

Aylık Strateji

Eylül 2025

Araştırma Bölümü
+90 (212) 334 33 33
arastirma@sekeryatirim.com

Fed'den faiz indirim beklentileri yükseldi...

Ağustos ayında risk iştahını etkileyen darboğazlara yönelik önemli gelişmeler yaşandı. Ağustos başında gelen ABD tarım dışı istihdam verilerinin beklentileri karşılamaması ve önceki iki aya yönelik verilerin sert bir şekilde aşağı yönde revize edilmesi, haziran toplantısında faizleri sabit tutan Fed'in Eylül ayında indirimde başlayacağı beklentisinin kuvvetlenmesine neden oldu. Piyasalar ağırlıklı olarak, FOMC üyelerinin tarife etkilerinin enflasyon üzerinde kalıcı olmayacağını değerlendirmesini beklerken istihdam piyasasındaki yavaşlama endişelerine bağlı olarak eylül toplantısında faiz indirimi yönünde karar çıkmasını fiyatlamaktadır. Diğer yandan ABD'nin Rusya'ya barış görüşmeleri için süre vermesi sonrası 15 Ağustos'ta Alaska'da düzenlenen Trump-Putin zirvesi ile devamında Ukrayna Devlet Başkanı Zelenski ve bazı AB liderlerinin katılımı ile ABD'de gerçekleştirilen toplantı, global risk iştahını destekledi. Ayrıca, Putin-Zelenski görüşmesinin Trump'ın da katılımıyla yeni bir zirveye dönüşebileceğinin açıklanması da olumlu fiyatlandı. Bununla beraber, Trump'ın 2 Nisan'da yaptığı açıklamadan bu yana piyasaları baskılayan tarifeler konusu, başta Çin olmak üzere AB, İngiltere ve Japonya gibi ülkeler ile yapılan anlaşmalar ve ay içerisinde Başkan Trump'ın imzaladığı kararname ile anlaşma yapmayan ülkelere yönelik %15 - %50 arasında uygulanacak tarifelerin açıklanmasıyla netleşmeye başlamıştır. Tarifeler konusunun belirsizlikleri azalması, risk iştahını olumlu etkilemektedir.

Yurt içinde ise; Temmuz toplantısında politika faizini %46'dan %43'e çekerek faiz indirim döngüsüne geri dönen TCMB, 14 Ağustos'ta yayınladığı yılın III. Enflasyon Raporu'nda 2025 yılsonu tahminini %24'te sabit tutarken 2026 yılsonu tahmini %12'den %16'ya yükseltti. Tahmin aralıklarını daraltan TCMB 2025 için %25-29, 2026 için %13-19 tahmin aralığı açıkladı. Enflasyon raporu sonrası piyasalarda TCMB'nin hem parasal aktarım mekanizması hem de makro ihtiyati tedbirleri etkin şekilde kullanarak enflasyonu tahmin patikasına yakınlatacağına yönelik güven artmıştır. Veri odaklı karar almaya devam edeceğinin altını çizen TCMB'nin enflasyon görünümünde bir bozulma olmaması durumunda faiz indirimlerine devam edeceği ve yılı %35 seviyesinde bir politika faizi ile tamamlayacağını düşünüyoruz.

Global piyasalarda ana gündemi; Rusya-Ukrayna barış görüşmelerinden gelecek haberler ve Fed'in 16-17 Eylül tarihlerinde gerçekleştireceği toplantı öncesinde başta enflasyon ve istihdam olmak üzere açıklanacak makro verilerin oluşturması bekleniyor. Eylül ayında toplantısı olan büyük merkez bankalarından Fed'in faiz indirimlerine başlaması, AMB'nin faizleri sabit tutmaya devam etmesi ve Japonya'nın faiz artırma ihtimalinin güçlenmesi beklenmektedir. Diğer yandan belirginleşmeye başlayan tarifeler konusunda Başkan Trump'ın yapacağı yeni hamleler de risk iştahı üzerinde etkili olmaya devam edecektir.

Yurt içinde ise; başta 3 Eylül'de açıklanacak Ağustos enflasyon verisi olmak üzere gelecek makro veriler, TCMB'nin 11 Eylül toplantısından çıkacak faiz kararı ve ileriye dönük verilecek mesajlar yakından takip edilecektir. Ayrıca, yolsuzluk soruşturmaları kapsamında ortaya çıkabilecek haber akışları ve başta Rusya-Ukrayna ve Suriye'deki gelişmeler olmak üzere Ortadoğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler yakından izlenmeye devam edilecektir.

Öneri: AL

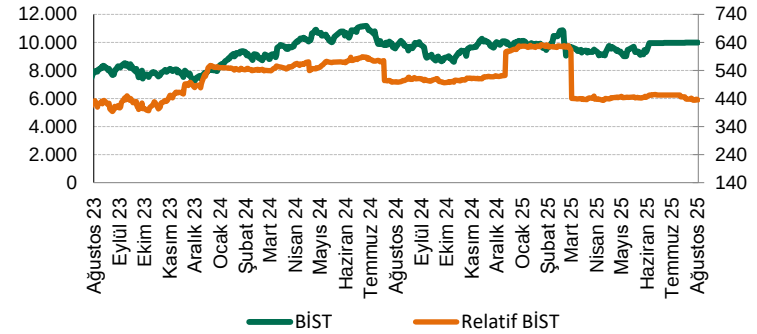
Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	11.288	5,07%	14,8%
BIST - 100, USD	276	4,0%	-1,1%
MSCI Turkey	298.764	2,5%	-0,1%
MSCI EMEA	238	0,4%	16,4%
MSCI EM	1.258	1,2%	17,0%
Gösterge Tahvil	38,93%	-115bps	-163bps
USD/TL	40,9441	1,06%	16,05%
EUR/TL	47,7841	3,04%	30,07%

F/K

Bankacılık	6,9
Sanayi	118,8
Demir&Çelik	49,2
GYO	9,8
Telekom	11,9
2025T F/K	17,2

*Kapanış 29 Ağustos 2025

BIST & Portföy



TCMB'nin eylül ayında da faiz indirimlerine devam etmesi bekleniyor...

Ağustos ayına TCMB'nin faiz indirim beklentileri doğrultusunda pozitif momentum ile başlayan BIST 100 Endeksi, ay genelinde bu seyrini sürdürerek ayı TL bazlı yeni rekor seviyelerde %5,07 yükselişle 11.288,05 puandan tamamladı. Sınai endeks ayı %7,50 yükselişle tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %0,73 yükselişle negatif ayrıştı.

Temmuz toplantısıyla birlikte faiz indirim döngüsüne giren TCMB'nin, enflasyondaki gerilemeye paralel olarak eylül ayı da dahil olmak üzere kalan toplantılarda faiz indirimlerine devam etmesini bekliyoruz. KKM'nin sonlandırılması, Borsa İstanbul'da açığa satış yasağının kaldırılmasının planlanması ve Eylül ayının ilk haftasında açıklanması beklenen üç yıllık Orta Vadeli Plan'ın piyasalarda olumlu etki yapmasını bekliyoruz. Ayrıca, Trump baskısı altında kalan Fed'in Eylül toplantısında faiz indirimlerine başlaması ve barış görüşmeleri için adımlar atılan Rusya-Ukrayna savaşından pozitif haberler gelmesi ile gelişmekte olan ülkelere yönelecek fon akımları ve petrol fiyatlarındaki gerileme de TL varlıkları olumlu etkileyecektir.

Fed'in faiz indirimlerine başlaması, jeopolitik tarafta mevcut durumun iyileşmesi, tarifeler konusunda belirsizliklerin ortadan kalkması ve yurt içinde yeni bir şok dalga yaşanmaması durumunda; TCMB'nin gevşeme döngüsüne devam etmesinin etkisiyle yılın üçüncü çeyreğinde ekonomide yeni bir dengelenme döneminin başlayacağını, bunun da başta bankacılık sektörünü sonrasında ise reel sektörü olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

Yukarıda sıralanan dinamiklere bağlı olarak BIST'te Temmuz ve Ağustos aylarında yakalanan pozitif ivmenin Eylül ayında da devam etmesini bekliyoruz.

Bu değerlendirmeler ışığında; BIST100 Endeksi için 12 aylık 13.500 puan olan hedefimizi ve hedef değerimizin cari endekse göre %20 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey Endeksi 2025T 8.45x ve 0.94x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 41% ve 49,5% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde değişiklik yapmıyoruz.

Piyasa Riskleri

- Başta Rusya-Ukrayna olmak üzere Ortadoğu gibi kriz bölgelerinde sıcak çatışma risklerinin genişleyerek yayılması,
- Beklentilerin üzerinde gelen enflasyon verileri nedeniyle Fed'in faiz indirimlerini erteleme,
- İlerleme kaydedilen tarife anlaşmalarında Başkan Trump'ın yeni açıklamalar ile ticaret savaşlarının genele yayılma ihtimali,
- TCMB'nin Temmuz itibarıyla başlattığı faiz indirim döngüsünün, enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi nedeniyle sektöre uğraması,

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	68,25	82,47	20,8%	1,1%	-3,8%
ASELS.TI	183,30	240,00	30,9%	-2,0%	-6,7%
CIMSA.TI	48,40	63,00	30,2%	-6,5%	-11,0%
FROTO.TI	111,70	143,00	28,0%	17,4%	11,7%
ISCTR.TI	15,05	20,07	33,3%	1,6%	-3,3%
MGROS.TI	485,75	750,00	54,4%	-7,3%	-11,8%
SAHOL.TI	94,20	146,24	55,2%	-1,2%	-6,0%
TCELL.TI	94,80	136,60	44,1%	1,7%	-3,2%
THYAO.TI	335,00	495,50	47,9%	16,3%	10,7%
Ortalama				2,3%	-2,6%

*Kapanış 29 Ağustos 2025

Eklenen

-

Çıkan

-

Değişmeyen

AKBNK

ASELS

CIMSA

FROTO

ISCTR

MGROS

SAHOL

TCELL

THYAO

Favori Sektörler

Bankacılık

Sigorta

GYO

İnşaat-Çimento

Gıda-İçecek

Demir-Çelik

Metal Ana Sanayi

Savunma

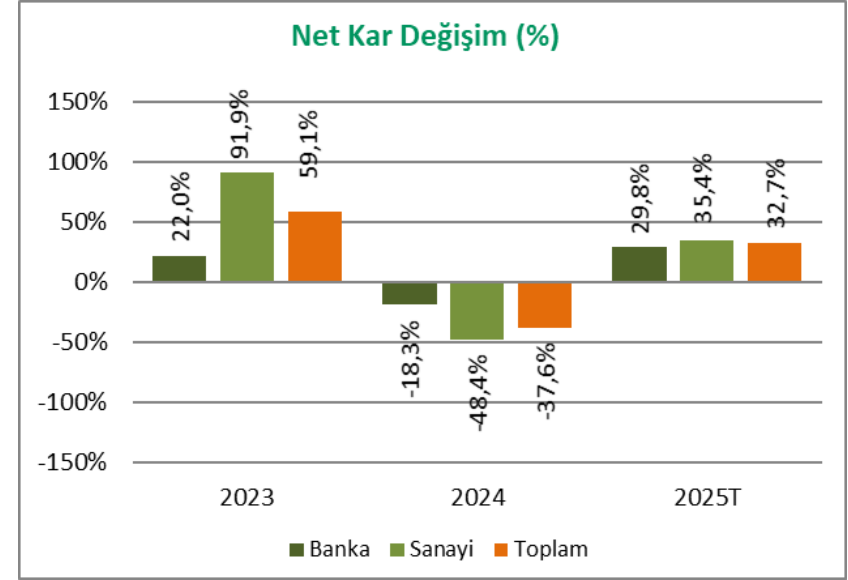
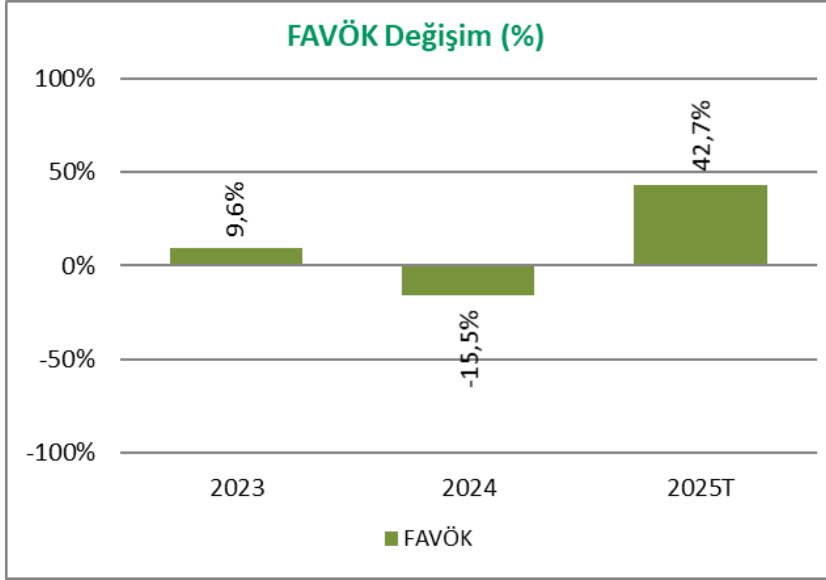
Havacılık

Perakende

Telekom

Enerji

Toparlanma yılı olacak...



