyar TL yıl sonu net kar hedefimizin 3,8 milyar TL'lik kısmı gerçekleşmiş olup, şirketteki gözükten iştah 5,05 milyar TL'lik yıl sonu net kar beklentisinin sürpriz olmadıkça aşılabacağını göstermektedir. ANHYT özelinde 181,78 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi korumayı sürdürüyoruz.	8,24	3,76	0,00
ANSGR	OLUMLU	Anadolu Sigorta, 3Ç25'te 3,43 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Hem prim üretimlerinde hem de yatırım gelirlerinde oldukça olumlu sonuçlar görüyoruz. Son dönemlerin en iyi teknik büyümesi de bu çeyrekte kaydedilmiş oldu. ANSGR özelinde finansalları olumlu değerlendirirken, önümüzdeki dönemde büyüme iştahı ve yıl sonuna kadar ilave bir iskonto güncellemesi (2026 yılında mutlaka bekliyoruz) olmaması nedeniyle 4. Çeyreğin güçlü bir finansalla karşımıza çıkmasını bekliyoruz. ANSGR nezdinde 36,02 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	3,80	1,22	0,00
TURSG	OLUMLU	Türkiye Sigorta, 3Ç25'te 5 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Pazar payının dengeli seyrettiği bu çeyrekte, özellikle sağlık alanındaki büyüme ile oldukça pozitif sonuçlar görüyoruz. Bu çeyrekte TURSG, kârlılık tarafına odaklanarak bir yandan da portföyünü büyötmeye ve yatırım geliri yazmaya devam etti. Teknik denge sınırlandı ve bileşik rasyo %100'ün altında kalmayı sürdürdü. TURSG özelinde 15,93 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Model portföyden çıkarma sebebimizin hedef fiyatımıza çok yaklaştığını olmasının olduğunu hatırlatmak isteriz.	7,29	3,05	0,00



