MODEL PORTFÖY 3Ç26

20.11.2026

Piramit Menkul Kıymetler 3Ç26 Model Portföy'de **BIMAS, DOHOL, EGPRO, GARAN, RGYAS, TAVHL, TCKRC, THYAO, TUPRS, TTKOM** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 20 Kasım 2026 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	20.11.2026 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
BIMAS	374,25	14,9	2,0	449.100	-2,9	-8,4	38,5
DOHOL	15,90	5,1	0,4	41.610	-9,9	-25,1	-9,8
EGPRO	31,66	9,0	1,4	17.255	8,6	-14,2	28,3
GARAN	144,20	4,9	1,2	605.640	7,1	11,5	10,7
RGYAS	157,40	4,0	0,3	52.099	-14,9	-19,9	-0,4
TAVHL	284,75	12,3	1,1	103.444	-0,5	3,6	7,6
TCKRC	123,20	8,8	2,5	20.944	14,8	-27,4	135,8
THYAO	329,00	3,9	0,4	454.020	20,3	9,2	19,1
TUPRS	322,75	5,1	1,2	621.873	-10,8	-16,9	66,8
TTKOM	47,48	7,9	0,6	166.180	-7,3	-11,8	-17,0

2Ç26 dönemine göre DOHOL, EGPRO, TAVHL, TUPRS ve TTKOM portföye eklenirken CCOLA, INDES ve KCHOL portföyden çıkarılmıştır. BIMAS, GARAN, RGYAS, TCKRC ve THYAO portföyde korunmuştur.

Tablodaki hisse kodlarına tıklayarak ilgili şirket analizlerine ulaşabilirsiniz.

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

2Ç26 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	20.11.2026 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	31.08.2026 Kapanışa Göre Getiri (%)
BIMAS	374,25	14,9	2,0	449.100	-2,9	-8,4	38,5	-7,15
CCOLA	78,55	12,0	2,1	219.789	2,4	-3,4	42,6	4,45
GARAN	144,20	4,9	1,2	605.640	7,1	11,5	10,7	10,16
INDES	8,44	6,7	0,7	6.330	-29,2	-26,0	14,4	-28,90
KCHOL	187,20	7,9	0,6	474.720	-10,2	-14,1	13,5	-12,89
RGYAS	157,40	4,0	0,3	52.099	-14,9	-19,9	-0,4	-23,87
TCKRC	123,20	8,8	2,5	20.944	14,8	-27,4	135,8	-16,53
THYAO	329,00	3,9	0,4	454.020	20,3	9,2	19,1	8,85
Ortalama								**-8,23**
XU100	11131,32				-5,6	-22,7	1,4	**-22,34**
Fark								**14,11**

*Performans İstatistikleri tablosundaki değer değişimleri düzeltilmiş fiyat seviyeleri ile hesaplanmıştır.

*2Ç26 Model Portföy'de yer alan hisse senetlerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablolar aşağıdaki gibidir.

Kod	Nakit Kâr Payı – Brüt (TL)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
BIMAS	2,50	16.09.2026	18.09.2026
RGYAS	7,8201106	07.10.2026	09.10.2026

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS): Türkiye'nin en geniş mağaza ağına sahip gıda perakendecisi BİM, 3Ç26'da (enflasyon muhasebesi etkisi dahil) bir önceki çeyreğe göre %23, bir önceki yılın aynı dönemine göre %52 artışla 10,39mlr TL net kâr açıklayarak piyasa beklentisini önemli ölçüde aşmıştır. Aynı dönemde net satış geliri çeyreklik ve yıllık bazda %5 artışla 245,74mlr TL ile beklentiye paralel gerçekleşirken, FAVÖK çeyreklik %24, yıllık %3 artışla 17,72mlr TL ile beklentinin bir miktar üzerinde gelmiştir.

Şirket 3Ç26'da net 113 mağaza açarak toplam mağaza sayısını yıllık %5 artışla 14.964'e yükseltmiştir (BİM Türkiye 13.089, FİLE 378, BİM Fas 1.031, BİM Mısır 466). Şirket'in satış gelirlerinde FİLE'nin payı 3Ç25'teki %10'dan %11'e yükselirken BİM Türkiye'nin payı %85'ten %84'e gerilemiştir. Fas ve Mısır operasyonlarının payı ise sırasıyla %5 ve %1 olmuştur. BİM Türkiye mağazalarında kendi markalı ürünlerin satışlar içindeki payı %54 olmuştur.

Kârlılık tarafında FAVÖK marjı bir önceki çeyreğe göre 1,1 puan artışla %7,2'ye yükselirken yıllık bazda 0,2 puan gerilemiştir. Brüt kâr marjı çeyreklik 0,6 puan artışla %19,9 olurken yıllık bazda 0,2 puan gerilemiştir. Net kâr marjı yıllık 1,3 puan artışla %4,2'ye yükselmiştir. Net kârdaki yıllık artışta yatırım fonlarından elde edilen 4,25mlr TL gelir (3Ç25: 1,58mlr TL) ve vergi giderindeki gerileme belirleyici olurken, enflasyon muhasebesinden kaynaklanan parasal kazanç 6,55mlr TL'den 3,57mlr TL'ye inmiştir.

Şirket ilk dokuz ayda işletme faaliyetlerinden 64,89mlr TL nakit üretmiş ve 18,61mlr TL yatırım harcaması yapmıştır. Kira yükümlülükleri hariç net nakit pozisyonu 2025 sonundaki 16,5mlr TL'den 41,7mlr TL'ye yükselmiştir. Ayrıca Şirket'in kurduğu 10mlr TL sermayeli Dost Katılım Bankası Eylül ayında tescil edilmiş olup, faaliyet izni için BDDK'ya başvuru yapılacaktır.