2025 yılında 2024 yılına göre toparlanmanın artmasını, takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %35,4, FAVÖK'ünün ise %42,7 artmasını beklerken bankaların net karının ise %29,8 oranında artmasını bekliyoruz.

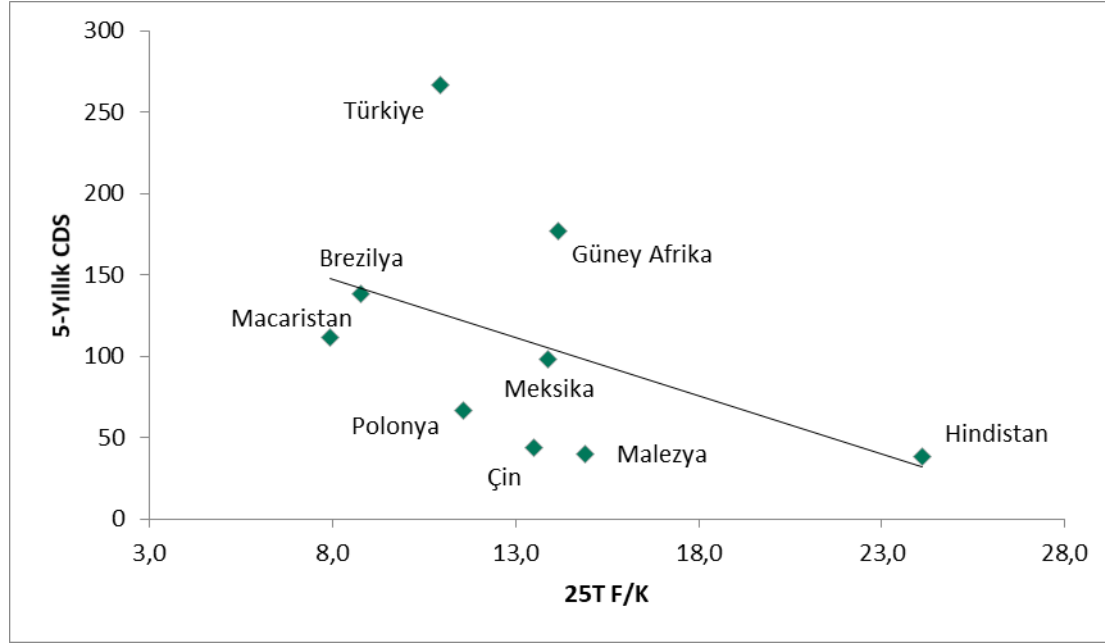
Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %5,5 düşüş göstermesiyle birlikte MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %21,0, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %20,2 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	2,5%	20,1%	-5,5%	0,0%
MSCI Gelişen Pazarlar	1,2%	8,7%	14,4%	16,9%
MSCI EMEA	0,4%	6,9%	13,6%	16,3%
MSCI Doğu Avrupa	-1,7%	4,9%	30,0%	45,3%
MSCI Dünya	2,5%	8,1%	14,1%	12,7%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	-1,3%	-9,4%	21,0%	16,9%
MSCI EMEA	-2,1%	-11,0%	20,2%	16,3%
MSCI Doğu Avrupa	-4,1%	-12,6%	37,6%	45,3%
MSCI Dünya	0,0%	-9,9%	20,7%	12,7%

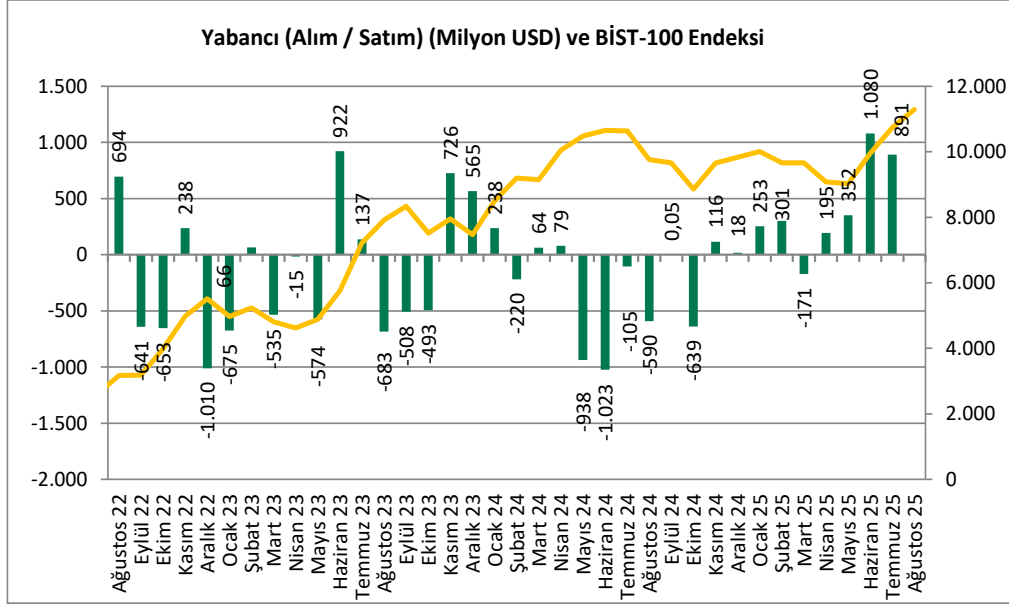
29 Ağustos 2025 itibariyle

Benzer Ülkelerin 5 Yıllık CDS'leri ve 2025T F/K Oranları...

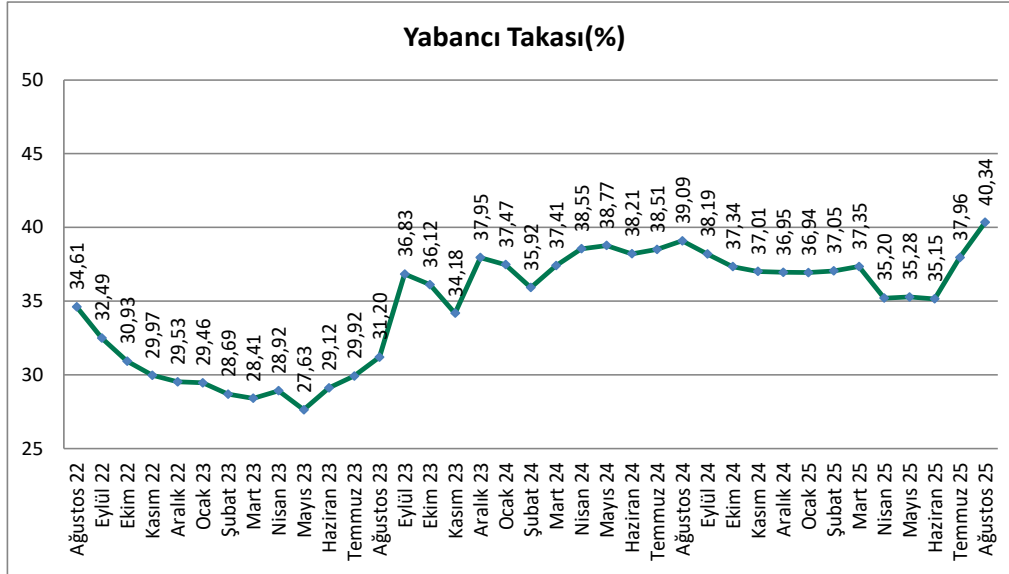


29 Ağustos 2025 itibariyle

Yabancı payı...

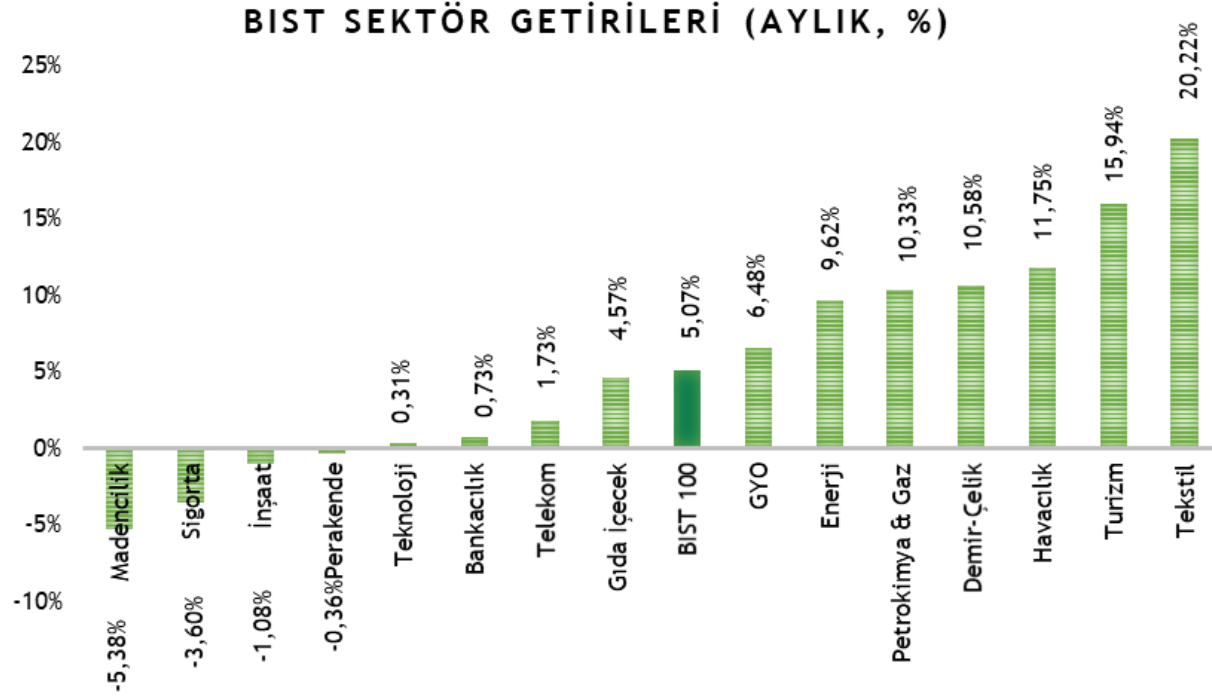


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2025 Temmuz ayında toplam 891 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2025 yılı Ağustos ayında %40,34 seviyesine yükseldi.

Sektör Getirileri...