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	TAŞ VE TOPRAK	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
AFYON	OLUMLU	Afyon Çimento, 3Ç25'te 1,05 milyar TL hasılat, 349 milyon TL FAVÖK ve 78 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Duruş olarak nitelendirdiğimiz 2. Çeyreğin ardından 3. Çeyrekte fabrikanın tekrar üretir hale gelmesiyle beraber normale döndü ve marjlarını toparlamaya başladı. Kordsa'dan alınan Kratos'un 2Q2026'dan itibaren kârlılığa ve marjlara pozitif etki etmesini bekliyoruz. Özetle AFYON özelinde normal faaliyet temposuna geri dönüş nedeniyle finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Şirket bulunduğu sektörde zorlu koşullara ve kendisinin bu sene yaşadığı negatif gelişmelere rağmen güçlü ve sürdürülebilir marjlarla yoluna devam ediyor.	21,45	0,73	6,11
AKCNS	SINIRLI OLUMLU	Akçansa, 3Ç25'te 6,41 milyar TL hasılat, 1,08 milyar TL FAVÖK ve 413 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Zorlu koşullara rağmen hacimler iyileşmiş olsa da kârlılık tarafında baskılanma sürüyor. Maliyet optimizasyonu ile kârlılıktaki baskılanma hafifletilmeye çalışılsa da, henüz istenen seviyede değil. AKCNS özelinde finansalları zorlu koşullardan iyileşmeye hazırlık olarak görerek sınırlı olumlu değerlendiriyoruz. Kademeli iyileşmenin fiyatlama ve talep davranışları ile birlikte deprem dışında da 2026 yılında izlenmesi beklenebilir.	47,43	1,00	11,70
BOBET	OLUMSUZ	Boğaziçi Beton, 3Ç25'te 3,14 milyar TL hasılat, 518,2 milyon TL FAVÖK, 119,2 milyon TL net zarar ile beklentilerimizin altında satış ve net zarar, beklentilerimize paralel FAVÖK açıkladığını görmekteyiz. Sektörel verilere göre üretimin 3Ç24'e göre artış gösterdiğini görsek de, BOBET özelinde daralma görüyoruz. Bir önceki çeyreğe göre kârlılık anlamında toparlanma görsek de yine 3Ç24'e göre daralmanın devam ettiğini görüyoruz. Genel olarak baktığımızda, zayıf sonuçları NEGATİF değerlendirmekteyiz. Yılın ilk dokuz ayının zayıf geçtiğini izlerken, önümüzdeki dönemde özellikle yatırımların katkısıyla birlikte faiz indirim döngüsünün de desteğiyle kademeli bir toparlanma bekliyoruz. 3Ç25'te ürün fiyatlarında gözlenen sınırlı artışın devam etme olasılığı, Marmara Bölgesi'ndeki kentsel dönüşüm ve altyapı projelerinin sürmesi, şirketin iş hacmindeki artış ve hisse geri alım programının devam etmesi gibi unsurları ise pozitif katalizörler olarak değerlendirmekteyiz.	0,00	1,07	5,87
CGCAM	OLUMLU	Çağdaş Cam, 3Ç25'te 544 milyon TL hasılat, 139 milyon TL FAVÖK ve 82 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektörde önemli bir inovasyon oyuncusu olarak karşımıza çıkan şirket, sektördeki zorlu koşullara rağmen iyi bir çeyrek geçirmeyi başardı. Emtia fiyatları kaynakları hasılat düşüşünü maliyet optimizasyonu ile dengelemeye çalışan şirket, gelecek finansallar için ümit veriyor.	38,38	1,45	14,25
CIMSA	OLUMLU	Çimsa Çimento, 3Ç25'te 11,24 milyar TL hasılat, 2,38 milyar TL FAVÖK ve 1,27 milyar TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektördeki daralmaya rağmen Çimsa sektörden oldukça pozitif ayrışmayı başardı ve satış hacmini konsolide %30,1 oranında arttırdı. Döviz kuru-TÜFE farkı gibi kısıtlayıcı faktörlere rağmen alternatif yakıt kullanımının etkinleşmesiyle beraber operasyonel kârlılık büyümeye devam etti. Yapılan büyük montanlı yatırımlara rağmen finansal borçlar 559 baz puan azaldı. CIMSA özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte önümüzdeki dönemde de Türkiye'nin küresel oyuncusu olmasıyla birlikte net nette pozitif ayrışmaya devam edeceğini düşünüyoruz.	39,75	1,32	11,14
CLKIM	SINIRLI OLUMLU	Kalekim, 3Ç25'te 2,79 milyar TL hasılat, 701 milyon TL FAVÖK, 245 milyon TL net kar ile beklentilerimizin hafif üzerinde sonuçlar açıkladı. 3Ç25'te yurt içi satışların %16,6 arttığını, yurt dışı satışların ise 2Ç24'e paralel olduğunu, toplam satışların ise %12,2'lik artış gösterdiğini görüyoruz. Üretim verilerinin de satışlara paralel olduğunu söylemek zor olmayacaktır. Tesislerde verimliliğin artması, teknolojik altyapının güçlenmesi gibi önemli sebeplerle yatırım sürecini agresif bir şekilde yöneten şirketin, yaptığı yatırımların meyvesini önümüzdeki dönemlerde alacağını düşünüyoruz. Net kâr marjında zayıf bir seyir görsek de, brüt kâr marjı ve FAVÖK marjında artışın devam ettiğini görüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilerin hafif üzerinde açıklanan sonuçları SINIRLI POZİTİF olarak yorumluyoruz. Şirketin önümüzdeki dönemde makroekonomik koşullardaki iyileşme ve faiz indirim döngüsü ışığında sürdürülebilir kârlılık yapısını korumasını ve marjlarda toparlanmanın sürmesini beklerken, talebe yönelik yapılan yatırımlar ve küresel oyuncu olma hedefli atılan adımların önümüzdeki dönemde finansallar üzerindeki ek pozitif katkı oluşturmasını bekliyoruz.	15,39	2,42	7,37
KONYA	OLUMLU	Konya Çimento, 3Ç25'te 1,75 milyar TL hasılat, 442 milyon TL FAVÖK ve 193 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Tonajlarda sınırlı da olsa artış görsek de, fiyatlama yönlü sorunlar sebebiyle hasılatla sınırlı bir azalış görüyoruz. Yılı orta çift haneli bir hasılat daralmasıyla kapatacağını düşünüyoruz. Maliyet optimizasyonunun etkisiyle operasyonel kârlılık açısından ise kuvvetli sonuçlar görüyoruz. Yılı çift haneye yakın bir FAVÖK marjı ile kapatacağını düşünüyoruz. KONYA özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte PÖİP'te olması nedeniyle dikkatle takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.	212,04	5,87	81,06