Mağaza ağını büyütmeye devam eden Şirket'in olumlu operasyonel görünümünü sürdürdüğünü değerlendirmekteyiz. Bu doğrultuda BIMAS, Model Portföyümüzdeki yerini korumaktadır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	245.736	233.121	5%	245.736	234.259	5%
SMM	196.951	186.370	6%	196.951	189.209	4%
Brüt satış karı	48.785	46.751	4%	48.785	45.050	8%
Faaliyet giderleri	38.907	38.282	2%	38.907	38.398	1%
Esas faaliyet kârı (EFK)	9.804	8.007	22%	9.804	5.628	74%
FAVÖK	17.719	17.170	3%	17.719	14.327	24%
Finansal gelir/gider	-3.102	-2.567	a.d.	-3.102	-2.794	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	3.566	6.545	-46%	3.566	7.156	-50%
Ana ortaklık net kâr	10.386	6.843	52%	10.386	8.467	23%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	19,9%	20,1%	-0,2	19,9%	19,2%	0,6
EFK marjı	4,0%	3,4%	0,6	4,0%	2,4%	1,6
FAVÖK marjı	7,2%	7,4%	-0,2	7,2%	6,1%	1,1
Ana ortaklık net kâr marjı	4,2%	2,9%	1,3	4,2%	3,6%	0,6

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. (DOHOL): Doğan Holding, 3Ç26'da 1,95mlr TL net kâr elde ederek piyasa beklentisine paralel bir sonuç açıklamıştır. Geçen yılın aynı döneminde 165mn TL net kâr açıklamıştı. Satış geliri yıllık %6 artışla 30,04mlr TL ile beklentinin üzerinde gerçekleşirken FAVÖK %60 artışla 6,18mlr TL'ye ulaşmasına karşın beklentinin biraz altında kalmıştır.

Büyümede madencilik ve finans segmentleri öne çıkmıştır. Gümüştaş'ta cevher üretiminin %35 artışla 198 bin tona yükselmesi ve kaliteli pirit konsantresi satışlarıyla gelirler %82 artarak 3,26mlr TL'ye ulaşmış, FAVÖK marjı %39'dan %57'ye çıkmıştır; işleme tesisindeki kapasite artışının tamamlanmasıyla yıllık cevher işleme kapasitesi 600 bin tondan 840 bin tona yükselmiştir. Hepiyi Sigorta'nın yönetilen portföy büyüklüğü yıllık %41 artışla 985mn USD'ye ulaşırken brüt yazılan primler %45 artışla 10,40mlr TL'ye, net kârı ise %113 artışla 2,55mlr TL'ye yükselmiştir (TMS 29 hariç).

Karel'de, kârı yüksek işlerin payının artması ve azalan personel gideri dolayısıyla FAVÖK %115 artarak 1,08mlr TL'ye yükselmiş, FAVÖK marjı %10'dan %20'ye çıkmıştır; ancak yüksek finansman giderleri nedeniyle 481mn TL net zarar açıklanmıştır. Galata Wind'de elektrik üretiminin %5 azalması ve USD bazlı elektrik fiyatlarının %18 düşmesiyle gelirler reel olarak %29 azalmış, FAVÖK marjı %70'ten %62'ye gerilemiştir. Doğan Trend'in gelirleri ise %21 düşüşle 3,61mlr TL'ye inerken 129mn TL negatif FAVÖK açıklanmıştır.

Holding'in esas faaliyet kârı yıllık %27 artışla 4,94mlr TL'ye yükselirken yatırım faaliyetlerinden net gelirler %42 artışla 5,36mlr TL'ye çıkmış, net parasal kayıp 3,90mlr TL'den 2,44mlr TL'ye inmiştir. Net finansman gideri ise %23 artışla 3,94mlr TL olmuştur. Yatırım faaliyetlerinden net gelir büyük ölçüde 3,78mlr TL menkul kıymet faiz gelirinden, net finansman gideri 1,50mlr TL kur farkı net gideri ve 1,49mlr TL banka kredileri faiz giderinden kaynaklanmaktadır.

Kârlılık tarafında hem yıllık hem de çeyreklik bazda belirgin artışlar dikkat çekmektedir. Net çeyreklik olarak, net kâr marjı %6,5, FAVÖK marjı %20,6, esas faaliyet kâr (EFK) marjı %16,4 ve brüt kâr marjı %25,4 olmuştur.

Holding'in hesapladığı net aktif değer (NAD) %69 iskonto ima etmektedir. Holding'in solo net nakit pozisyonu 645mn USD'dir. Ekim ayında Kanal D Romanya'nın 109mn EUR işletme değeri üzerinden satışına ilişkin anlaşma imzalanmıştır. Galata Wind ise 2026 elektrik üretimi beklentisini 950-1.000GWh'den 900-950GWh'ye indirirken diğer beklentilerini korumuştur.

Enerji ve otomotiv segmentlerindeki zayıflığa karşın madencilik ve finans segmentlerindeki güçlü büyüme, operasyonel marjlardaki belirgin iyileşme, güçlü nakit pozisyonu ve yüksek NAD iskontosunu dikkate alarak DOHOL'ü Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	30.036	28.343	6%	30.036	27.685	8%
SMM	22.409	23.083	-3%	22.409	21.910	2%
Brüt satış karı	7.627	5.260	45%	7.627	5.774	32%
Faaliyet giderleri	3.295	3.620	-9%	3.295	3.846	-14%
Esas faaliyet kârı (EFK)	4.940	3.881	27%	4.940	3.105	59%
FAVÖK	6.183	3.875	60%	6.183	3.702	67%
Finansal gelir/gider	-3.938	-3.213	a.d.	-3.938	-3.719	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-2.438	-3.896	a.d.	-2.438	-1.058	a.d.
Ana ortaklık net kâr	1.951	165	1083%	1.951	3.475	-44%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	25,4%	18,6%	6,8	25,4%	20,9%	4,5
EFK marjı	16,4%	13,7%	2,8	16,4%	11,2%	5,2
FAVÖK marjı	20,6%	13,7%	6,9	20,6%	13,4%	7,2
Ana ortaklık net kâr marjı	6,5%	0,6%	5,9	6,5%	12,6%	-6,1

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş. (EGPRO): Egepen Deceuninck, Winsa ve Pimapen markalarıyla PVC profil sektöründe faaliyet gösteren Şirket, 3Ç26'da bir önceki çeyreğe göre %71, bir önceki yılın aynı dönemine göre %90 artışla 902,4mn TL net kâr açıklamıştır. Aynı dönemde net satışlar hafifçe gerileyerek 3,94mlr TL olurken esas faaliyet kârı (EFK) çeyreklik %67, yıllık %84 artışla 997,1mn TL'ye yükselmiştir. Şirket'in ilk dokuz aydaki net kârı yıllık %80 artışla 1,76mlr TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in faaliyet raporunda yer verdiği sektör verileri talep tarafındaki zayıflığa işaret etmektedir. Plastik ve kauçuk sektöründe ortalama kapasite kullanımı 2026'nın ilk sekiz ayında 1,65 puan gerileyerek %73,66'ya inmiş, plastik mamul yurt içi tüketimi miktar bazında %31,6 azalmıştır. Sektördeki zayıf talep görünümüne karşın Şirket'in ilk dokuz aydaki net satışları yıllık %6 artışla 12,03mlr TL'ye ulaşırken ihracatı euro bazında %18 gerileyerek 19,2mn EUR'a inmiştir.