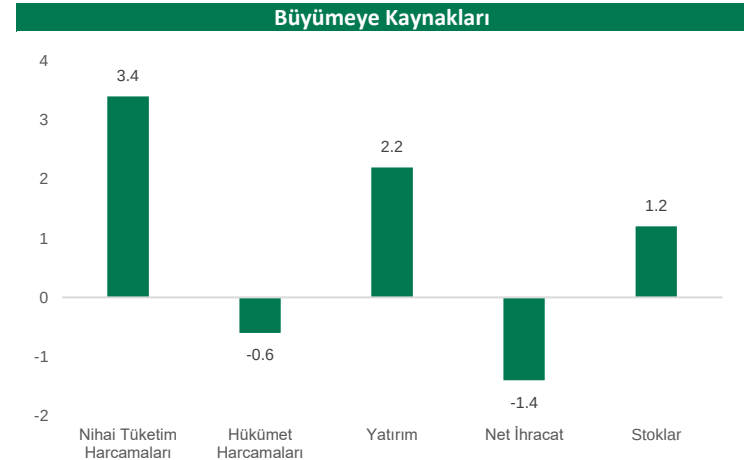
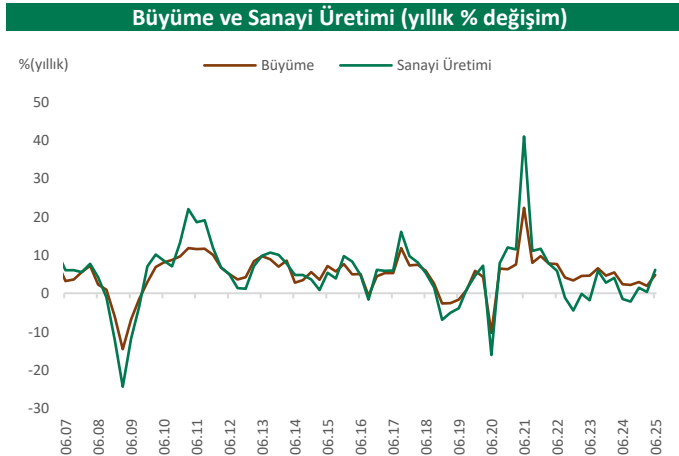


- Borsa İstanbul'da Ağustos 2025 sonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör aylık %20,22 yükselişle Tekstil sektörü olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Büyüme/2025 – 2.Çeyrek

Türkiye ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %4,8 büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre %1,6 arttı. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, 2025 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %4,6 arttı. Üretim yöntemiyle Gayrisafi Yurt İçi Hasıla tahmini, 2025 yılının ikinci çeyreğinde cari fiyatlarla bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %43,7 artarak 14 trilyon 578 milyar 556 milyon TL oldu. GSYH'nin ikinci çeyrek değeri cari fiyatlarla ABD doları bazında 377 milyar 622 milyon olarak gerçekleşti. İşgücü ödemelerinin cari fiyatlarla Gayrisafi Katma Değer içerisindeki payı geçen yılın ikinci çeyreğinde %38,8 iken, bu oran 2025 yılında %38,4 oldu. Net işletme artışı/karma gelirin payı ise %39,5 iken %40,2 oldu. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2025 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; inşaat sektörü toplam katma değeri %10,9, bilgi ve iletişim faaliyetleri %7,1, sanayi sektörü %6,1, ticaret, ulaştırma, konaklama ve yiyecek hizmetleri %5,6, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %5,4, ürün üzerindeki vergiler eksi sübvansiyonlar %3,0, finans ve sigorta faaliyetleri %2,6, gayrimenkul faaliyetleri %2,6 ve diğer hizmet faaliyetleri %2,1 arttı. Tarım sektörü %3,5, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri ise %1,2 azaldı. Ekonomik aktivitede talep kompozisyonu yavaşlamış görünüyor. Özellikle üretim ve sanayi aktivitesinden gelen katkı belirgin şekilde iyileşmiş durumda. Arz ve üretim tarafından gelen katkı enflasyon yaratmayan büyüme olarak görülebilir. Diğer durumda talep ve enflasyon yaratarak tüketim yanlı büyüyen bir ekonomi sarmalına giriyoruz. Maliye politikasındaki eşgüdüm süreci ise devam ediyor. Kamu harcamaları gözle görülür ölçüde yavaşlamış ve dezenflasyon sürecine katkı vermiştir. Bütçe raporlarımızda faiz dışı bütçe kalemlerindeki iyileşmeye dikkat çekmiştik. Gerçekleşen rakamlar da bunu teyit ediyor. Para politikasının gecikmeli etkileri enflasyon üzerinde hissedilmeye başlandı ve piyasa beklentilerinden daha olumlu rakamlara ulaştık. Büyüme ve çıktı açığında bu etki azalan hızda da olsa devam edecektir. Çıktı açığında 2026 sonuna kadar negatif bölgede kalacağımızı ve enflasyon hedef seviyelere uyarlandıkça da pozitif bölgeye geçişin sağlanacağını düşünüyoruz.

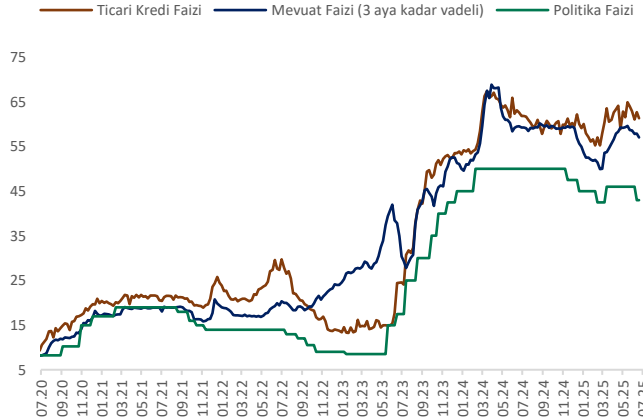


Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Temmuz

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), Temmuz toplantısında politika faizini piyasa beklentisinin üzerinde 300 baz puan indirerek %43 seviyesine çekti. Piyasa beklentisi 250 baz puan bir indirim olacağı yönündeydi. Şeker Yatırım olarak bizim beklentimiz ise 350 baz puanlık bir indirimdi. TCMB bu kararla orta yolu tercih etmiş, şahin ve güvercin bir karardan uzak durmuştur. Fakat metnin geneline baktığımızda politika faizinde ihtiyatlı indirim tercih edilse de para politikası duruşu açısından şahin bir söylem tercih edilmiş. Temmuz enflasyonunda geçici bir yükseliş öngören TCMB'nin indirimde daha ihtiyatlı bir duruş sergilemesinin temel nedeni fiyat dinamiklerindeki dezenflasyonun hedef seviyeden uzak olması. Mayıs-Haziran döneminde beklentilerin üzerinde yavaşlayan fiyatlar, Temmuz'da geçici bir yükseliş sergileyecek gibi görünüyor. TCMB bu etkinin ne kadar geçici olduğunu görmeden sert adım atmaktan kaçınmıştır. Öte yandan beklentiler ve fiyatlama davranışlarının hala bir risk unsuru olduğunu vurgulaması, cari enflasyondan ziyade beklenti yönetiminin istenilen seviyede olmadığını gösteriyor. Küresel taraftaki ticaret belirsizlikleri de yurtiçi gelişmelere eklenince ihtiyatlı bir indirim tercih edilmiş. Fakat faiz indirim döngüsünün başlaması açısından finansal piyasalara olumlu yansıdı. Sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla devam edeceğine yönelik söylem ise, bu pozitif yansımanın sınırlı kalmasına neden oldu. Son dönemde hem yerel hem de küresel boyutta yaşanan politik ve ekonomik belirsizlikler, para politikasındaki öngörülebilirliği zayıflatıyor. Bu açıdan ihtiyatlı faiz indirimini yerinde bir karar olarak görüyoruz. Faiz indirimlerinin boyutunun enflasyon odaklı ve toplantı bazlı alınacak olması ise, temkinli duruşun devam edeceğini gösteriyor.

Politika Faizi, Mevduat ve Ticari Kredi Faiz Oranları (%)

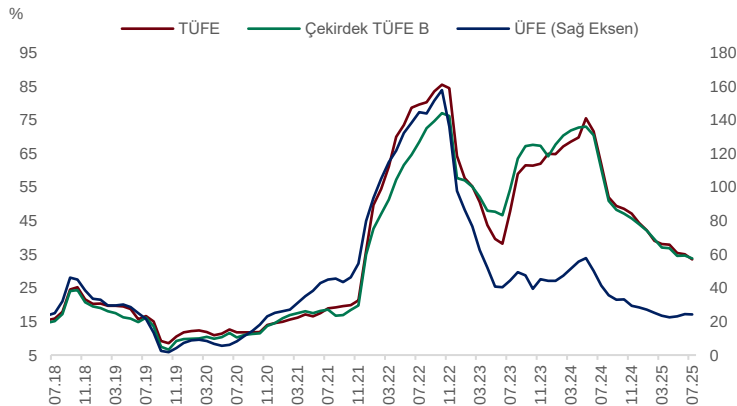


Makroekonomik Görünüm

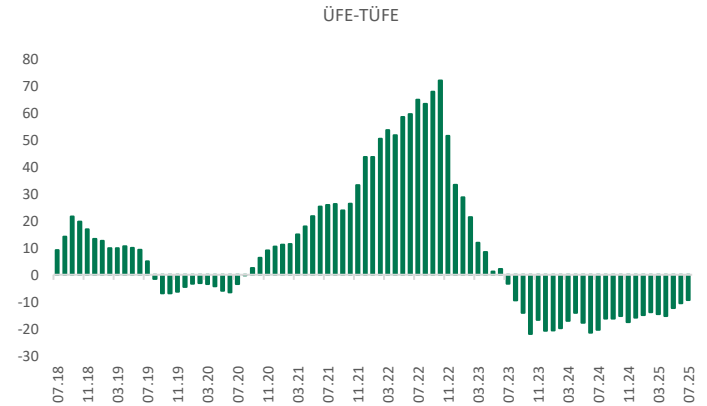
Enflasyon – Temmuz

TÜFE temmuzda bir önceki aya göre %2,06 artarken yıllık enflasyon %33,52 seviyesinde gerçekleşti (önceki %35,05). Piyasa beklentisi enflasyonun aylık %2,4 ve yıllık %34,05 artış yaşayacağı yönündeydi (Şeker Yatırım beklentisi aylık %2,5 ve yıllık %34,12). Enflasyon rakamlarında piyasa ve bizim beklentimizden olumlu gelen rakamlar risk iştahını tetikliyor. Endekste %55,52 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %36,9 yükseldi. Temel gider kalemlerindeki yıllık enflasyon manşet rakamların üzerinde seyrediyor. Aynı dönemde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %1,82 olurken yıllık enflasyon %33,77 düzeyinde gerçekleşti. Temmuz ayında yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan gelen yukarı yönlü baskının enflasyonda geçici bir yükseliş kaydedeceğini tahmin ediyorduk. Bu baskı alkollü içecekler ve tütün ile konut fiyatlarındaki yükselişte belirgin şekilde hissedildi (sırasıyla aylık %5,69 ve %5,78). Bu kalemler dışlandığında enflasyondaki yavaşlama belirgin şekilde kendini hissettiriyor. Giyim ve ayakkabı hariç tüm kategorilerde aylık enflasyon değişik oranlarda artış gösterdi. Yıllık %33,52 enflasyona katkıları değerlendirildiğinde konut, gıda ve ulaşırmadan toplam 20,5 puanlık katkı geliyor. Enflasyona talep tarafından gelen baskıların büyük ölçüde kontrol altına alındığını söyleyebiliriz. Fakat hem kamu maliyesi tarafından gelen baskı hem de arz yönlü fiyat seviyeleri hedeflenen rakamların oldukça üzerinde. Hizmet enflasyonunda belirgin iyileşmeye rağmen yıllık %48,54 seviyeler fiyat istikrarı hedefinden sapma getiriyor. Enflasyonda %30-35 bandında yataya yakın bir seyir yıl sonuna kadar devam edecek. Bu seviyelerde oluşan atalet ve baz etkisinin ortadan kalkması 2026 yılına kalacak gibi görünüyor. Haziranda yapılan faiz indiriminden sonra, TCMB'nin faiz haritası enflasyon gelişmelerine göre yön değiştirebilirdi. Temmuzda beklenen seviyelerin altında gelen enflasyon, finansal piyasalardaki endişeleri sakinleştirdi diyebiliriz. Dezenflasyon patikasına dışsal bir şok gelmezse, risk iştahı yıl sonuna kadar canlılığını koruyacaktır.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