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

LMKDC	OLUMLU	LMKDC 3Ç25'te 2,34 milyar TL hasılat, 1,06 milyar TL FAVÖK, 649,6 milyar TL net kâr açıkladı. Genel olarak baktığımızda sonuçları pozitif değerlendiriyoruz. Deprem sonrası oluşan ve günümüze kadar süregelen talebin bir süre daha devam etmesini beklerken, finansallar üzerindeki etkilerinin olumlu seyretmesini bekliyoruz. Şirketin faaliyet gösterdiği konum gereği sektörün zorlu koşullarından sınırlı etkilenmekte olup, defansif bir sürdürüyor. Ek olarak Suriye bölgesine yakınlığının önümüzdeki dönemlerde şirket ve sektör üzerinde potansiyel büyüme unsuru olacağını düşünüyoruz.	9,45	2,18	4,94
NUHCM	NÖTR	Nuh Çimento, 3Ç25'te 4,48 milyar TL hasılat, 955 milyon TL FAVÖK ve 416 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Kapasite kullanım oranlarının artmasına rağmen, ciroda düşüş görüldü. Satışlardaki ihracat payının yükseliyor olmasının ise pozitif olduğunu düşünüyoruz. Kârlılıklar maliyetlerin satışlardan daha az azalması sebebiyle daraldı. NUHCM özelinde finansalları beklediğimiz gibi görmekle birlikte sürpriz olmamasından dolayı NÖTR değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde koşulların iyileşmesiyle birlikte şirketin yüksek kapasite kullanım oranının kâr tarafını destekleyeceğini düşünüyoruz.	31,48	1,53	10,96
OYAKC	OLUMLU	Oyak Çimento, 3Ç25'te 15,4 milyar TL hasılat, 4,58 milyar TL FAVÖK, 3,39 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel sonuçlar açıkladı. Satış kırılımına baktığımız zaman hazır beton grubunun %7,7 ile pozitif ayrışırken, çimento grubunun %2,4 ile negatif ayrıştığını görüyoruz. Bu durumun temel sebebinin deprem bölgesindeki güçlü talep sonucunda oluşan baz etkisi olduğunu belirtmek isteriz. Yurt içi satışlarda da Doğu Anadolu (%21,29 artış) ve Güneydoğu Anadolu (%15,11 artış) bölgesindeki satışların arttığını, Marmara, Ege ve Karadeniz bölgelerindeki satışların azaldığını görüyoruz. Bu çeyrekte fiyatlandırma yönlü sorunların hafif de olsa azalmasından dolayı, marjlarda sınırlı da olsa toparlanma görüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları POZİTİF olarak değerlendiriyoruz. Deprem bölgesi talebinin hala güçlü olarak sürdüğünü izlerken, hacimsel verilere baktığımızda son çeyrek çift haneli büyüme ve son iki çeyrek hazır beton grubunda %30+ artışı pozitif değerlendiriyoruz. Ek olarak şirketin güçlü konumlanması, deprem bölgesinin pozitif etkilerin sürmesi, kentsel dönüşüm, altyapı yatırımlarının devamı, Suriye hikayesi ve sürdürülebilir kârlılık gibi faktörler sonucu defansif ve güçlü yapısının sürdüğünü düşünüyoruz. OYAKC özelinde Hedef Fiyatımız 29,52 TL'den 31.85 TL'ye revize ediyoruz ve önerimizi TUT'dan AL yönüne çeviriyoruz.	14,59	1,82	8,41