Net çeyreklik satışlardaki gerilemeye karşın kârlılıkta güçlü bir toparlanma görülmüştür. Satışların maliyeti çeyreklik %23 azalırken brüt kâr %37 artışla 1,76mlr TL'ye yükselmiştir. Net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik %80, yıllık %63 artışla 1,02mlr TL'ye ulaşmış, NFK marjı %26,0 olmuştur. FAVÖK ise çeyreklik %55, yıllık %34 artışla 1,13mlr TL'ye yükselmiş, FAVÖK marjı %28,6 olarak gerçekleşmiştir.

Zayıf talep ortamında satışları sınırlı gerilemesine rağmen operasyonel kârlılığını belirgin biçimde artıran, ilk dokuz ayda net kârını yıllık %80 büyüten Şirket'in mevcut finansal görünümünü olumlu değerlendiriyoruz. Bu çerçevede EGPRO'yu Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	3.936	3.997	-2%	3.936	4.116	-4%
SMM	2.181	2.646	-18%	2.181	2.833	-23%
Brüt satış karı	1.755	1.350	30%	1.755	1.283	37%
Faaliyet giderleri	733	724	1%	733	715	2%
Esas faaliyet kârı (EFK)	997	541	84%	997	597	67%
FAVÖK	1.125	840	34%	1.125	725	55%
Finansal gelir/gider	77	-89	a.d.	77	-60	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-113	268	a.d.	-113	-51	a.d.
Ana ortaklık net kâr	902	474	90%	902	527	71%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	44,6%	33,8%	10,8	44,6%	31,2%	13,4
EFK marjı	25,3%	13,5%	11,8	25,3%	14,5%	10,8
FAVÖK marjı	28,6%	21,0%	7,5	28,6%	17,6%	11,0
Ana ortaklık net kâr marjı	22,9%	11,9%	11,1	22,9%	12,8%	10,1

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Türkiye Garanti Bankası A.Ş. (GARAN): Banka'nın konsolide olmayan finansallarına göre 3Ç26 net dönem kârı hem bir önceki yılın aynı dönemine göre hem de bir önceki çeyreğe göre %10 artarak 33,49mlr TL oldu. Yılın ilk dokuz ayında net kâr yıllık %16 artışla 97,19mlr TL'ye ulaştı. Net kârdaki artışta güçlü net faiz gelirleri, ücret ve komisyon gelirlerindeki büyüme etkili olurken artan karşılık giderleri kârlılığı sınırladı.

Solo net faiz geliri 3Ç26'da yıllık %64, çeyreklik %30 artarak 74,61mlr TL'ye yükseldi. Konsolide swap maliyeti dâhil net faiz marjı, 2Ç26'daki %5,5 seviyesinden 3Ç26'da %6,3'e yükselerek 85bp iyileşti. Marjlardaki toparlanmada azalan fonlama maliyetleri ve TL kredi-mevduat faiz farkındaki genişleme etkili oldu. Birikimli net faiz marjı ise 2025 yıl sonuna göre 60bp artışla %6 seviyesine ulaşarak Banka'nın yaklaşık 75bp olan 2026 yılı genişleme hedefine yakın seyretti.

Net ücret ve komisyon geliri yıllık %32, çeyreklik %7 artışla 50,19mlr TL oldu. Kredi kartı ve POS işlemlerinden elde edilen komisyon gelirlerini kapsayan ödeme sistemlerinin net ücret ve komisyon gelirleri içindeki yaklaşık %68 payı ve genişleyen müşteri tabanı, faiz dışı gelirleri desteklemeye devam etti. 2026 yılının ilk dokuz ayında solo operasyonel giderler yıllık %39 artarken net ücret ve komisyon gelirleri %36 büyüdü. Üçüncü çeyrekte net ücret ve komisyon gelirleri operasyonel giderlerin yaklaşık %96'sını karşıladı.

Toplam aktifler yıllık %33, çeyreklik %5 artarak 4,64trln TL'ye, krediler yıllık %37, çeyreklik %9 artarak 2,85trln TL'ye yükseldi. Aynı dönemde mevduat yıllık %33, çeyreklik %3 büyüyerek 3,12trln TL oldu. Kredilerin mevduattan daha hızlı büyümesine bağlı olarak kredi/mevduat oranı 2Ç26'daki %86,9 seviyesinden %91,4'e yükseldi. Kredi hacmindeki büyüme, Banka'nın faiz gelirlerini desteklemeye devam etmektedir.

Takipteki kredi oranı 2025 sonunda %3,52 ve 2Ç26'da %4,08 iken 3Ç26'da %4,46'ya yükseldi. Takipteki kredi bakiyesi 2025 yıl sonuna göre %59 artışla 127,24mlr TL'ye ulaştı. Takipteki kredilere yeni girişlerde özellikle tüketici kredileri ve kredi kartları etkili oldu. Konsolide net kredi riski maliyeti 2Ç26'daki %2,7'den 3Ç26'da %3,1'e yükselirken ilk dokuz ayda %2,6 oldu. Banka, takipteki kredilere yeni girişlerin beklentileriyle uyumlu olduğunu belirtti.

Banka'nın konsolide olmayan özkaynakları yıllık %27, çeyreklik %7 artarak 520,12mlr TL'ye ulaştı. Konsolide sermaye yeterlilik oranı 2Ç26'daki %15,9 seviyesinden %16,1'e, çekirdek sermaye yeterlilik oranı ise %11,9'dan %12'ye yükseldi. İlk dokuz ayda ortalama konsolide özkaynak kârlılığı %27,5 olarak gerçekleşti. Güçlü özkaynak yapısı ve kârlılık, kredi büyümesinin finansmanı ve artan kredi risklerinin karşılanması açısından önemli bir tampon sağlamaktadır.