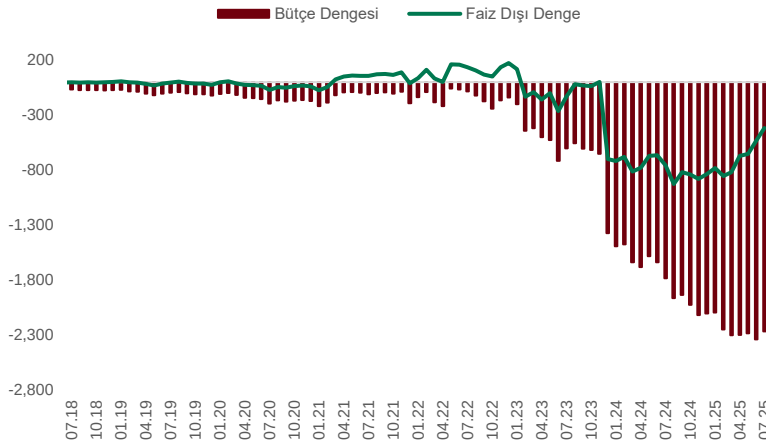


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Temmuz

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı temmuz ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.096,9 milyar TL, bütçe giderleri 1.120,8 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 986,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 23,9 milyar TL olurken faiz dışı denge 110,7 milyar TL fazla vermiştir. Bütçede haziran ayında faizlerden gelen yaklaşık 300 milyar TL ek baskı yaratmıştı. Bu rakamlar 130 milyar seviyelere gerilerken cari transferler uzun süre sonra ilke kez 400 milyarı altına gerilemiştir. Giderler tarafındaki geri çekilmeye gelir vergisindeki güçlü toparlanma eklenince bütçe açığı belirgin şekilde gerilemiştir. Temmuz'da Elektrik Üretim A.Ş.'ye 16,3 milyar ve BOTAŞ'a 22 milyar TL cari transfer yapılmıştır. Ocak-Temmuz döneminde BOTAŞ ve Elektrik Üretim A.Ş.'ye toplam 221,7 milyar transfer gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde toplam faiz giderlerinin 1,25 trilyon TL olduğunu hesaplarsak, bütçe üzerinde faiz ve kamu kurumlarına transferlerin ciddi bir yük teşkil ettiği görülüyor. Bunlar hariç tutulduğunda çekirdek gelir-gider dengesinde bütçe performansı gayet iyi durumda. Enflasyonun hem para hem de maliye politikası üzerindeki bozucu etkisini bütçe rakamlarında görüyoruz. Borçlanma faizlerinin yüksek seyri, bütçe üzerindeki faiz baskısını artırıyor. Fiyat istikrarı sağlanmadan mali disipline ulaşılması çok güç görünüyor. Fonlama ve borçlanma faizlerindeki geri çekilme bütçedeki faiz yükünü hafifletecektir. Ayrıca, enflasyondaki gerilemeye paralel, özellikle personel giderleri ve kamu harcamalarında daha durağan bir seviyeye yakınsanacaktır. Yılın geri kalanında borçlanma faizlerinde ve risk primlerindeki düşüş ile bütçe üzerindeki faiz baskısı hafifleyecektir. Bu indirimler, 2026-2027 mali görünümüne yansiyacak olsa da beklenti yönetimi açısından kritik önem taşıyor. Hem kamu maliyesi hem de para politikasının 2025 son çeyrek itibariyle daha istikrarlı bir görünüme gireceğini düşünüyoruz. Üretim, yatırım gibi göstergelerde beklentilerin iyileşmesini bekleyen piyasa oyuncularının odağında ekonomik ve siyasi istikrarla desteklenen düşük enflasyon-düşük faiz döngüsü vardır. Son enflasyon raporu ve gerçekleştirmeleri de para politikasının hareket sahasının sonuna geldiğini ve maliye politikasına eşgüdüm kapsamında ciddi görevler düştüğünün altını çiziyor.

Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (12 ay birikimli, milyar TL)

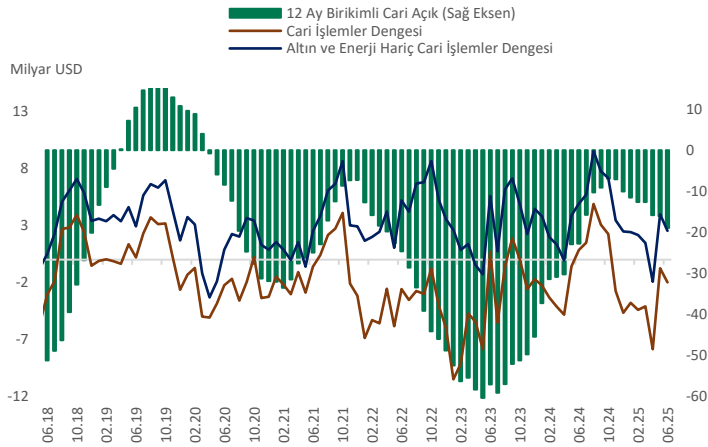


Makroekonomik Görünüm

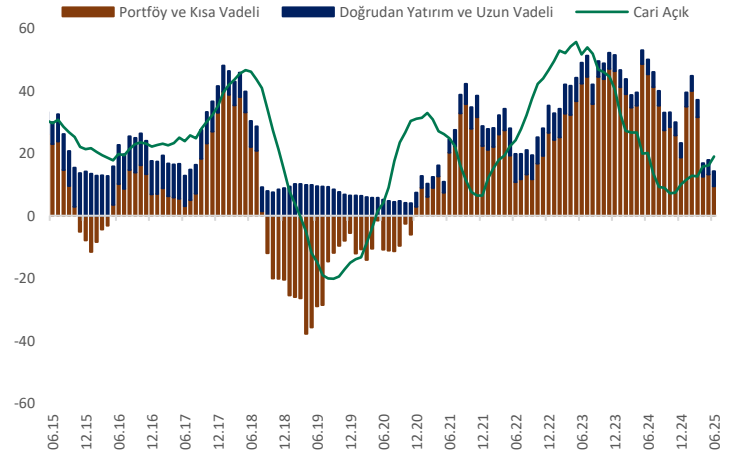
Ödemeler Dengesi - Haziran

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre haziran ayı cari işlemler dengesi 2.006 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 18.926 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (önceki 16.091 milyon). Piyasa beklentisinin (1,45 milyar USD açık) altında 1,32 milyar USD cari açık beklentimiz vardı. Hem piyasa hem de bizim beklentimizin üzerinde bir bozulma mevcut. Cari açığa 2024 yılına göre daha olumsuz bir hava ve özellikle 2025 ikinci yarıda bozulma bekliyorduk. Faiz indirimleriyle birlikte yurtiçi ekonomik aktivitenin ithal talebi öncülüğünde toparlanması cari dengeye ilişkin baz senaryomuzu oluşturuyordu. Faiz indirim beklentisinin güçlenmesi ile birlikte öne alınan talepler dış ticaret dengesi öncülüğünde cari açık üzerinde baskı yaratıyor. Cari dengede baz senaryomuzun üzerinde bozulma yaşanabilir. TCMB küresel görünüm ve risk iştahındaki gelişmeleri yakından takip ediyor. Özellikle enerji fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar cari denge ve enflasyon üzerindeki riskleri artırsa da mart-nisan dönemine göre daha sakin bir sürece girdiğimizi söyleyebiliriz. Temmuz ayı itibariyle gecikmeli de olsa faiz indirimlerine başlayan TCMB, para politikasındaki ihtiyatlı duruşu sürdürüyor. Gerçekleşen cari denge detaylarına baktığımızda, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının 6.476 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin 5.989 milyon ABD doları gerçekleşmesi etkili olmuştur. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 63,3 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 62,1 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin yaz aylarından itibaren ivme kazanacağını tahmin ediyoruz. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 2.579 milyon ABD doları fazla vermiştir. Çekirdek cari denge diyebileceğimiz bu gösterge, nisan ayındaki olağan dışı bozulmadan sonra tekrar normal trendine dönmüştür. Tarifelere ilişkin müzakerelerin mart öncesi döneme göre daha negatif bir görünüm sergilemesi ödemeler dengesi üzerindeki baskıları artırıyor.

Cari Açık, Enerji ve Altın Hariç Cari Denge, 12 ay birikimli Cari Açık (Milyar USD)



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

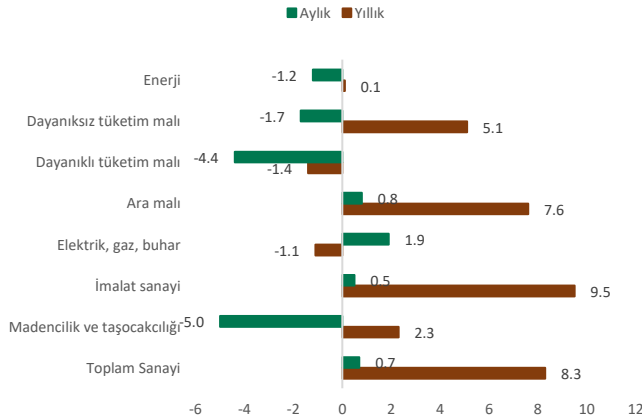


Makroekonomik Görünüm

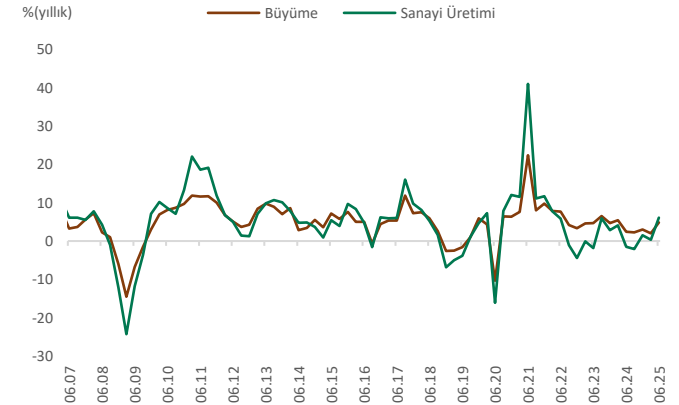
Sanayi Üretimi - Haziran

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim haziranda bir önceki aya göre %0,7 artış kaydetti. Böylece yıllık üretim %8,3 yükseldi (önceki %5). Sanayi üretimi verisinde yılbaşından itibaren baz senaryomuz, faiz indirimleri ile birlikte güçlü toparlanma yönündeydi. Mart-nisan döneminde yaşanan yerel ve küresel gelişmeler bu beklentiye sektöre uğratsa da üretim ivmesi canlılığını koruyor. Aynı baz senaryoda üretim verisindeki toparlanmanın yılın ikinci çeyreğinde daha belirgin hale geleceğini düşünüyorduk. Yaşanan bu dışsal şokların etkisiyle üretim verilerindeki beklentilerimizi bir çeyrek öteleyerek güncelledik. Mevcut görünüm dikkate alındığında aylık veri dalgalı ve yataya yakın seyrini sürdürüyor. Bununla birlikte pozitif bir durağanlık olması, üretim adına en kötünün geride kaldığının bir göstergesi. Öte yandan yıllık veri baz etkileri nedeniyle şubat ayından beri aralıksız yükselerek %8 seviyelerine geldi. Aylık verideki yataya yakın seyrin devam ederse yıllık veride zirve noktalarını test ettiğimizi düşünüyoruz. Sanayi üretiminde yıllık verinin %5 seviyelerinde on yıllık ortalaması bulunuyor. Çıktı açığında negatif bir görünüm sıkı para politikasının getirdiği bir sonuçtu. Yılın geri kalanında aylık sakin bir seyrin ve yıllık üretimde negatif çıktı açığını destekleyecek bir görünüm bizi bekliyor. Temmuz ayında başlayan faiz indirimleri şirketlerin finansman gideri tarafında nefes aldırıcı bir etki yapmıştır. Yılın geri kalanında bu görünümün devam edeceğini ve TL borç yükü yüksek şirketlerin bu süreçte pozitif etkileneceğini düşünüyoruz. Para politikasında yaşanacak gelişmeler sanayi üretimindeki beklenti kanalına dolaylı etki yaratacağından, yıl sonuna kadar faiz indirimlerinin devam edeceği beklentisiyle üretim verisindeki ivmenin pozitif seyrini sürdüreceğini tahmin ediyoruz.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef : 82,47 TL)

Getiri Potansiyeli: %21

Net kar 2Ç'de beklentilere paralel gerçekleşti

Banka organik büyüme stratejisini takiben, 2025 yılında müşteri karlılığında artışı sağlama hedefi ile öne çıkmaktadır ve düşen faiz ortamında çekirdek bankacılık gelirlerindeki güçlü seyri korumada avantajlı pozisyonundadır. Sağlam sermaye yapısı, ücret ve komisyon gelirlerindeki büyüme performansı, vade yapısını artırmaya odaklı stratejik TL kredi büyümesi ve yüksek getirili özel sektör tahvil ağırlığını göz önünde bulundurarak AL tavsiyemizi koruyoruz.