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	TEKSTİL, TELEKOM	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
BLCYT	NÖTR	Bilici Yatırım, 3Ç25'te 34 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Sektördeki zorlu koşulların şirkete de yansıdığını görüyoruz. Maliyet optimizasyonuna rağmen kârlılıklarda özellikle esas faaliyet giderlerinden dolayı daralma gerçekleşmiş durumda. BLCYT özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte şirket güçlü nakit ve gayrimenkul portföyü ile iskontolu işlem görmeyi sürdürüyor.	8,88	0,70	0,00
DESA	NÖTR	Desa Deri, 3Ç25'te 818 milyon TL hasılat, 167milyon TL FAVÖK ve 114 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Yurt dışındaki hacimsel daralmanın etkisiyle satışlarda yurt içi talep diri kalsa da ciddi bir daralma gözlemlendi. Maliyetler ise kârlılığı baskılamaya devam etti. Operasyonel olarak maliyet optimizasyonu ile birlikte esas faaliyet kârı yaratılmış olsa da, muhasebesel düzeltmelerle baskılandı. Zorlu koşullarda karlılık yaratan DESA bilançosunu NÖTR değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde gelir büyüme ivmesi ve iç pazardaki zorlu koşullara rağmen artan üretim ve hasılat iştahı artırıyor.	19,83	1,72	7,22
KORDS	SINIRLI OLUMSUZ	KORDS, 3Ç25'te 8,03 milyar TL hasılat, 590 milyon TL FAVÖK, 398 milyon TL net zarar ile beklenti üzeri FAVÖK, beklentinin aşagısında Hasılat ve Net Kâr rakamı açıkladı. Satış kırılımına baktığımızda Avrupa ve Kuzey Amerika bölgesinde %12 artış görürken, Asya bölgesinde %35,2'lik daralma görüyoruz. Asya tarafındaki bu daralmanın en önemli sebebi Endonezya bölgesindeki sel felaketi sonucunda duran üretim olarak görünüyor. Üretimin kademeli olarak başladığını ve kaybedilen müşterilerin geri dönüşünün zaman aldığı için negatif etkilerin bir süre daha devam etmesini bekliyoruz. Kârlılık tarafında ise yatay bir seyir karşımıza çıkıyor. Borç yapısında ise net borcun yüksek seyretmeye devam ettiğini belirlemek isteriz. Genel olarak baktığımızda sonuçları NÖTR-SINIRLI NEGATİF değerlendiriyoruz. Çeyreksel anlamda net kâr marjındaki hafif geri çekilmeye rağmen yatay seyreden marjlar görsek de hem yüksek finansal borç yapısı hem de küreselde oluşan talep yönlü sorunlar ve fiyatlandırmadaki bozukluğun devam ettiğini görüyoruz. Önümüzdeki dönemde marjlar anlamında kademeli toparlanma görme potansiyeli olsa da yüksek borçluluğun marjlar üzerindeki negatif etkisinin devam etmesini bekliyoruz.	0,00	0,65	16,28
SUNTK	OLUMLU	Sun Tekstil, 3Ç25'te 3,32 milyar TL hasılat, 481 milyon TL FAVÖK ve 268 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektörde hem iç pazarda hem de dış pazardaki daralma gözlenmeye devam ediyor. Özellikle İspanya'ya yapılan ihracatın düşüşü, SUNTK'ı oldukça olumsuz etkiliyor. Hem kilogram hem de hasılat bazında gelirler de düşüş kaydetmeye devam ediyor. Artan maliyetlerin de etkisiyle kârlılık tarafı iyice baskılanmış durumda. Yine de az da olsa net kâr yaratılmış olması olumlu. SUNTK özelinde finansalları nötr değerlendiriyoruz. Zorlu koşullarda kârlılık yaratımını önemsemekle birlikte 2026 ve sonrasını takip ediyor olacağız.	21,89	2,51	12,67
YATAS	OLUMLU	Yataş Yatak, 3Ç25'te 5,32 milyar TL hasılat, 554 milyon TL FAVÖK ve 25 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Satışlardaki büyüme iştahının sürdüğünü görüyoruz. Yatırımlar kuvvetli şekilde devam ederken, maliyet optimizasyonu kârlılığı beslemeye devam ediyor. YATAS özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte yatırım etkileşimini yakından takip etmeyi sürdürüyoruz. Makroekonomik koşullar ve satın alma paritesi dengelenmesi takip edildikçe YATAS ayrışmayı sürdürecektir.	0,00	0,53	6,00
TCELL	OLUMLU	Turkcell, 3Ç25'te 59,53 milyar TL hasılat, 26,51 milyar TL FAVÖK, 5,39 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel sonuçlar açıklandı. Turkcell Türkiye'nin de, Techfin'in de satışlarının artırdığı bu çeyrekte, toplam satışlar %11,2 yükselmiş oldu. Mobil segmentte faturalı grupta net abone kazanımı ve Fiber taraftaki abone artışını oldukça olumlu buluyoruz. Zorlu piyasa koşulları ve rekabet ortamına rağmen ARPU tarafındaki büyüme oldukça değerli. Genel olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları POZİTİF değerlendiriyoruz. Yılın ilk yarısında olduğu gibi ikinci yarısında da yoğun rekabete rağmen etkin yönetim ve güçlü operasyonların devamını bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde de 5G ile gelen gecikmesiz yüksek hızlı internet ile birlikte artması beklenen data kullanım oranları, ARPU büyümesinin devamı, sürdürülebilir karlılık, müşteri kazanımının güçlü seyretmesi ve fiberleşme ve 5G ihalesi gibi başlıklar altında TCELL için 160,7 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Şirket 3Ç25 itibarıyla beklentilerinde revizyona giderken, revize rakamlarla %10 gelir büyümesi, %42-43 FAVÖK marjı, Veri merkezi ve Bulut segmentinde %43 gelir büyümesi beklerken, yatırım harcamalarını ise %24'den %23'e revize ettiğini görüyoruz.	22,02	0,87	3,18