Net faiz marjındaki güçlü toparlanma, ücret ve komisyon gelirlerindeki artış ve güçlü sermaye yapısı Banka'nın finansal görünümünü desteklemektedir. Buna karşılık takipteki kredi oranındaki yükseliş ve artan kredi riski maliyeti kârlılık açısından izlenmektedir. Mevcut finansal görünüm doğrultusunda GARAN hissesini Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Finansallar Solo (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Aktifler	4.643.961	3.498.972	33%	4.643.961	4.412.331	5%
Krediler	2.851.571	2.084.878	37%	2.851.571	2.624.664	9%
Mevduat	3.118.424	2.340.162	33%	3.118.424	3.020.069	3%
Net faiz geliri	74.609	45.411	64%	74.609	57.393	30%
Net ücret ve komisyon geliri	50.187	38.010	32%	50.187	46.730	7%
Net kâr/zarar	33.487	30.429	10%	33.487	30.387	10%
Özsermaye	520.116	410.433	27%	520.116	487.168	7%

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş. (RGYAS): Şirket'in net kârı 3Ç26'da 5,29mlr TL ile yıllık %54 gerilemiştir. İlk dokuz ayda ise net kâr %19 düşüşle 13,02mlr TL olmuştur. Şirket'in 3Ç26 hasılatı yıllık %19 artarak 4,79mlr TL'ye, dokuz aylık hâsılatı ise %29 artışla 14,16mlr TL'ye yükselmiştir.

Türkiye'nin önde gelen ticari gayrimenkul yatırımcılarından olan Şirket'in operasyonel performansında yüksek doluluk ve kira gelirlerindeki büyüme öne çıkmaktadır. Düzeltilmiş net operasyonel gelir (NOI), 9A26'da yıllık yaklaşık %17 artışla 10,0mlr TL'ye ulaşmıştır. Euro bazında NOI ise organik büyüme ve 2025'in ikinci yarısında alınan Optimum İzmir ile Optimum Ankara'nın katkısıyla %27 artarak 175mn EUR olmuştur. Eylül sonu itibarıyla portföy doluluğu %98,9, son 12 aylık ziyaretçi sayısı 114mn seviyesindedir. İlk dokuz ayda kiracı ciroları %31,9 artarak %31,5'lik TÜFE ve %29,5'lik sektör büyümesinin üzerinde gerçekleşmiştir. Kiraların TÜFE ve kiracı cirolarına endeksli yapısı gelirleri desteklemektedir.

Üçüncü çeyrekte Şirket'in temel faaliyet kârlılığı güçlenirken net kârın yıllık bazda gerilemesinde faaliyet dışı kalemler etkili olmuştur. 3Ç26'da brüt kâr yıllık %27,2 artışla 3,57mlr TL'ye, net faaliyet kârı %29,5 artışla 3,30mlr TL'ye, esas faaliyet kârı ise %17,8 artışla 3,28mlr TL'ye yükselmiştir. Brüt kâr marjı 5,0 puan artarak %74,5'e ulaşmıştır. Buna karşılık yatırım faaliyetlerinden gelirlerin 9,36mlr TL'den 3,76mlr TL'ye düşmesi, net finansman giderinin artması ve parasal kazancın azalması, net kârın önceki yılın aynı dönemine göre gerilemesinde etkili olmuştur.

Bilanço tarafında borçluluk göstergelerindeki iyileşme sürmektedir. Düzeltilmiş net borç, 2025 sonundaki 513mn EUR'dan 448mn EUR'ya gerilemiş; net borç/FAVÖK oranı 2,5x'ten 1,9x'e, kredi/değer oranı ise %14'ten %10'a düşmüştür. Finansal borçların %86'sı uzun vadelidir. İlk dokuz ayda yaratılan 124mn EUR serbest nakit akımı finansal esnekliği desteklemektedir.

3Ç26 sonu itibarıyla Şirket'in düzeltilmiş brüt varlık değeri 245,1mlr TL'ye, EPRA net aktif değeri 219,3mlr TL'ye ulaşmış ve yaklaşık %75,4 iskontoya işaret etmektedir. Optimum İstanbul satın alımının 9 Eylül 2026'da tamamlanması portföy büyümesini desteklerken, 9 Ekim 2026'da dağıtılan 2,6mlr TL temettü hissedar getirisini artırmıştır.

RGYAS'ı, yüksek doluluk oranı, TÜFE ve kiracı cirolarına endeksli kira yapısı, EUR bazında güçlü NOI büyümesi ve yüksek NAD iskontosunun devam etmesi nedeniyle Model Portföyde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	4.789	4.036	19%	4.789	4.865	-2%
SMM	1.221	1.231	-1%	1.221	1.509	-19%
Brüt satış karı	3.568	2.805	27%	3.568	3.356	6%
Faaliyet giderleri	266	255	4%	266	244	9%
Esas faaliyet kârı (EFK)	3.277	2.781	18%	3.277	5.602	-42%
FAVÖK	3.310	2.554	30%	3.310	3.110	6%
Finansal gelir/gider	-1.801	-1.674	a.d.	-1.801	-1.278	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	1.326	1.877	-29%	1.326	1.880	-29%
Ana ortaklık net kâr	5.288	11.593	-54%	5.288	4.569	16%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	74,5%	69,5%	5,0	74,5%	69,0%	5,5
EFK Marjı	68,4%	68,9%	-0,5	68,4%	115,1%	-46,7
FAVÖK Marjı	69,1%	63,3%	5,8	69,1%	63,9%	5,2
Net Kar Marjı	110,4%	287,2%	-176,8	110,4%	93,9%	16,5

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tav Havalimanları Holding A.Ş. (TAVHL): Şirket'in ana ortaklık net kârı 3Ç26 döneminde çeyreklik %158, yıllık %53 artışla 9,09mlr TL'ye ulaşarak piyasa beklentisini aştı. Hâsılat çeyreklik %22, yıllık %21 artışla 32,6mlr TL olurken beklentinin hafif altında kaldı. Hâsılatın %33'ü havacılık, %24'ü yer hizmetleri, %15'i yiyecek-içecek, %8'i yolcu salonu ve sadakat kartı gelirlerinden oluştu. Ankara ve yeni Antalya operasyonlarıyla güçlenen BTA'nın katkısı ve özellikle üçüncü çeyrekte Havaş'ın güçlü performansı ciro büyümesini destekledi. Antalya'da 2025'te hizmete açılan ticari alanların ilk tam dönem katkısı da yiyecek-içecek ve duty free gelirlerine olumlu yansıdı.