Güçlü sermaye yapısı ve maliyet optimizasyonunda avantaj-Banka %20,32 seviyesindeki güçlü SYR oranı ile rakibi mevduat bankaları arasında lider konumdadır. TL tarafta kredi-mevduat rasyosu %82 olup düşük seviyededir ve maliyet optimizasyonunda avantaj sağlamaktadır.

Akbank 2Ç25 solo finansal sonuçlarında 11,125 milyon TL net kar açıkladı. Akbank'ın net kar rakamı yıllık bazda %1,8 artarken, çeyreklik bazda net kar %19 daralma gösterdi. Açıklanan net kar rakamı 11,104 milyon TL'lik piyasa ortalama beklentisine paralel gerçekleşti.

Banka, ekonomi yönetiminin beklenenden sıkı politika duruşu neticesinde 2025 yılı beklentilerinde revizyona gitti - Banka 2025 yılı için özsermaye karlılığını >%30'dan >%25 seviyesine çekti (1Y25: %20,1). Banka ayrıca TL kredi büyümesini >%30 olarak korurken, YP kredilerde ise beklentisini yüksek %10'lu seviyelerden orta tek haneli seviyelere düşürdü. Swap maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz marjı beklentisi ise ~% 5 seviyesinden %3- 3,5 bandına revize edildi. Ücret ve komisyon gelirlerinde ~%60 artış, (Önceki: +%40, 1Y25: +%59,8), Gider/Gelir rasyosu ise yüksek %40 (Önceki : Düşük %40, 1Y25: +%59,8) olarak belirlenirken, net kredi riski maliyeti 150-200 bps, TGA rasyosu ise ~%3,5 olarak korundu.

Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre %33 oranında artmasını bekliyoruz. Akbank için 82,47 TL olan hedef fiyatımızın %21 artış potansiyeli bulunmaktadır. Banka için "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Banka payları 2025T 6,2 x F/K ve 1,27 x F/DD çarpanlarıyla ve %21,9 ortalama özkaynak karlılığı ile işlem görmektedir.

Yüksek getirili özel sektör tahvillerinin TL menkul kıymetlerdeki yüksek ağırlığı öne çıkmaktadır. Stratejik TL kredi büyümesi, YP kredilerde proaktif pazar payı kazanımı ile vade yapısının uzamasını ve marj gelişimini desteklenmesini öngörüyoruz.

Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranında göz alıcı iyileşme. Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı 1Y25'de önemli ölçüde toparlanarak %96 seviyesine (1Ç25 : %92 – YS24: %86) yükselmiştir. Banka'nın net ücret ve komisyon pazar payı da 1Y25 itibarıyla %17,2 seviyesine yükselmiştir (YS24 : %16,4).

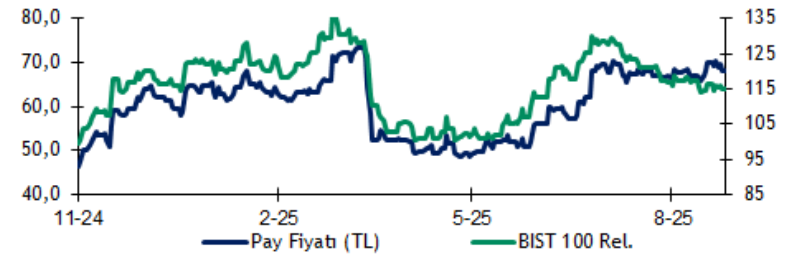
Aktif kalitesinde güçlü tahsilat performansı. 2Ç25 itibarıyla TGA rasyosu %3,4 olup (1Ç25 : %3,3) İkinci grup kredilerin ağırlığı %5,3 seviyededir (1Ç25: %6,5). Beklentimizden daha olumsuz seyreten fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	354.900	Beta (12A)	1,36
Piyasa Değeri (USD mn)	8.662	Ort. Günlük Hacim	5.522
Kapanış	68,25	Yabancı Payı	46,5%
12 Ay Yüksek	74,54	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	45,11	Ağırlık	5,56%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	63.547	65.045	84.921	112.851
% Fark, Yıllık	-17,3%	2,4%	30,6%	32,9%
Net ücret ve komisyon geliri	30.832	69.162	103.744	147.316
% Fark, Yıllık	198,9%	124,3%	50,0%	42,0%
Net kar	66.479	42.366	56.516	79.054
% Fark, Yıllık	10,8%	-36,3%	33,4%	39,9%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	2,4%	2,9%	3,4%	3,5%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1,1%	1,3%	2,1%	1,7%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	5,5%	2,6%	5,0%	3,9%
Ortalama aktif getirisi	4,6%	2,0%	1,9%	2,1%
Ortalama özkaynak getirisi	36,4%	18,8%	21,9%	26,1%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	2,9	8,0	6,3	4,5
F/DD	0,90	1,40	1,29	1,07



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	1,6	29,3	3,7	19,7
US\$ Getiri (%):	0,4	23,0	-8,0	-0,8
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-5,6	5,0	-11,3	4,3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Aselsan (AL, Hedef : 240,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %30,9

Beklentilerin üzerinde sonuçlar...

ASELSAN 2Ç25'te 3.993mn TL net dönem kârı açıklamıştır. Bu rakam, piyasa medyan beklentisi olan 3.019mn TL'nin %32 üzerinde gerçekleşmiştir (2Ç24: 3.075mn TL). 2Ç25'te net satış gelirlerindeki artış ile birlikte başarılı operasyonel yönetimi sonucu elde edilen esas faaliyet karındaki artış ve ertelenmiş vergi geliri net kar rakamını destekledi. Buna karşın artan kur farkı zararı kaynaklı net finansman giderindeki yükseliş ile birlikte net parasal pozisyon kaybı karlılığı baskılayan etmenler oldu.

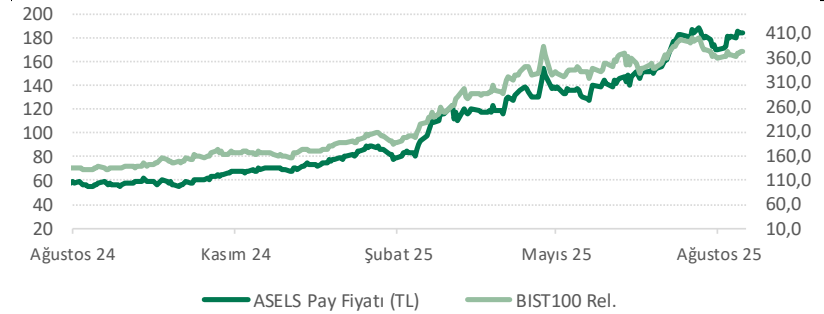
2Ç25'te Aselsan'ın TMS-29 etkisi dâhil net satış gelirleri 29.550mn TL ile piyasa medyan beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir (Beklenti: 28.645mn TL) yıllık %13,3 artışla 29.550mn TL net satış geliri elde etti. Hava Savunma, Elektronik Harp, Elektro-Optik, Radar, Aviyonik, Güvenlik ve Silah Sistemlerine yönelik teslimatlar satış gelirlerindeki artışta etkili oldu.**TMS-29 etkisi dahil FAVÖK 8.016mn TL piyasanın medyan beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir. (Beklenti: 6.999mn TL). 2Ç25'te FAVÖK maliyetlerin kontrolü sayesinde artan operasyonel karlılık ve ciro büyümesi etkisiyle güçlenmeye devam etti.** Brüt kâr marjı %33,7, FAVÖK marjı %27,1 ve net kâr marjı ise %13,5 seviyesinde gerçekleşti. (2Ç24 sırasıyla: %34,5, %26,0, %11,8) **ASELSAN'ın toplam sipariş tutarı yılın ilk yarısında 16 milyar dolar ile tarihi zirvesine ulaştı (1Y24: 12,3 milyar dolar).** Şirket, 1Y25 döneminde toplam 2,8 milyar dolar yeni sipariş aldı (1Y24: 2,6 milyar dolar). İhracat odaklı büyüme stratejisini kararlılıkla sürdüren Şirket, 1Y25'de almış olduğu 2,8 milyar dolar sipariş büyüklüğünün 1,3 milyon dolarlık kısmını yurtdışından sağladı (1Y24: 365 milyon dolar).

Aselsan 2025 yılına ilişkin beklentilerini korudu. Buna göre Şirket TMS 29 dahil, 2025 yılında da net satış geliri büyümesinin TL bazında %10'un üzerinde artacağını öngörmektedir. Şirket 2025 yılında FAVÖK marjının ise TMS 29 dahil %23 seviyesi üzerinde gerçekleşmesini hedeflemektedir. Şirket ayrıca 2025 yılında TMS 29 dahil 20 milyar TL ve üzeri yatırım harcaması yapmayı planlıyor.

IDEF 2025 Fuarı sonrası başta Çelik Kubbe hava savunma sistemi olmak üzere, Siper Ürünü, Turan Sistemi ile birlikte Gökdeniz ve Göksur savunma füze sistemlerinin şirketin hasılatına katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte, Şirketin toplam ARGE payının artarak devam etmesini ve yüksek ihracat potansiyelini pozitif değerlendirmekle birlikte jeopolitik gelişmelerden kaynaklı ülkelerin toplam bütçeleri içinde savunma harcamalarının payının artması sonucu pozitif temanın devam etmesini beklemekteyiz.

Aselsan için 12 aylık hedef fiyatımız pay başına 240,00 TL seviyesinde bulunurken, hedef pay fiyatımız %30,9 yükseliş potansiyeli taşımaktadır. Aselsan için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	183,30	
Piyasa Değeri (Mn TL)	817.608	Son 12 Ay En Yüksek	187,70	
Piyasa Değeri (Mn \$)	20.188	Son 12 Ay En Düşük	54,01	
Firma Değeri (Mn TL)	837.721	Beta	0,83	
Firma Değeri(Mn \$)	20.721	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	96,6	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	48,7%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024	2025T
Satış Gelirleri	112.626	123.969	140.248	182.600
Büyüme		10,1%	13,1%	30,2%
FAVÖK	23.650	26.998	35.275	52.600
FAVÖK Marjı	21,0%	21,8%	25,2%	28,8%
Net Kar (Mn TL)	2.159	12.281	17.850	29.131
Pay Başına Kar	0,95	2,69	3,91	6,39
Temettü Verimi	0,25%	0,18%	0,14%	0,11%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,36	0,71	0,50	0,30
Net Borç / Özsermaye (x)	0,06	0,13	0,11	0,08
Ort. Özsermaye Karlılığı		8,7%	11,5%	16,3%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,9%	6,6%	9,5%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024	2025T
F/K	378,6	66,6	45,8	28,1
FD/FAVÖK	2,1	31,0	23,7	15,9
FD/Satışlar	0,4	6,8	6,0	4,6
F/DD	6,1	5,6	5,0	4,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	22,4	30,5	147,3	186,4
\$ Getiri (%)	20,1	23,7	115,2	133,3
BIST-100 Relatif (%):	9,8	14,8	131,8	193,2



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 63,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %30,2

İkinci çeyreğe ilişkin finansal sonuçlarda: Satış hacmindeki gözle görülür iyileşmeye rağmen marjlar daraldı...