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



TTKOM

OLUMLU

Türk Telekom, 3Ç2025'te 59,2 milyar TL hasılat, 26,64 milyar TL FAVÖK, 10,24 milyar TL net kâr ile hem piyasa hem de kurum beklentimizin üzerinde sonuçlar açıkladı. ARPU tarafındaki güçlü seyrin bütün finansalları pozitif etkilediğini söyleyebiliriz. Abone kazanımı ve mevcut abonelerin devamlılığı konusunda da şirket 3Ç25'te oldukça iyi bir iş çıkarmış görünüyor. Faiz oranlarındaki düşüş, ARPU büyümesi ve abone kazanımı sayesinde kârlılık olarak beklentilerin üzerinde sonuçlar görüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilerin üzerinde sonuçları POZİTİF yorumluyoruz. Şirket, yılın ilk yarısında olduğu gibi ikinci yarısında da yoğun rekabet koşulları altında etkin yönetimini ve güçlü operasyonunu sürdürürken, önümüzdeki dönemde de 5G ile gelen gecikmesiz yüksek hızlı internet ile birlikte artması beklenen data kullanım oranları, ARPU büyümesinin devamı, sürdürülebilir kârlılık, müşteri kazanımının güçlü seyretmesi ve fiberleşme-imtiyaz gibi başlıklar altında TTKOM için **82,1 TL Hedef Fiyat ile AL** tavsiyemizi sürdürüyoruz. Şirketin son olarak 3Ç25 bilançosu sonrasında beklentilerini büyük ölçüde korurken, 4Ç25'te faaliyet giderlerindeki daha iyimser beklentilere dayanarak FAVÖK marjı beklentisini %41'den %41,5'a revize ettiğini görüyoruz.