Havalimanı işletmeciliği ve havalimanı hizmetleri alanlarında faaliyet gösteren Şirket'in yolcu trafiğinde sınırlı büyüme gerçekleşti. Ocak-Eylül döneminde yolcu sayısı yıllık %3 artışla (dış hatlar %1, iç hatlar %6) 89,4 milyona ulaştı. Orta Doğu'daki jeopolitik gerilimler ve yüksek jet yakıtı fiyatları hava yolculuğunu olumsuz etkiledi. Yolcu sayısı Kuzey Makedonya'da %29 (3,3 milyon), Ankara'da %9 (11,3 milyon), İzmir'de %7 (10,3 milyon) ve Milas-Bodrum'da %5 (3,9 milyon) artarken Antalya'da %3 (30,1 milyon), Gazipaşa-Alanya'da %8 (730 bin) geriledi. Ankara dış hat trafiği AJet'in yeni Avrupa hatlarıyla %13, Almatı dış hat trafiği %11 arttı. Almatı iç hat trafiği ise Pratt & Whitney motor sorunlarından etkilendi. Mart ayından itibaren Orta Doğu trafiğindeki düşüşten etkilenen Gürcistan'da hazirandan itibaren toparlanma başladı.

Operasyonel performans yıllık bazda güçlendi. Satışların maliyeti yıllık %14 artarak hâsılat artışının altında kalırken brüt kâr %31 artışla 15,6mlr TL'ye yükseldi. Faaliyet giderleri çeyreklik %57, yıllık %39 artışla 5,40mlr TL oldu. Esas faaliyet kârı (EFK) çeyreklik %69, yıllık %31 artışla 10,3mlr TL'ye, FAVÖK çeyreklik %59, yıllık %28 artışla 14,06mlr TL'ye ulaştı. Finansman giderlerindeki düşüş de kârlılığı destekledi. Tüm kâr marjlarında iyileşme kaydedilirken brüt kâr marjı %47,9, EFK marjı %31,7 ve net kâr marjı %27,8 seviyesinde gerçekleşti.

Şirket'in yatırım ve portföy çalışmaları devam etmektedir. Tiflis Havalimanı'nın işletme imtiyazı 15 Ocak 2026'da Ocak 2027'den 31 Aralık 2031'e uzatıldı. Bu kapsamda 2026-2027 döneminde 150mn USD yatırımla kapasitenin 10 milyon yolcunun üzerine çıkarılması planlanıyor. Almatı'da üçüncü çeyrekteki ilave tarife artışının, son çeyrekten itibaren jet yakıtı satış hacmindeki düşüşün gelir etkisini büyük ölçüde telafi etmesi bekleniyor. Temmuz 2026'da azınlık hissedarın satma opsiyonunu kullanmasıyla Almatı'daki %15 payın devralınmasına karar verildi. İşlemin tamamlanmasıyla Şirket'in dolaylı payı %100'e yükselecek. Nisan 2025'te yeni terminalle 65 milyon yolcu kapasitesine ulaşan Antalya'da ise BTA'nın kademeli artış döneminin 2027'ye kadar sürmesi bekleniyor.

Şirket, 2026 beklentilerini aşağı yönlü güncelledi. Toplam yolcu beklentisi 116-123 milyondan 112-118 milyona (2025: 113 milyon), dış hat yolcu beklentisi 78-83 milyondan 72-77 milyona (2025: 75 milyon) indirildi. FAVÖK beklentisi 590-650mn EUR'dan 580-630mn EUR'ya (2025: 560mn EUR), yatırım harcaması beklentisi 330mn EUR'nun altından 300mn EUR'nun altına (2025: 201mn EUR) çekildi. Hâsılat beklentisi ise 1.880-1.980mn EUR (2025: 1.823mn EUR) aralığında korundu.

Aşağı yönlü revize edilen yolcu ve FAVÖK beklentileri ile devam eden jeopolitik riskler baskı unsuru olmakla beraber yolcu büyümesini aşan ciro artışı, güçlenen havacılık dışı gelirler ve marjlardaki iyileşme dikkat çekmektedir. TAVHL hissesini Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	32.631	26.917	21%	32.631	26.749	22%
SMM	16.987	14.956	14%	16.987	17.215	-1%
Brüt satış karı	15.644	11.961	31%	15.644	9.534	64%
Faaliyet giderleri	5.396	3.871	39%	5.396	3.444	57%
Esas faaliyet kârı (EFK)	10.332	7.907	31%	10.332	6.101	69%
FAVÖK	14.065	10.985	28%	14.065	8.828	59%
Finansal gelir/gider	-1.884	-2.595	a.d.	-1.884	-2.563	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-65	-10	a.d.	-65	138	a.d.
Ana ortaklık net kâr	9.087	5.954	53%	9.087	3.518	158%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	47,9%	44,4%	3,5	47,9%	35,6%	12,3
EFK marjı	31,7%	29,4%	2,3	31,7%	22,8%	8,9
FAVÖK marjı	43,1%	40,8%	2,3	43,1%	33,0%	10,1
Ana ortaklık net kâr marjı	27,8%	22,1%	5,7	27,8%	13,2%	14,7

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Kıraç Galvaniz A.Ş. (TCKRC): Otokorkuluk ve yol güvenliği sistemleri, güneş enerjisi konstrüksiyonları, sıcak daldırma galvanizleme ve savunma sanayine yönelik metal çözümleri alanlarında faaliyet gösteren Şirket, 3Ç26'da bir önceki çeyreğe göre %4, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %258 artışla 756,3mn TL net kâr açıkladı. Aynı dönemde net satışlar çeyreklik %9, yıllık %233 artışla 2,38mlr TL'ye, FAVÖK ise çeyreklik %8, yıllık %811 artışla 910mn TL'ye yükseldi.

