

Çalışma kapsamında 2026 yılı birinci çeyrek finansal tablosunu açıklayan 556 şirket inceledik. Şirketler; TMS-29 uygulayan finans dışı şirketler, TMS-29 uygulamayan finans dışı şirketler, holdingler ve banka-finans şirketleri olmak üzere dört ayrı grupta değerlendirildi. Bu ayırım kritik çünkü enflasyon muhasebesi uygulayan şirketlerin finansalları dönem sonu satın alma gücüne göre düzeltilmiş TL bazında açıklanırken, yabancı para fonksiyonel para birimine sahip şirketlerin TL finansalları esasen yabancı para defterlerinin çevirisi niteliğinde bulunuyor. Bu nedenle farklı muhasebe rejimlerine tabi şirketleri nominal TL üzerinden toplamak sağlıklı bir sonuç üretmiyor. Çalışmada tüm rakamların dolar bazında karşılaştırılması, şirketler arası ortak ve daha tutarlı bir analiz zemini oluşturuyor.

Net karda en sert değişimler (mn dolar)

Artırımlar	1Ç26	1Ç25	Değişim
Türk Hava Yolları	228	-50	+278
Türk Telekom	240	142	+98
Sabancı Holding	7	-81	+89
Coca-Cola İçecek	120	35	+85
Tüpraş	85	3	+82
Petkim	7	-71	+78
Bim	148	75	+73
Tofaş	69	-4	+72
Aselsan	127	63	+64
Koç Holding	12	-39	+51

Düşenler	1Ç26	1Ç25	Değişim
Pegasus	-178	-73	-105
Emlak Konut	29	90	-61
Ford Otosan	126	179	-53
Ülker	36	67	-30
Oyak Çimento	2	28	-25
Otokar	-37	-13	-24
TAV Havalimanları	-69	-48	-21
Çelebi Hava Servisi	0	14	-14
Vestel Elektronik	-65	-140	+75 (zarar azaldı)
Zorlu Enerji	-70	-92	+22 (zarar azaldı)

Holdingler hariç 509 şirketin toplam net kârı 1Ç26'da yıllık %28 artışla 6,0 milyar dolara yükseldi. Finans şirketleri de dışarıda bırakıldığında, finans dışı 476 şirketin net kârı %97 artarak 2,1 milyar dolara ulaştı. İlk bakışta oldukça güçlü görünen bu artışın arkasında ise 1Ç25'in olağan dışı düşük kâr bazı bulunuyor. Aynı şirket evreninde TMS-29 uygulayan finans dışı şirketlerin toplam net kârı 1Ç24'te 3,3 milyar dolarken, 1Ç25'te 1,3 milyar dolara gerilemişti. 1Ç26'da gerçekleşen net kâr, önceki yılın dip seviyesine göre güçlü bir toparlanma anlamına gelse de hâlâ 1Ç24 seviyesinin belirgin altında.

Operasyonel tarafta finans dışı şirketlerin dolar bazlı cirosu yıllık %18, FAVÖK'ü ise %22 büyüdü. Satışların 73,2 milyar dolardan 86,1 milyar dolara, FAVÖK'ün ise 6,6 milyar dolardan 8,1 milyar dolara yükselmesi, faaliyet kârlılığında 1Ç25'e göre daha sağlıklı bir tabloya işaret ediyor. Buna karşın FAVÖK ile net karı arasındaki mutlak

makas açık kalmaya devam ediyor. Finans dışı şirketlerde vergi öncesi kâr %95, net kâr artışı %97 oldu. Yıllık büyüme oranları birbirine yakın olsa da mutlak tutarlarda vergi öncesi karın yaklaşık yarısı vergi ve azınlık paylarına gittiği için FAVÖK 8,1 milyar dolardayken net karı 2,1 milyar dolarda kalıyor. Ertelemiş vergi etkisi ve yüksek finansman giderleri, gelir tablosunun alt satırında toparlanmayı sınırlayan temel unsurlar olmayı sürdürüyor.

FAVÖK'ü En Çok Artan 5 Sektör

Sektör	FAVÖK %	FAVÖK 1Ç26	Marj (1Ç26 / 1Ç25)
Toptan ve Perakende Ticaret	+%92	25	%8,9 / %5,9
İlaç ve Sağlık	+%81	253	%12,6 / %8,2
Aracı Kurum	+%78	396	%2,5 / %2,1
Bilişim ve Yazılım	+%66	101	%33,8 / %29,8
İmalat	+%60	24	%11,1 / %10,0