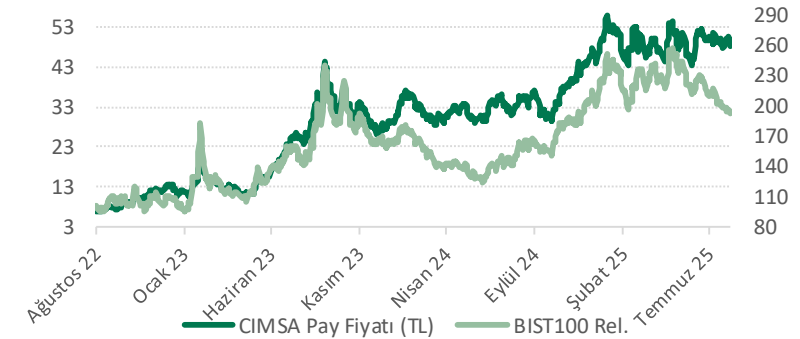
Çimsa, Ağustos ayının ilk haftasında TMS 29 “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama” Standardı uygulanarak enflasyon muhasebesine göre yeniden düzenlemiş finansal sonuçlarını yayınladı.

Çimsa 2025 yılının ikinci çeyreğinde 717mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Şirket geçen yılın aynı döneminde ise 1.725mn TL ana ortaklık net kârı açıklamıştı. Net finansman giderlerindeki artış, parasal kazançların katkısındaki düşüş ve Sabancı Holding hisselerinden elde edilen gelirin geçen yıla göre daha düşük olması Çimsa net kâr rakamının gerilemesinde etkili olmuştur. Satış hacimlerindeki organik artış ve Mannok’un katkısıyla ikinci çeyrekte satış gelirleri, geçen yılın aynı çeyreğine göre %40,0 oranında artış göstererek 10.895mn TL olarak gerçekleşmiştir (2Ç24: 7.782mn TL). Çimsa, yılın ikinci çeyreğinde yüksek kapasite kullanım oranını sürdürmüş ve Türkiye’de %24,1 oranında, uluslararası pazarlarda ise %76,7 oranında (Mannok dahil) hacim artışının desteğiyle konsolide satış hacmini yıllık bazda %46,6 oranında artırmıştır. Mannok’un satış hacimleri hariç tutulduğunda ise konsolide satış hacmi organik olarak yıllık bazda %32,1 oranında artış göstermiştir. Şirket yılın ikinci çeyreğinde, 2.029mn TL tutarında FAVÖK elde etti (2Ç24: 1.927mn TL). FAVÖK marjı, geçen yılın yüksek baz etkisi ve maliyet kalemlerindeki fiyat artışlarının etkisiyle yıllık bazda 6,2 puan daralarak %18,6 olarak gerçekleşti (2Ç24: FAVÖK Marjı: %24,8).

29 Ağustos 2025 tarihi itibarıyla Çimsa hisseleri son bir ayda %0,8 oranında düşüş göstermiştir. Relatif olarak baktığımızda ise; CİMSA son bir ayda BIST 100 endeksine göre %7,9 oranında daha düşük performans göstermiştir.

Çimsa için 63,00 TL seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve ‘AL’ olan önerimizi koruyoruz. 29 Ağustos 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %30,2 oranında kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	CİMSA.IS	Kapanış	48,40	
Piyasa Değeri (Mn TL)	45.767	Son 12 Ay En Yüksek	56,69	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.118	Son 12 Ay En Düşük	29,24	
Firma Değeri (Mn TL)	66.527	Beta	1,03	
Firma Değeri(Mn \$)	1.640	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	14,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	17,4%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024A	2025T
Satış Gelirleri	30.060	29.604	28.151	37.444
Büyüme		-1,5%	-4,9%	33,0%
FAVÖK	3.080	5.284	5.086	8.575
FAVÖK Marjı	10,2%	17,8%	18,1%	22,9%
Net Kar(Mn TL)	5.887	3.596	2.688	5.117
Pay Başına Kar	43,58	3,80	2,84	5,41
Temettü Verimi	3,8%	4,7%	1,1%	2,3%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,59	0,64	2,71	0,46
Net Borç / Özsermaye (x)	0,08	0,13	0,56	0,14
Ort. Özsermaye Karlılığı		14,5%	10,4%	19,2%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,5%	4,4%	6,7%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024A	2025T
F/K	7,8	12,7	17,0	8,9
FD/FAVÖK	1,7	12,6	13,1	7,8
FD/Satışlar	0,2	2,2	2,4	1,8
F/DD	2,9	1,7	1,8	1,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-0,8	1,9	5,2	36,7
\$ Getiri (%)	-2,0	-3,1	-9,6	13,3
BIST-100 Relatif (%):	-7,9	-17,2	-8,4	19,0



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Ford Otosan (AL, Hedef : 143,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 28%

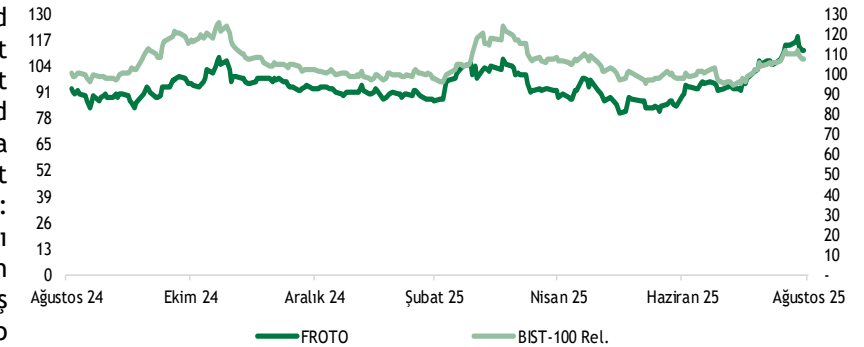
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 143,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 29 Ağustos 2025 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2025T 7.4x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 8.8x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %28'e işaret etmektedir.

ODMD verilerine göre; Ford Otosan'ın Temmuz ayında hafif ticari araç pazarında satışları yıllık %20,2 oranında yükseliş göstererek 7.204 adede yükselmiştir (Temmuz 2024: 5.994 adet). Ocak-Temmuz 2025 döneminde ise Ford Otosan'ın Hafif Ticari Araç perakende satışları yıllık %14,6'lık yükselişle geçen senenin Ocak-Temmuz dönemindeki 35.682 adetten 40.887 adete yükselmiştir. Temmuz 2025'te Şirket'in pazar payı yıllık hafif yükseliş göstererek %9,0 olarak gerçekleşmiş olup Ocak-Temmuz 2025 döneminde pazar payı yatay seyrederek %7,9'a ulaşmıştır.

➤ Elektrifikasyon süreci ve yeni modellerle Ford Otosan, toplam üretim kapasiteni 900.000 adet üzerine çıkarmayı planlanıyor. Bu yatırımların, şirketin ihracata dayalı iş modelini ve iç pazardaki kârlılık odaklı stratejisini destekleyeceğini düşünüyoruz. Ürün karmasındaki olumlu değişimlerin ve cost plus ihracat anlaşmalarının hem satış hacimlerine hem de kârlılık tarafına anlamlı katkı sağlamasını bekliyoruz. Şirket, elektrifikasyon stratejisi doğrultusunda 2025 yılına kadar ürettiği tüm modellerde elektrikli seçenekler sunmayı hedeflemektedir. Şirket'in; yeni nesil Custom & VW iş birliğiyle 1 tonluk orta ticari araç üretiminin devreye girmesiyle bu gelişmenin Ford Otosan'ın 2025'te ihracat hacimlerini destekleyeceğini düşünüyoruz.

➤ **2025 Beklentileri:** Ford Otosan, 2025 için yurtiçi perakende pazarı beklentisini 1.050-1.150bin adet bandında şekillendirmiştir. Ford Otosan'ın yurt içi perakende satış beklentisini ise 90-100bin adet bandındadır. Ford Otosan, ihracat adeti beklentisini 610-660bin adet (Romanya:200-220bin) (TR:410-440bin adet) olarak şekillendirmiştir. Ford Otosan, 2025 toplam satış adeti beklentisini 700-760bin adet aralığında belirlemiştir. Şirket, toplam üretim tahminini ise 700-750bin adet bandında şekillendirilmiştir (Romanya Fabrika üretim adeti beklentisi: 240-260bin adet, TR:460-490bin adet). Şirket, 2025 yatırım harcaması hedefini 600-700mn EUR olarak (Genel Yatırımlar:130-150mn EUR, Ürün Yat.:470-550mn EUR belirlemiştir. Ford Otosan, ayrıca 2025 yılı için satış gelirleri büyümesinin yüksek tek haneli artacağını beklemekte olup düzeltilmiş FAVÖK marjının ise %7-%8 aralığında gerçekleşmesini beklemektedir.

Kod	FROTO T1/FROTO IS	Kapanış		111,70
Piyasa Değeri (mn TL)	391.966	Son 12 Ay En Yüksek		118,30
Piyasa Değeri (mn \$)	9.573	Son 12 Ay En Düşük		78,85
Firma Değeri (mn TL)	482.596	Beta		0,86
Firma Değeri (mn \$)	11.854	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		31,14
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		38,02
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
Satış Gelirleri	322.556	594.705	594.995	825.303
Büyüme (%)		84,4%	0,0%	38,7%
FAVÖK	31.981	61.665	39.868	64.816
FAVÖK Marjı (%)	9,9%	10,4%	6,7%	7,9%
Net Kar	27.730	70.826	38.864	44.639
Pay Başına Kar	79,02	201,84	110,75	127,21
Temettü Verimi	8,1%	7,5%	1,5%	2,3%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,43	1,42	2,97	1,99
Net Borç/Özsermaye (x)	0,90	0,83	0,88	0,92
Ortalama Özsermaye Karlılığı		90,5%	32,4%	32,4%
Ortalama Aktif Karlılığı		29,0%	11,2%	11,0%
Değerleme Çarpanları	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
F/K	14,1	5,5	10,1	8,8
FD/FAVÖK	15,1	7,8	12,1	7,4
FD/Satışlar	1,5	0,8	0,8	0,6
F/DD	5,3	2,6	4,0	2,9
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	22,1	32,3	21,2	19,5
\$ Getiri (%)	20,6	25,9	4,2	-1,0
BIST-100 Relatif (%)	13,4	7,5	5,6	4,1



Kaynak: KAP, Ford Otosan, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

İş Bankası (AL, Hedef: 20,07 TL)

Getiri Potansiyeli: %33

Öne çıkan maliyet yönetim başarısı

Bankanın güçlü vadesiz mevduat tabanı, artış gösteren ücret ve komisyon gelirleri, etkin maliyet yönetimi ve beklentilerin üzerinde gerçekleşen net kar doğrultusunda AL tavsiyemizi koruyoruz.