Yıllık bazdaki güçlü büyümenin arkasında, Temmuz 2025'te faaliyete geçen ve yıllık 220 bin ton galvanizleme, 180 bin ton metal imalat kapasitesiyle Şirket'in toplam üretim kapasitesini yaklaşık beş katına çıkaran Bozüyük tesisi bulunmaktadır. 3Ç26'da yurt içi satışlar yıllık %181 artışla 1,42mlr TL'ye yükselirken ihracat yaklaşık 4,6 katına çıkarak 954mn TL'ye ulaşmış, ihracatın satışlar içindeki payı 3Ç25'teki %29'dan %40'a yükselmiştir.

Brüt kârın çeyreklik %4 artmasına ek olarak faaliyet giderlerinin %39 gerilemesiyle net faaliyet kârı çeyreklik %9 artışla 859,8mn TL'ye, esas faaliyet kârı ise %8 artışla 872,8mn TL'ye yükselmiştir. Net kârdaki çeyreklik artış, 162,8mn TL'lik yatırım faaliyetlerinden net gider ve 38,6mn TL'lik ertelenmiş vergi gideri nedeniyle %4 ile sınırlı kalırken, 96,4mn TL'lik net parasal pozisyon kazancı net kârı desteklemiştir.

Yılın ilk dokuz ayında hasılat yıllık %184 artışla 6,07mlr TL'ye, FAVÖK ise yaklaşık 4,4 katına çıkarak 2,26mlr TL'ye yükselmiştir. %37,3 olarak gerçekleşen 9A26 FAVÖK marjı Şirket'in %35-40 aralığındaki 2026 hedefiyle uyumlu olup, FAVÖK ise 2,5-3,0mlr TL'lik hedef aralığının alt ucuna yaklaşmıştır.

Yol güvenliği projelerinin yanında yurt dışı pazarlar ve savunma sanayi Şirket'in büyüme alanlarını çeşitlendirmektedir. Norveç'te sertifikasyon süreçleri tamamlanarak ürünler karayolları otoritesinin kaydına alınmış olup bu pazara yakın dönemde ihracatın başlaması beklenmektedir. NATO ve MKE ihale platformlarına kabul edilen Şirket, savunma tarafında Norveçli Nordic Deployment ile iş birliği yürütmektedir. Enerji ve savunma sanayi üretimine yönelik yaklaşık 500mn TL'lik Başköy tesisinde inşaat %80 seviyesine ulaşmış olup, daha önce 2027 sonunda devreye alınması hedeflenen tesisin inşaatının 2026 yıl sonunda tamamlanması hedeflenmektedir.

Bozüyük yatırımıyla büyüyen üretim ölçeği, %37,3 seviyesinde korunan FAVÖK marjı, ihracatın artan katkısı ve 2026 hedeflerine yönelik güçlü ilerleme Şirket'in operasyonel görünümünü desteklemektedir. İnşaat takvimi öne çekilen Başköy tesisi ile savunma sanayi ve yeni ihracat pazarlarındaki açılımların orta/uzun vadeli büyüme potansiyelini artırdığını değerlendirdiğimiz TCKRC'yi Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	2.375	713	233%	2.375	2.170	9%
SMM	1.462	537	172%	1.462	1.293	13%
Brüt satış karı	913	176	418%	913	877	4%
Faaliyet giderleri	53	83	-36%	53	88	-39%
Esas faaliyet kârı (EFK)	873	-13	a.d.	873	807	8%
FAVÖK	910	100	811%	910	841	8%
Finansal gelir/gider	-12	-23	a.d.	-12	-87	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	96	131	-26%	96	-244	a.d.
Ana ortaklık net kâr	756	211	258%	756	726	4%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	38,4%	24,7%	13,7	38,4%	40,4%	-2,0
EFK marjı	36,7%	-1,9%	a.d.	36,7%	37,2%	-0,5
FAVÖK marjı	38,3%	14,0%	24,3	38,3%	38,8%	-0,4
Ana ortaklık net kâr marjı	31,8%	29,6%	2,2	31,8%	33,5%	-1,6

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Türk Hava Yolları A.O. (THYAO): Şirket'in 3Ç26 ana ortaklık net kârı, yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin ve düşen vergi giderinin desteğiyle yıllık %10 artarak 61,5mlr TL ile piyasa beklentisini belirgin şekilde aştı. Hâsılat çeyreklik %21, yıllık %40 artışla 396mlr TL'ye, brüt kâr çeyreklik %223, yıllık %8 artışla 67,8mlr TL'ye yükseldi.

Operasyonel tarafta güçlü talep devam etti. Yolcu gelirleri yıllık %15 artışla 6,80mlr USD'ye, kargo gelirleri %46 artışla 1,23mlr USD'ye ulaştı. Yolcu sayısı %5 artışla 28,5 milyon olurken kapasitenin %3,2 büyümesiyle doluluk oranı %87,1'e yükselerek üçüncü çeyrekler için tarihi zirveye ulaştı. Yolcu birim geliri 9,25 Usc'den 10,16 Usc'ye, toplam birim gelir 8,25 Usc'den 9,42 Usc'ye yükseldi. Taşınan kargo miktarı %7 artışla 609 bin tona ulaşırken Şirket, dokuz aylık dönemde %6,9 pazar payıyla dünyanın üçüncü büyük hava kargo taşıyıcısı oldu. Orta Doğu'da hava sahası kısıtlamaları kapasiteyi baskılarken Avrupa, Uzak Doğu ve iç hatlarda birim gelirler güçlendi.

Artan yakıt maliyetleri kârlılığı baskıladı. Ortalama yakıt fiyatı yıllık %54 artışla 1.254 USD/tona, akaryakıt giderleri %59 artışla 2,61mlr USD'ye yükseldi. Personel giderleri %16, bakım giderleri %17 arttı. Birim maliyet (CASK) 8,10 Usc'den 9,84 Usc'ye çıkarken yakıt hariç birim maliyet artışı %9 oldu. Bu artışın yaklaşık 1,7 puanı teknik motor sorunlarından kaynaklandı.

FAVÖK çeyreklik %205, yıllık %11 artışla 69,18mlr TL'ye ulaştı. 2Ç26'da 2,6mlr TL esas faaliyet zararı açıklayan Şirket, 3Ç26'da 44,1mlr TL esas faaliyet kârı elde etti. Yatırım faaliyetlerinden gelirler yıllık %114 artışla 27,3mlr TL'ye yükselirken 13,5mlr TL finansman gideri kârlılığı sınırladı. Net finansal borç 2025 sonundaki 495,5mlr TL'den 697,3mlr TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı yıllık %22,1'den %17,5'e gerilerken çeyreklik %6,9'dan %17,5'e yükseldi.