FAVÖK'ü En Çok Düşen 5 Sektör

Sektör	FAVÖK %	FAVÖK 1Ç26	Marj (1Ç26 / 1Ç25)
Kağıt ve Kağıt Ürünleri	-%37	12	%7,2 / %10,3
Dayanıklılık Tüketim	-%36	139	%3,6 / %4,8
Taş, Toprak, Çimento	-%26	123	%11,4 / %15,0
Otomotiv	-%17	334	%3,9 / %5,8
Mobilya ve Dekorasyon	-%16	16	%6,8 / %8,2

TMS-29 uygulayan şirketler ile uygulamayan şirketler arasında da belirgin bir ayrışma var. TMS-29 uygulayan 443 şirkette satışlar %19, FAVÖK %22, net kâr ise %78 arttı. Buna karşılık TMS-29 uygulamayan 33 şirkette satış büyümesi %11 ile daha sınırlı kalırken, grup 67 milyon dolar zarardan 94 milyon dolar kâra geçti. Ancak bu dönüşümün neredeyse tamamı Türk Hava Yolları'nın 1Ç25'teki zarardan 1Ç26'da güçlü kâra geçmesinden kaynaklandı. Pegasus ve TAV Havalimanları'nda zarar derinleşirken, Erdemir ve İsdemir yatay seyretti. Bu nedenle TMS-29 uygulamayan gruptaki toparlanmayı, geniş tabanlı bir iyileşmeden çok THY kaynaklı bir kâr dönüşü olarak okumalıyız.

Nakit akışı tarafında ise gelir tablosu kadar güçlü bir fotoğraf görmüyoruz. Finans dışı şirketlerde işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit dolar bazında %10 artarak 5,1 milyar dolara yükseldi. Ancak yatırım harcamalarının yüksek seyretmesi nedeniyle serbest nakit akışı 0,9 milyar dolar negatifte kaldı ve geçen yıla göre hafif kötüleşti. Aynı dönemde finans dışı şirketlerin toplam finansal borcu dolar bazında %23 artarak 106,6 milyar dolara çıktı.

TMS-29 uygulamayan finans dışı (mn dolar)

Kod	Net Kar 1Ç25	İşl. Nakit 1Ç26	İşl. Nakit 1Ç25	Serb. Nakit 1Ç26	Serb. Nakit 1Ç25
BRSAN	-8	87	56	56	51
ENKAI	107	49	76	-25	-110
EREGL	12	414	527	339	386
PGSUS	-73	113	147	148	-241
TAVHL	-48	-116	-15	-141	-54
THYAO	-50	994	954	-67	324

Holdingleler (mn dolar)

Kod	İşl. Nakit 1Ç26	İşl. Nakit 1Ç25	Serb. Nakit 1Ç26	Serb. Nakit 1Ç25
AGHOL	42	-346	-106	-1.244
ALARK	-6	-25	84	-76
DOHOL	112	36	9	-27
KCHOL	1.751	-370	805	128
SAHOL	176	2.678	-296	938

Kâr büyümesi ile nakit üretimi arasındaki ayrışma bazı büyük şirketlerde daha görünür hale geldi. Türk Telekom ve Turkcell'de net kâr artışı güçlü olmasına rağmen serbest nakit akışı negatife döndü. Bim net kârını ikiye katlarken işletme faaliyetlerinden nakit akışı geriledi. Aselsan'da ciro ve FAVÖK güçlü büyürken serbest nakit akışı daha da negatife indi. Özellikle yüksek yatırım harcaması, işletme sermayesi ihtiyacı ve stok-finansman döngüsü, kârlılığın nakde dönüşümünü sınırlayan ana başlıklar oldu.

Net kârdaki %97'lik artışın arkasında iki temel unsur bulunuyor. İlki, 1Ç25'in çok zayıf bir karşılaştırma dönemi olması. Finans dışı şirketlerin 1Ç25 toplam net kârı yalnızca 1,1 milyar dolar seviyesindeydi. İkincisi ise artışın önemli bir bölümünün sınırlı sayıda büyük şirketten gelmesi. THY, Türk Telekom, Sabancı Holding, Coca-Cola İçecek, Tüpraş, Petkim, Bim, Tofaş ve Aselsan gibi şirketler toplam kâr artışının ana taşıyıcıları oldu. Sadece THY'nin net kâr dönüşü, finans dışı toplam kâr artışının yaklaşık dörtte birini oluşturdu. THY hariç bakıldığında finans dışı net kâr büyümesi %97'den %69'a geriliyor. Bu hâlâ güçlü bir toparlanmaya işaret etse de çeyreğin manşette büyümesinin tekil büyük şirket etkileriyle önemli ölçüde yükseldiğini gösteriyor.