11,60

0,98

3,50



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

KOD	BİLANÇO FİKRİ	TOPTAN TİCARET, ULAŞTIRMA, VARLIK YÖNETİMİ, YİYECEK/İÇECEK	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
DOAS	OLUMLU	Doğuş Otomotiv, 3Ç25'te 58,29 milyar TL hasılat, 4,32 milyar TL FAVÖK, 2,12 milyar TL net kâr ile beklentilerimizin üzerinde satış ve FAVÖK, beklentilerimize paralel net kâr açıkladı. Satışlar bu çeyrekte de sınırlı da olsa artmaya devam etti. Audi, Cupra ve VW Binek modellerinde önemli artışlar, Seat ve Scania modellerinde ise önemli azalışlar kaydedildi. Kârlılık tarafında ise net kâr ve FAVÖK hem çeyreklik hem de yıllık artış göstermeyi başarırken, brüt kâr marjında yalnızca çeyreklikte büyüme görebiliyoruz. Yoğun rekabet ortamının brüt kâr marjını etkilediğini belirtmekle beraber, operasyonel performansın güçlü devam ettiğini düşünüyoruz. Hem finansal borcun hem de net borcun %10'larda yükseldiğini görsek de, sürdürülebilir bir yapının olduğunu söylemek gerekiyor. Genel olarak baktığımızda finansalları POZİTİF değerlendirmekteyiz. Yoğun rekabet ortamı eşliğinde her çeyrek operasyonel performans açısından soru işaretleri oluşsa da 3Ç25'te de gördüğümüz gibi güçlü ve verimli yapının sürdüğünü görüyoruz. Otomotiv sektörü verilerini aylık olarak takip edebildiğimiz için DOAS ve diğer şirketler üzerinde aktif takip unsurunun devam edeceğini belirtirken, yılın ilk dokuz ayında güçlü performans sürse de Çin'in oyun değiştirici etkisinin sürdüğünü ve fiyatlandırma anlamında rekabetin arttığını ve dolayısıyla kârlılığın etkilendiğini görüyoruz. DOAS için 2025 hedefinin Pazar payını korumak, sürdürülebilir ve verimlilik odaklı hedeflerle ilerleyen şirket, beklentilerine paralel performansa ek olarak Pazar payı kazanımını da pozitif değerlendiriyoruz. Şirket SKODA hariç 150 bin araç satışı beklerken, Ocak-Eylül itibarıyla 107.646 adet araç satışı gerçekleştirmiştir.	8,58	0,60	5,79
GENIL	OLUMLU	Gen İlaç, 2025 3Ç25'te 5,35 milyar TL hasılat, 658 milyon TL FAVÖK ve 216 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. DADS kur güncellemesinin gelmemesiyle birlikte sektör negatif ayrışsa da, şirket NPP ilaçlardan elde ettiği gelir ile sektörden pozitif ayrıştı. Satışlarda ciddi oranda bir artış gözlemlerken, DADS kurunun güncellenmesiyle daha pozitif sonuçlar görebileceğimizi düşünüyoruz. Bu süreçte kârlılıkların da arttığını gözlemliyoruz. GENIL özelinde finansalları sektörden ayrışmasıyla birlikte POZİTİF buluyoruz. DADS faktörünün de pozitif yansımaları önümüzdeki dönemde bekliyoruz.	83,33	5,74	42,30
INTEM	OLUMLU	İntema İnşaat, 3Ç25'te 398 milyon TL hasılat, 68 milyon TL FAVÖK ve 13 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Piyasadaki zorlu koşullara rağmen karlılık yaratan INTEM finansallarını olumlu karşılıyor. Bu finansallar doğal olarak ECZYT finansallarını da destekliyor olacaktır.	0,00	5,96	32,01
SELEC	NÖTR	Selçuk Ecza Deposu, 3Ç25'te 42,2 milyar TL hasılat, 1,1 milyar TL FAVÖK ve 223 milyon TL net zarar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Sektördeki rekabetçi ortama rağmen Pazar payının korunması oldukça olumluydu. DADS kurunun güncellenmemesi ise hasılatı oldukça baskıladı. Yine de stok ve marj yönetimindeki etkinlik sayesinde hasılat artış göstermeyi başardı. Artan maliyetler ve DADS kurunun güncellenmiyor oluşuyla kârlılıklar baskılanmaya devam etti. SELEC özelinde finansalları nötr değerlendirmekle birlikte, şirket sektördeki diğer şirketlere göre mevzuat ve sistem yapısı açısından farklı olup, depoculuk faaliyetleriyle sektörden hızlı ayrışma potansiyeli sahip.	70,15	1,57	10,20
GRSEL	OLUMLU	Gür-Sel, 3Ç25'te 2,5 milyar TL hasılat, 790 milyon TL FAVÖK ve 652 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Yaz sezonunda okul taşımalarında mevsimsel duraklama ve sanayi müşterilerinin planlı bakımları kaynaklı çalışma sürelerinde azalma sebebiyle gelirler sınırlanmış oldu. Yatırımların devam ettiği bu çeyrekte, maliyet optimizasyonu ile birlikte operasyonel kârlılığın güçlü durduğunu söyleyebiliriz. GRSEL özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte, 4. Çeyreğin finansallar açısından ayrışmasını bekliyoruz.	16,93	3,72	10,62
HRKET	OLUMLU	Hareket Proje, 3Ç25'te 1,49 milyar TL hasılat, 312 milyon TL FAVÖK ve 112 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Hasılat tarafında sınırlı daralma olsa da, elde edilen iş ilişkilerinin özellikle önümüzdeki çeyrekte finansallara etki etmesini bekliyoruz. Artan maliyetlerle birlikte FAVÖK artsa da, FAVÖK marjı daraldı. HRKET özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Ayrıca iş ilişkilerinin esas yansımalarının 2025 4. Çeyrek ve sonrasında olacağını vurgulamak isteriz.	0,00	0,93	11,43