Şirket, 9A26'da 60 yeni uçak ekleyerek filosunu 567 uçağa çıkardı. Yeni nesil uçakların yakıt verimliliğiyle uzun vadede maliyet avantajı sağlaması beklenmektedir. Sayısal finansal beklenti açıklanmazken 2026 için %50, 2027 için %12 seviyesindeki yakıt hedge oranları gelecek yıl yakıt fiyatlarına duyarlılığın artacağına işaret etmektedir.

Yüksek yakıt maliyetleri, jeopolitik riskler ve motor sorunları kârlılık üzerinde baskı oluştursa da güçlü yolcu ve kargo talebi ile iyileşen birim gelirler operasyonel dayanıklılığı desteklemektedir. Yakıt maliyetlerinin gerilemesi durumunda kârlılıkta iyileşme beklenen THYAO'yu Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	395.961	282.789	40%	395.961	327.108	21%
SMM	328.167	220.248	49%	328.167	306.089	7%
Brüt satış karı	67.794	62.541	8%	67.794	21.019	223%
Faaliyet giderleri	32.504	24.814	31%	32.504	28.656	13%
Esas faaliyet kârı (EFK)	44.124	43.078	2%	44.124	-2.647	a.d.
FAVÖK	69.184	62.536	11%	69.184	22.670	205%
Finansal gelir/gider	-13.529	3.924	a.d.	-13.529	-12.676	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	479	116	313%	479	549	-13%
Ana ortaklık net kâr	61.466	56.051	10%	61.466	8.949	587%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	17,1%	22,1%	-5,0	17,1%	6,4%	10,7
EFK marjı	11,1%	15,2%	-4,1	11,1%	-0,8%	a.d.
FAVÖK marjı	17,5%	22,1%	-4,6	17,5%	6,9%	10,5
Ana ortaklık net kâr marjı	15,5%	19,8%	-4,3	15,5%	2,7%	12,8

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS): Tüpraş'ın 3Ç26 net kârı geçen yılın aynı dönemine göre %335 artışla 68,68mlr TL'ye yükselerek piyasa beklentisini belirgin şekilde aşmıştır. Net satışlar yıllık %66 artışla 474,4mlr TL, FAVÖK %246 artışla 88,7mlr TL olup beklentinin üzerinde gerçekleşmiştir. Bir önceki çeyreğe göre net satışlar %16, FAVÖK %55, net kâr ise %42 artmıştır.

Toplam kapasite kullanımı %106 ile son beş yılın en yüksek çeyreklik seviyesine çıkarken (ham petrol bazında %98) üretim yıllık %6 artışla 7,6mn tona yükselmiştir. Toplam satışlar %10 artışla 8,8mn tona, yurt içi satışlar ise %13 artışla 7,9mn ton ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

Rusya'daki rafineri kesintileri ve ihracat kısıtlamaları ile Orta Doğu kaynaklı arz aksaklıklarının etkisiyle orta distilat marjları sert yükselmiş; motorin marjı 3Ç25'teki 25,0 $/v'den 81,3 $/v'ye, jet yakıtı marjı ise 20,1 $/v'den 69,1 $/v'ye çıkmıştır. Bu yükselişlerin etkisiyle net rafineri marjı 3Ç25'teki 9,7 $/v ve 2Ç26'daki 21,4 $/v seviyelerinden 36,3 $/v ile rekor seviyeye ulaşmıştır.

Kâr marjlarında yıllık ve çeyreklik bazda güçlü artışlar dikkat çekmektedir. Net çeyreklik olarak esas faaliyet kâr (EFK) marjı %17,2, FAVÖK marjı %18,7 ve net kâr marjı %14,5 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in net çeyreklik net finansman geliri 1,8mlr TL'den 9,4mlr TL'ye yükselmiş olup finansman gelirinin önemli kısmı mevduat faizi gelirlerinden oluşmaktadır. Enflasyon muhasebesinden kaynaklı net parasal kayıp 0,6mlr TL'den 3,4mlr TL'ye, büyük ölçüde dönem vergi giderinden kaynaklanan vergi gideri ise 5,5mlr TL'den 19,2mlr TL'ye çıkmıştır.

Şirket, Ağustos'ta 13-15 $/v'ye yükselttiği 2026 net rafineri marjı beklentisini 20-22 $/v'ye revize ederken %95-100 kapasite kullanımı, yaklaşık 29 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve 700mn USD yatırım beklentilerini korudu. 9A26'da net rafineri marjı 23,0 $/v, yatırım harcamaları ise 532mn USD olarak gerçekleşmiştir.

Rekor seviyedeki net rafineri marjı, zirve kapasite kullanımı ve beklentilerin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşen 3Ç26 sonuçları ile yukarı revize edilen 2026 net rafineri marjı beklentisinin de etkisiyle TUPRS'ı Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	474.390	286.274	66%	474.390	407.938	16%
SMM	380.536	255.579	49%	380.536	343.502	11%
Brüt satış karı	93.854	30.695	206%	93.854	64.436	46%
Faaliyet giderleri	9.855	9.549	3%	9.855	11.757	-16%
Esas faaliyet kârı (EFK)	81.824	19.623	317%	81.824	49.442	65%
FAVÖK	88.733	25.670	246%	88.733	57.369	55%
Finansal gelir/gider	9.395	1.795	423%	9.395	3.322	183%
Net parasal pozisyon kazancı	-3.406	-595	a.d.	-3.406	-858	a.d.
Ana ortaklık net kâr	68.677	15.778	335%	68.677	48.432	42%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt kâr marjı	19,8%	10,7%	9,1	19,8%	15,8%	4,0
EFK marjı	17,2%	6,9%	10,4	17,2%	12,1%	5,1
FAVÖK marjı	18,7%	9,0%	9,7	18,7%	14,1%	4,6
Ana ortaklık net kâr marjı	14,5%	5,5%	9,0	14,5%	11,9%	2,6

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Türk Telekomünikasyon A.Ş. (TTKOM): Türk Telekom, 3Ç26'da piyasa beklentisinin üzerinde 7,68mlr TL net kâr açıkladı. Net kâr yıllık %42 gerilerken çeyreklik %22 arttı. Net satışlar yıllık %12, çeyreklik %12 artışla 86,38mlr TL'ye ulaşarak beklentiyi aştı. Dokuz aylık hâsılat %10 artışla 236,51mlr TL'ye yükselirken net kâr %7 azalışla 25,79mlr TL olmuştur.