Türkiye İş Bankası 2Ç25 solo finansal sonuçlarında 17.372 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar çeyreklik bazda %40, yıllık bazda %15 artış kaydederken, bankanın gelir kalemlerinde ağırlığı yüksek olan iştirak gelirlerinin çeyreklik bazda %54, yıllık bazda %18 artış kaydetmesi net kar artışında etkili oldu. Açıklanan net kar piyasa medyan beklentisinin %29 üzerinde gerçekleşti. Bu doğrultuda bankanın ortalama özsermaye karlılığı %20,2 seviyesinde kaydedildi.

Artan fonlama maliyetlerinin etkisinde net faiz majında gerileme. Swap maliyetlerinin çeyreklik bazda %12 gerilemesine karşın, artan mevduat fonlama maliyetlerinin etkisiyle İş Bankası'nın swap maliyetleri dahil net faiz geliri çeyreklik bazda %18 geriledi. Bu doğrultuda, swap maliyeti dahil net faiz marjı çeyreklik bazda 40 bp gerileyerek %1,2 seviyesinde gerçekleşti.

Net ücret ve komisyon gelirlerinde güçlü artış. Net ücret ve komisyon gelirleri, ödeme sistemleri ve kredi büyümesi öncülüğünde çeyreklik bazda %21,5 ve yıllık bazda %52 artışla güçlü bir performans sergiledi.

Etkin maliyet yönetimi. Faaliyet giderleri 2Ç25'te sınırlı bir artışla çeyreklik bazda %9,6, yıllık bazda %36 artış kaydetti. Bu doğrultuda bankanın Net komisyon geliri/Faliyet gideri oranı %91,5 seviyesinde gerçekleşti.

Rakiplerine kıyasla düşük ve yönetilebilir takipteki kredi oranı. Bankanın takipteki kredi oranı 2Ç25'te %2,5 seviyesinde gerçekleşirken, net takibe intikal eden kredi oranı %1,66 seviyesine geriledi. Aşama 3 kredi karşılık oranı ise %66 seviyesinde gerçekleşti. Bankanın net kredi riski maliyeti (kur etkisi dahil) 176 bp seviyesinde gerçekleşti.

Bankanın net karını 2025 yıl sonunda yıllık bazda %83 artış göstermesini bekliyoruz. İş Bankası için 12 aylık hedef fiyatımız 20,07 TL olarak belirlerken, bu hedef %33 artış potansiyeli bulunduruyor. Banka için "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Banka payları 2025T 4,5 F/K ve 0,95 F/DD çarpanlarıyla ve %23,4 ortalama özkaynak karlılığıyla işlem görüyor.

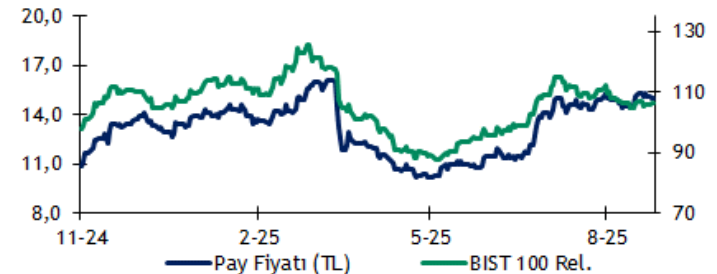
İş Bankası, yıl sonu beklentilerinde daha önce 450 baz puan artış öngördüğü net faiz marjı tahminini 350 baz puan artış olarak revize etti. Ayrıca, ortalama özkaynak karlılığı beklentisini %30 seviyesinden %25 seviyesine indirdi.

Piyasa Değeri (TLmn)	376.250	Beta (12A)	1,22
Piyasa Değeri (USD mn)	9.183	Ort. Günlük Hacim	5.672
Kapanış	15,05	Yabancı Payı	26,0%
12 Ay Yüksek	16,36	Halka Açıklık (%)	31,0%
12 Ay Düşük	10,07	Ağırlık	3,52%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	67.073	34.451	104.282	166.539
% Fark, Yıllık	-10,8%	-48,6%	202,7%	59,7%
Net ücret ve komisyon geliri	42.438	91.411	124.319	157.885
% Fark, Yıllık	162,8%	115,4%	36,0%	27,0%
Net kar	72.265	45.517	83.543	138.937
% Fark, Yıllık	17,4%	-37,0%	83,5%	66,3%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	2,1%	2,1%	2,9%	3,1%
Kredi riski maliyeti	1,0%	1,1%	2,9%	2,4%
Net faiz marjı (Swap dahil)	3,7%	-0,7%	4,0%	5,1%
Ortalama aktif getirisi	3,7%	1,6%	2,8%	4,7%
Ortalama maddi özkaynak getirisi	31,6%	15,6%	23,4%	30,3%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	3,2	7,4	4,5	2,7
F/DD	0,87	1,06	0,95	0,72



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	5,2	37,2	0,7	15,5
US\$ Getiri (%)	3,9	30,5	-10,6	-4,2
BIST 100 Relatif Getiri (%)	-2,3	11,5	-13,9	0,6

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Migros (AL, Hedef : 750,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 54%

Net nakit pozisyonu & pazar payı gelişimiyle olumlu bakış açımızı koruyoruz...

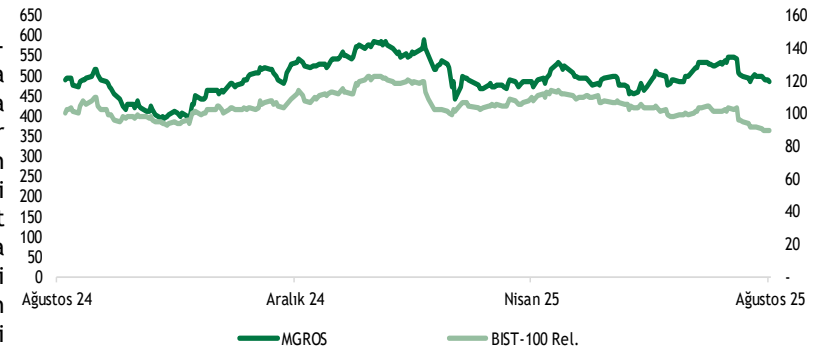
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 750 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 29 Ağustos 2025 kapanışı baz alınarak Migros, 2025T 4.7x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 8.4x rasyoları ile işlem görmektedir olup getiri potansiyeli %54'e işaret etmektedir.

➤ Şirket'in FMCG Pazar payı gelişimine bakıldığında; fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern FMCG pazarında Şirket 1Y25'te %16,8'lik (1Y24: %16,2), toplam FMCG pazarında ise %10,2'lik (1Y24: %9,6) pazar payına sahip olmuştur. Ek olarak; Şirket'in net mağaza sayısı 1Y24'e göre 193 adet artış göstererek 1Y25'te 3.683 adet olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak Şirket'in satış alanı 1Y25'te yıllık %3,7'lik yükseliş göstermiştir. Artan mağaza sayısı & bunun sağladığı destekle satış alanlarının büyümesi ile e-ticaret kanallarının net satışlar üzerindeki pozitif katkısının, 2025 yılında da Şirket operasyonlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

➤ Şirket'in borçluluk tarafına bakıldığında; operasyonlardan yaratılan güçlü nakit akışı sayesinde net borç pozisyonunda önemli ölçüde iyileşme sağlayan Migros'a olan olumlu bakışımızı korumaya devam ediyoruz. Şirket'in 2Ç25 sonunda 2Ç24'e göre toplam finansal borcu (TMS-29 Etkisi dahil, TFRS-16 etkisi hariç) yıllık %68 düşüş göstererek 665mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir (2Ç24: 2.074mn TL). 2Ç25 sonu itibarıyla da Şirket net nakit pozisyonu artış göstermiş olup yıllık %5 yükseliş göstererek 21.513mn TL seviyesine ulaşmıştır (TRFS 16 etkisi hariç). Şirket'in serbest nakit akımları ise 1Ç25'teki enflasyon muhasebesi etkisi dahil KDV alacaklarının takvim etkisi ve diğer tek seferlik bilanço kalemlerinin negatif etkisinden sonra güçlü toparlanma göstererek 4.111mn TL'ye (2Ç24: 5.259mn TL, 1Ç25: -3.419mn TL) ulaşmıştır.

➤ Migros, Migros 2025 yılında TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri dahil %8-%10'luk reel satış büyümesi beklemektedir. Şirket, TMS-29 dahil %6,0 aralığında FAVÖK marjı beklemektedir. Migros, aynı zamanda 2025 yılı sonundaki yeni mağaza açma hedefini -250 mağaza olarak korumuş olup yatırım harcaması/satışlar beklentisini ise %2,5-%3,0 olarak belirlemiştir. Şirket'in yüksek enflasyon ortamında rekabetçi pazar koşullarına rağmen FMCG pazar payını yükseltebilmesini olumlu buluyoruz. Migros'un operasyonel olarak faaliyet yapısını beğenmekte; net nakit pozisyonunu sürdürmesinin de önemli bir gelişme olduğunu hesaba katmaktayız. Online kanalları oldukça etkin şekilde kullanabilen Migros'un çeşitli iştirakleriyle yaratmış olduğu iş kollarının da ilerleyen dönemlerde katkılarının artarak devam edeceğini düşünüyoruz. Enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişlerin, sektörde artan rekabet dolayısıyla yaşanabilecek pazar payı kaybının ve artan enerji maliyetlerinin Şirket için aşağı yönlü riskler olabileceğini de ekliyoruz.

Kod	MGROS TL / MGROS IS	Kapanış		485,75
Piyasa Değeri (mn TL)	87.947	Son 12 Ay En Yüksek		591,72
Piyasa Değeri (mn \$)	2.148	Son 12 Ay En Düşük		389,03
Firma Değeri (mn TL)	93.321	Beta		0,89
Firma Değeri (mn \$)	2.283	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		25,04
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		32,42
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
Satış Gelirleri	202.823	262.132	293.780	392.163
Büyüme (%)		29,2%	12,1%	33,5%
FAVÖK	5.430	4.537	15.796	20.010
FAVÖK Marjı (%)	2,7%	1,7%	5,4%	5,1%
Net Kar	13.196	12.747	6.340	10.472
Pay Başına Kar	72,88	101,65	36,66	57,84
Temettü Verimi	1,6%	1,9%	0,8%	1,2%
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,27	-1,17	0,51	0,33
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,04	-0,07	0,15	0,10
Ortalama Özsermaye Karlılığı		22,2%	10,0%	18,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		8,2%	3,1%	4,6%
Değerleme Çarpanları	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
F/K	6,7	6,9	13,9	8,4
FD / FAVÖK	17,2	20,6	5,9	4,7
FD / Satışlar	0,5	0,4	0,3	0,2
F/DD	2,2	1,2	1,7	1,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-8,2	-0,2	-10,0	2,3
\$ Getiri (%)	-9,3	-5,0	-22,6	-15,2
BIST-100 Relatif (%)	-14,7	-18,9	-21,6	-10,9



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Sabancı Holding (AL, Hedef :146,24TL)

Getiri Potansiyeli: %52

Sabancı Holding 2Ç25'te, enflasyon muhasebesi uygulanmış haliyle (TMS-29) 1.751mn TL konsolide net kar 2Ç24: 2.450mn TL zarara karşılık açıkladı. Holding'in 1Y25 itibarıyla net zararı 1,365mn TL seviyesinde (1Y24:10,305mn TL net zarar) gerçekleşti. Sabancı Holding 2Ç25'te bankacılık dahil 357.041mn TL (yıllık %3,7 artış) satış geliri elde etti. Sabancı Holding'in FAVÖK rakamı 2Ç25'te yıllık %4,4 yükselişle 36.182mn TL seviyesinde gerçekleşti. Özellikle finansal hizmetler ve enerji segmentlerinin katkısına bağlı olarak banka dışı FAVÖK'te sağlanan yıldan yıla iyileşme net kar performansına doğrudan yansırken; azalan parasal kayıp giderleri ve Türkiye'de devam eden yüksek faiz ortamına bağlı olarak artan finansman giderleri karlılığa etki eden diğer unsurlar oldu.