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

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



2025 3.ÇEYREK BİLANÇO ÖZETLERİ

PGSUS	OLUMLU	Pegasus, 3Ç25'te 52,39 milyar TL hasılat, 18,27 milyar TL FAVÖK, 10,82 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel satış ve FAVÖK, beklentilerimizin üzerinde net kâr açıkladı. Yolcu sayısı ve toplam arz edilen koltuk kilometre miktarının artmış olmasına rağmen, RASK'ın daralıp, CASK'ın artış göstermesiyle birlikte birim yolcu başına düşen kârın azaldığını, bu durumun da kârlılıkları baskıladığını görüyoruz. Genel olarak baktığımızda sonuçları OLUMLU değerlendiriyoruz. Low-cost modelin etkisiyle, benzer şirketlere kıyasla daha sınırlı operasyonel hacme rağmen sektör genelinde süren güçlü operasyonel performansı pozitif buluyoruz. 2Ç25 bilançosunun ardından yıl boyunca devam eden RASK-CASK makasındaki daralmanın etkisiyle yapılan beklenti revizyonu sonrasında hisse fiyatı üzerindeki baskının sürdüğünü görüyoruz. Buna rağmen önümüzdeki dönemde, genç filo yaşının CASK üzerinde yaratacağı pozitif katkılar, CASK tarafında görece yatay bir seyir beklentimiz ve low-cost modelin destekleyici etkisiyle güçlü operasyonel performansın devam etmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, şirketi beğenmeye devam ediyoruz.	6,69	0,91	6,90
THYAO	SINIRLI OLUMLU	Türk Hava Yolları, 3Ç25'te 282,79 milyar TL hasılat, 62,54 milyar TL FAVÖK ve 56,06 milyar TL net kâr ile beklentilerimize paralel sonuçlar açıkladı. Yolcu tarafındaki ve Arz Edilen Toplam Kilometredeki güçlü artışa rağmen, RASK'taki (Birim yolcu başına düşen gelir) azalış ve CASK'taki (Birim yolcu başına düşen gider) artış sebebiyle kârlılık tarafındaki daralma devam ediyor. Hem finansal borcun hem de net borcun artışına rağmen, borçluluk oranının son 6 çeyrekte %35-36 bandında sınırlandığını görüyoruz. Genel olarak finansallara baktığımızda yolcu sayısındaki ve AKK'deki artışları olumlu bulsak da maliyetlerdeki artışın kârlılığı baskıladığını ve marjları düşürdüğünü görüyoruz. 3 senedir süren bu düşüş eğiliminin devam ediyor olmasının en önemli sebebinin Türk Hava Yollarının operasyonlarından değil de sektörel problemlerden kaynaklı olduğunu düşünerek, finansalları SINIRLI POZİTİF değerlendiriyoruz. 498,5 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	3,54	0,44	5,19
GLCVY	OLUMLU	Gelecek Varlık Yönetimi, 3Ç25'te 409 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde bir sonuç paylaştı. Maliyetlerdeki artışa rağmen TGA tahsilatlarının devamıyla beraber şirketin reel gelir büyümesi devam ediyor. GLCVY özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte yeni ve daha düşük maliyetli alınan TGA'lar gelecek çeyrekler için oldukça olumlu sinyaller veriyor. GLCVY özelinde 103,88 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.	6,90	2,89	0,00
BIGCH	OLUMLU	Büyük Şefler Gıda, 3Ç25'te 1,13 milyar TL hasılat, 278 milyon TL FAVÖK ve 18 milyon TL net kar ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı. Finansallara bakıldığında gelir büyümesinin sürdüğünü fakat maliyet artışlarının önüne geçilemediğini görüyoruz. Verimlilik odaklı alınan kararların şirketin geleceğini pozitif yönde etkileyeceğini düşünüyoruz.	0,00	3,91	7,60
TABGD	OLUMLU	TABGD'nin 3Ç25'te 12,3 milyar TL hasılat, 2,7 milyar TL FAVÖK, 943,7 milyon TL net kar ile beklentilerin hafif üzerinde sonuçlar açıkladığını görüyoruz. Genel olarak baktığımızda beklentilerin hafif üzerinde açıklanan sonuçları pozitif değerlendiriyoruz. Zorlu koşullara ve enflasyonist ortamın fiyatlandırma üzerindeki negatif etkilerine rağmen güçlü markalar, artan hacim ve operasyonel performansın devamı ışığında sürdürülebilir sağlıklı kârlılığın devamını bekliyoruz. 3Ç25 itibarıyla şirket beklentilerinde revizyon gerçekleşmeyip, 2Ç25'teki son revizyona bağlı hedefleri takip ediyoruz. Şirketin yayımladığı finansal bültende yıl sonu tahminlerinin üst banda yakın olma olasılığının artmasının açıklanması ise şirket özelindeki bir diğer pozitif unsur.	24,55	2,74	7,54



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



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

🌐 www.marbas.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00