Gelir büyümesinde bilgi ve iletişim teknolojileri proje gelirleri öne çıkarken, sabit genişbant ve kurumsal data katkısı sürmüştür. 3Ç26'da sabit genişbant gelirleri yıllık %6,7, mobil %2,2, TV %3,7, kurumsal data %15,6, uluslararası gelirler %13,5 ve projeleri içeren diğer gelirler %78,9 büyümüş; sabit ses gelirleri %6,4 daralmıştır. UFRYK 12 muhasebe etkisi hariç gelirler %10,9 artışla 79,2mlr TL'ye ulaşmıştır.

Abone gelişmeleri tarafında toplam abone bazı çeyreklik 905 bin net kazanımla 58,5 milyona yükselmiştir. Mobil abone sayısı 670 bin artışla 33,4 milyona ulaşırken, faturalı segment 490 bin net abone kazanmış ve faturalı abonelerin payı %80,2 olmuştur. Sabit genişbant abone sayısı 15,4 milyon seviyesinde kalırken fiber abone sayısı 99 bin artışla 14,6 milyona yükselmiştir. Fiberin genişbant portföyündeki payı %94,6'ya, fiber ağ uzunluğu 592 bin km'ye ve kapsanan hane sayısı 34,8 milyona ulaşmıştır. Eve/binaya kadar fiber abone sayısı 7,8 milyon, toplam TV abone sayısı ise 3,3 milyon olmuştur.

Birim gelirlerde sabit genişbant ARPU'su yıllık %7,3 artışla 547,6 TL'ye yükselmiştir. Ortalama paket hızı %59 artarak 137 Mbps'ye ulaşırken, 100 Mbps ve üzerindeki paketlerin payı %45 olmuştur. M2M hariç mobil karma ARPU yıllık %0,8 düşüşle 397,1 TL, faturalı ARPU ise %2,0 düşüşle 448,2 TL olarak gerçekleşmiştir. Mobil ARPU'daki daralma önceki çeyreklere göre hafiflerken, abone artışı mobil gelirlerin reel büyümeye dönmesini desteklemiştir.

Operasyonel kârlılık tarafında şirketin 3Ç26'da ürettiği FAVÖK yıllık %6,7 artışla 36,88mlr TL'ye ulaşarak 35,76mlr TL'lik medyan beklentiyi %3,1 aşmıştır. Buna karşılık düşük marjlı proje gelirlerinin artan ağırlığıyla FAVÖK marjı yıllık 2,06 puan gerileyerek %42,7 olmuştur. UFRYK 12 hariç FAVÖK marjı %45,7'dir. Brüt kâr %3,0 düşüşle 33,55mlr TL'ye, brüt kâr marjı 5,96 puan gerileyerek %38,8'e inmiştir. Net faaliyet kârı, amortisman ve itfa giderlerinin %27,4 artarak 18,06mlr TL'ye yükselmesiyle %7,7 gerileyip 18,82mlr TL olmuştur. Net finansman giderinin 6,68mlr TL'den 20,21mlr TL'ye yükselmesi net kârı baskılarken, 13,99mlr TL parasal kazanç kârlılığı desteklemiştir.

Nakit akışında çeyreklik kaldıraçsız serbest nakit akışı yıllık %39,4 artışla 10,0mlr TL'ye ulaşmıştır. Net borç 125,4mlr TL, net borç/FAVÖK 0,95x seviyesindedir; oran 2025 sonundaki 0,60x'in üzerindedir. İmtiyaz ve mobil lisans yükümlülükleri dahil net döviz açık pozisyonu 3,3mlr USD'dir. Şirket, 2026 için UFRYK 12 hariç yaklaşık %8 gelir büyümesi, %41–42 FAVÖK marjı ve lisans ile güneş enerjisi yatırımları hariç yaklaşık %34 yatırım harcaması/gelir öngörülerini korumuştur.

Beklentilerin üzerindeki sonuçlar, abone kazanımı, fiber dönüşümü ve güçlü çeyreklik nakit üretiminin görünümü desteklediğini düşünmekteyiz. Yıllık marj daralması ve artan finansman yükünü izlemekle birlikte, operasyonel büyüme ve korunan yıl sonu öngörülerini dikkate alarak TTKOM hissesini Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	3Ç25	Fark	3Ç26	2Ç26	Fark
Net satışlar	86.379	77.219	12%	86.379	76.860	12%
SMM	52.829	42.626	24%	52.829	46.639	13%
Brüt satış karı	33.550	34.593	-3%	33.550	30.220	11%
Faaliyet giderleri	14.727	14.205	4%	14.727	17.931	-18%
Esas faaliyet kârı (EFK)	18.020	19.638	-8%	18.020	12.110	49%
FAVÖK	36.883	34.562	7%	36.883	30.037	23%
Finansal gelir/gider	-20.208	-6.676	a.d.	-20.208	-19.704	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	13.990	5.096	175%	13.990	17.054	-18%
Ana ortaklık net kâr	7.678	13.288	-42%	7.678	6.294	22%

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark (Puan)	3Ç26	2Ç26	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	38,8%	44,8%	-6,0	38,8%	39,3%	-0,5
EFK Marjı	20,9%	25,4%	-4,6	20,9%	15,8%	5,1
FAVÖK Marjı	42,7%	44,8%	-2,1	42,7%	39,1%	3,6
Net Kar Marjı	8,9%	17,2%	-8,3	8,9%	8,2%	0,7

UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Gümüşsuyu Mah. İnönü Cad. Işık Apt. No:53 Kat:5 Daire 9-10 Taksim/İstanbul
Tel: 0212 293 95 00 Faks: 0212 293 95 60

Balıkesir İrtibat Bürosu
Altıeylül Mah. Keçeci sok. Özcaner İş Merkezi No:17 K:1 Altıeylül/ Balıkesir
Tel: 0266 280 15 00 Faks: 0266 245 23 34

Araştırma Bölümü
arastirma@piramitmenkul.com.tr



UYARI: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.