Sektörel görünümde iç talebe daha yakın alanlar ile ihracat ağırlıklı sanayi şirketleri arasında belirgin bir ayrışma oluştu. Gıda perakendeciliği, gıda-içecek, savunma, ilaç-sağlık ve enerji üretim-dağıtım tarafında operasyonel görünüm daha güçlü seyretti. Buna karşılık dayanıklı tüketim, otomotiv, çimento ve bazı ihracatçı sanayi kollarında marj baskısı devam etti. Dayanıklı tüketimde dolar bazlı ciro daralırken FAVÖK'teki gerileme sektörün hâlâ zorlandığını gösteriyor. Otomotivde ciro büyümesine rağmen FAVÖK marjının gerilemesi, Avrupa talebindeki zayıflığın ve model geçişlerinin kârlılık üzerindeki etkisini ortaya koyuyor.

FAVÖK'ü En Çok Artan Şirketler (mn dolar)

Kod	Şirket	FAVÖK 1Ç26	FAVÖK 1Ç25	FAVÖK
SASA	Sasa Polyester	73	18	+%315
AHGAZ	Ahlatıcı Doğal Gaz	134	73	+%84
TRGYO	Torunlar GYO	56	32	+%76
AKSA	Aksa Akrilik	43	26	+%64
BIMAS	Bim	232	146	+%59
EGPRO	Ege Profil	24	15	+%58
RGYAS	Rönesans Gayrimenkul	66	42	+%56
RYGYO	Reysaş GYO	20	14	+%52
ENERY	Enerya Enerji	86	58	+%47
ASTOR	Astor Enerji	70	49	+%43

Enerji üretim ve dağıtım tarafı çeyreğin güçlü alanlarından biri oldu. Sezon olarak üretim ve hacimlerinin artması, tahsilat ve ödeme zamanlamasının işletme faaliyetlerinden nakit akışını desteklemesi ve elektrik üretim tarafında operasyonel kârlılığın iyileşmesi sektör sonuçlarını yukarı taşıdı. Kimya ve ana metal tarafında ise düşük bazdan toparlanma öne çıktı. Kimya sektöründe Tüpraş'ın rafineri marjlarındaki iyileşme, Petkim'de zarar

daralması ve bazı özel kimya şirketlerindeki operasyonel toparlanma etkili oldu. Ana metalde ise demir-çelik fiyatlarının dipten kısmi dönüşü ve borulu ürünlerdeki ihracat hacmi sınırlı bir iyileşme sağladı. Buna rağmen her iki sektörde de mutlak kârlılık hâlâ çevrimsel olarak düşük seviyelere yakın bulunuyor.

Havacılıkta şirket bazlı ayrışma oldukça sertti. THY, ciro ve FAVÖK tarafında güçlü büyüme kaydederek zarardan kâra geçti. Buna karşılık Pegasus'ta düşük sezon zararı belirgin biçimde derinleşti ve şirket neredeyse FAVÖK üretmedi. TAV Havalimanları'nda ise yolcu mevsimselliği ve maliyet baskısı zararı artırdı.

Bankalarda toplam net kâr dolar bazında %8 arttı ancak büyüme tabana yayılmış güçlü bir banka rallisinden çok, seçili büyük özel bankaların katkısıyla gerçekleşti. Yapı Kredi, İş Bankası, Akbank ve Garanti BBVA kâr artışlarıyla öne çıkarken, Vakıfbank ve Albaraka Türk toplam büyümeyi aşağı çeken ana kalemler oldu. Sigorta ve emeklilik tarafında Anadolu Sigorta, AgeSA ve Anadolu Hayat yukarı yönlü performans sergilerken, Aksigorta'da gerileme görüldü.

Holdingleerde ise toparlanma büyük ölçüde iştirak performanslarına bağlı gerçekleşti. Koç Holding'in zarardan kâra geçişinde Yapı Kredi'nin kâr artışı, Tüpraş'ın rafineri toparlanması ve Tofaş'ın düşük bazdan dönüşü belirleyici oldu. Sabancı Holding'de ise net zarar kapanmasına rağmen işletme nakdindeki sert düşüş, holdingin gerçek operasyonel performansından ziyade konsolide finansallar içinde yer alan Akbank'ın bilanço hareketlerinden kaynaklandı. Bu nedenle banka ağırlıklı holdinglerde nakit akış tablosunu holding düzeyinde doğrudan operasyonel performans göstergesi olarak okumak yanıltıcı olabilir.

Genel olarak 1Ç26 sonuçları, Borsa İstanbul şirketleri için 1Ç25'in dip seviyelerinden belirgin bir toparlanmaya işaret ediyor. Ancak bu toparlanma henüz güçlü ve dengeli bir normalleşme aşamasına geçmiş değil. Operasyonel tarafta toparlanmalar görülse de yatırım harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyacı serbest nakit akışlarını baskılıyor.