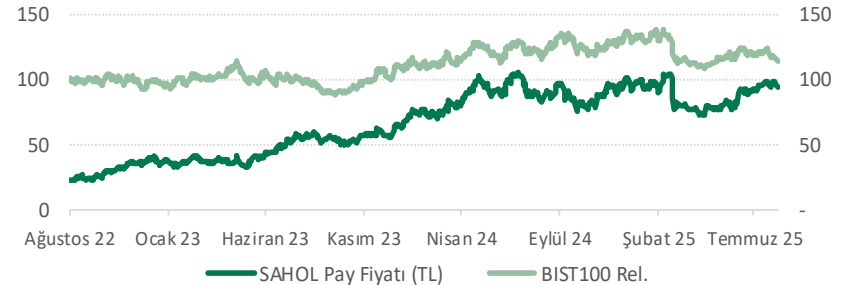
Holding solo net nakit pozisyonu, temettü ödemesi sonrası sürdürülen nakit ile 2024 sonundaki 12,4 milyar TL'den 13,3 milyar TL'ye yükseldi. Net Borç/FAVÖK rasyosu 1,7x olarak Holding'in orta vadeli maksimum 2,0x hedefinin altında kalmayı sürdürdü.

Sabancı Holding'in net aktif değerinin %42'si bankacılık ve finansal hizmetler, %33'ü enerji ve iklim teknolojileri, %14'ü malzeme teknolojileri, %6'sı dijital teknolojiler ve diğer, %5'i mobilite çözümleri segmentlerinden oluşuyor. Gelirlerin ise %60'ı bankacılık ve finansal hizmetler, %20'si enerji, %0,6'sı mobilite çözümleri, %9'u malzeme teknolojileri, %0,4'ü dijital hizmetler ve %10'i diğer segmentlerinden geliyor.

2025 beklentilerimiz: Holding'in gelirleri içerisinde %60 gibi önemli bir paya sahip bankacılık ve finansal hizmetler segmentinin, 2025'de faiz indirimlerinden pozitif etkileneceğini ancak yüksek nakit pozisyonu nedeniyle enflasyon muhasebesinden negatif etkileneceğini düşünüyoruz.

Sabancı Holding (SAHOL) için hedef fiyatımızı pay başına 146,24 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %52 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	95,95	
Piyasa Değeri (Mn TL)	201.531	Son 12 Ay En Yüksek	105,98	
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.919	Son 12 Ay En Düşük	71,70	
Firma Değeri (Mn TL)	328.258	Beta	1,14	
Firma Değeri(Mn \$)	8.107	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	56,1	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	38,7%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023*	2024*	2024/06	2025/06
Satış Gelirleri	230.796	227.623	112.436	108.709
Finans Sektörü Hasılatı	663.293	830.594	183.250	199.880
Toplam Satış Gelirleri	894.089	1.058.217	295.686	308.589
Büyüme		18,4%		4,4%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	25.988	18.000	-10.305,9	-1.365,1
Pay Başına Kar	12,74	8,82	-5,05	-0,65
Temettü Verimi	3,0%	3,2%		
Net Borç / Özsermaye (x)	0,10	0,02		0,40
Ort. Özsermaye Karlılığı	7,40%	5,45%		8,3%
Ortalama Aktif Karlılığı	0,70%	0,49%		0,8%
Değerleme Çarpanları	2023*	2024 *	2024/06	2025/06
F/K	7,8	11,2		7,5
FD/Satışlar	1,4	1,4		1,5
F/DD	0,5	0,6		0,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	3,1	21,6	1,8	11,0
\$ Getiri (%)	1,8	15,7	-12,5	-8,0
BIST-100 Relatif (%):	-4,2	-1,2	-11,4	-3,3



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023, 2024 finansalları 1Y25'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Turkcell (AL, Hedef : 136,60 TL)

Getiri Potansiyeli: %44,1

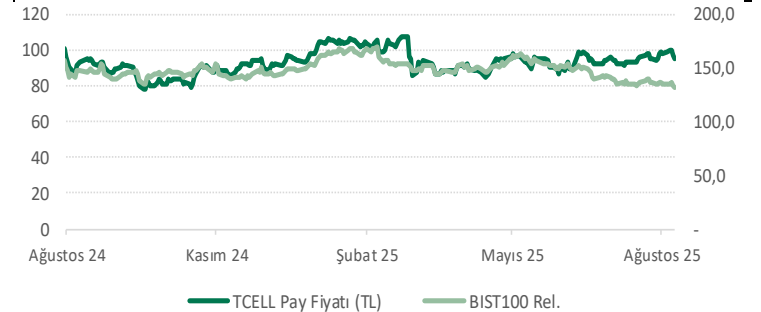
2Ç25'te Beklentilerin üzerinde net kar rakamı açıkladı...

Turkcell, enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 2Ç25 döneminde Şeker Yatırım olarak 3.400mn TL olan beklentimiz ve piyasanın 3.294mn TL beklentisinin üzerinde 4.201mn TL net kar açıkladı (2Ç24: 3.922mn TL). Operasyonel karlılık geçen yıla kıyasla güçlenirken, kur farkı geliri kaynaklı nette 10.714mn TL seviyesinde kaydedilen diğer gelirler, yatırım faaliyetlerinden kaydedilen net 2.378mn TL gelir ve önceki çeyreğe göre daha düşük vergi karşılığı net kar rakamını destekledi. Buna karşın kaydedilen 15.455mn TL net finansman gideri ve daha düşük parasal pozisyon kazancı net kar rakamını baskıladı. Şirket'in 2Ç25'te net kar marjı %7,92 (2Ç24: %8,32) seviyesinde gerçekleşti. Şirket'in TMS-29 etkisi dâhil satış gelirleri 2Ç25'te yıllık bazda %12,5 artışla 53.022mn TL seviyesinde gerçekleşti. Beklentimiz net satış gelirlerinin 52.400mn TL seviyesinde gerçekleşmesi yönünde bulunurken, piyasanın beklentisi 52.012mn TL seviyesindeydi. Güçlü ARPU performansı, büyüyen faturalı abone bazı, müşterilerimizi üst paketlere taşımak için yapılan etkili çalışmalar satış gelirlerindeki artışta etkili oldu. Turkcell Grup abone sayısı 2Ç25 döneminde yıllık %0,7 artışla 45,6mn olurken, Turkcell Türkiye abone sayısı da %0,7 yükselişle 43,5mn seviyesine ulaştı. ARPU (kullanıcı başına gelirler), devam eden fiyat ayarlamalarının etkisiyle mobilde yıllık %9,8, bireysel fiberde %17,5 reel büyüme kaydetti. Güçlü ARPU ve abone tabanının etkisiyle gelirler büyüme devam etti.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK, brüt kar marjında yaşanan iyileşmenin de desteğiyle 2Ç24'teki 21.368mn TL'ye kıyasla %13,1 artışla 23.394mn TL seviyesine ulaştı. FAVÖK rakamı 21.900mn TL olan beklentimiz ve 21.894mn TL seviyesinde bulunan piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşti. FAVÖK marjı 2Ç25'te %44,1 (2Ç24: %45,3) seviyesinde gerçekleşti. **2025 beklentileri korundu:** Turkcell, 2025 yılında %7-9 aralığında gelir büyümesi, %41-42 aralığında FAVÖK marjinde etmeyi beklerken, operasyonel harcamaların gelire oranının 24% olmasını hedefliyor. Ayrıca Veri Merkezi-Bulut iş kolunda %32-34 gelir büyümesi bekleniyor. (Beklentiler 2025 yılı enflasyonunun %30,5 seviyesinde gerçekleşeceği varsayımına dayanmaktadır).

TCELL hissesi için pay başına 136,60 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %44,1 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	94,80	
Piyasa Değeri (Mn TL)	200.420	Son 12 Ay En Yüksek	109,11	
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.949	Son 12 Ay En Düşük	76,79	
Firma Değeri (Mn TL)	237.254	Beta	1,05	
Firma Değeri (Mn \$)	5.924	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	62,1	
Halka Açıklık Oranı (%)	54,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	60,7%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024	2025T
Satış Gelirleri	151.953	173.443	185.341	229.082
Büyüme		14,1%	6,9%	23,6%
FAVÖK	67.092	79.263	82.472	98.505
FAVÖK Marjı	44,2%	45,7%	44,5%	43,0%
Net Kar (Mn TL)	11.590	21.147	27.446	20.944
Pay Başına Kar	7,61	13,88	10,11	9,52
Temettü Verimi	2,4%	1,6%	2,8%	3,4%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,57	0,46	0,38	0,22
Net Borç / Özsermaye (x)	0,21	0,18	0,14	0,15
Ort. Özsermaye Karlılığı		10,8%	12,9%	11,6%
Ortalama Aktif Karlılığı		5,2%	6,7%	6,2%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024	2025T
F/K	17,3	9,5	7,3	9,6
FD/FAVÖK	0,9	3,0	2,9	2,4
FD/Satışlar	0,4	1,4	1,3	1,0
F/DD	1,1	1,0	0,9	1,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	2,0	1,9	0,2	-9,2
\$ Getiri (%)	0,1	-3,4	-12,8	-26,0
BIST-100 Relatif (%):	-8,5	-10,4	-6,1	-7,0



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Türk Hava Yolları (AL, Hedef : 495,50 TL)

Getiri Potansiyeli: 48%

Operasyonel Çeşitlilikle Dengeli Büyüme...

➤ Türk Hava Yolları'nın hem güçlü & operasyonel filo yapılanmasını hem de ilerleyen dönemlerde filoya dahil olacak uçaklarla birlikte önemli bir büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz. Kargo operasyonlarının THY'nin operasyonel yapısını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket'in bölgesel gelir dağılımının, kurlardaki oynaklığa karşı THY'ye doğal hedging görevi sağlamakta olduğunu ve Şirket gelirleri açısından destekleyici olduğunun altını çiziyoruz. 29 Ağustos 2025 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız, **Şirket için %48'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2025T F/K 4.04x ve 2025T FD/FAVÖK 3.84x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ Şirket, Temmuz 2024'e kıyasla Temmuz 2025'te toplam yolcu sayısında yıllık %8,4'lük artış kaydetmiştir. THY'nin Temmuz 2025'teki toplam yolcu sayısı 9.03mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Temmuz 2025'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %62,7'ye ulaşmıştır. THY, Temmuz 2025'te yıllık bazda %8,7 artışla 5.66mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise Temmuz ayında yıllık bazda %7,8 oranında artarak 3.4mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Temmuz 2025'te yıllık bazda 0.2 yp artış göstererek %85,4 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Temmuz 2025'te yıllık bazda %11,2 artış göstermiştir. Şirket, 7A24'e kıyasla 7A25'te toplam yolcu sayısında yıllık %4,7'lik artış kaydetmiştir. THY'nin 7A25'teki toplam yolcu sayısı 51.24mn olarak gerçekleşmiştir. THY, 7A25'te yıllık bazda %6,8 artışla 33mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %1,1 oranında artış göstererek 18.23mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı 7A25'te yıllık bazda 0.6 yp artış göstererek %82,1 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise 7A25'te yıllık bazda %4,4 artış göstermiştir.

➤ Şirket, THY markası altındaki uçak sayısının 2033 yılına kadar 800'ü geçmesini beklerken yolcu sayısının ise 2033 yılında 170mn üstüne çıkmasını beklemektedir. THY, 2025 yılında yolcu kapasitesinin 2024'e göre %7-%8 aralığında artmasını, yolcu sayısının 91 milyonun üzerinde gerçekleşmesini, toplam satış gelirlerinin 2024'e göre %6-8 aralığında yükselmesini, FAVÖK marjının %22-%24 aralığında gerçekleşmesini ve Yakıt Hariç CASK 2024'e göre orta-tek haneli artmasını beklemektedir. THY, filonun 2025 yılsonu itibarıyla 520-525 uçak aralığına yükselmesini beklemektedir.

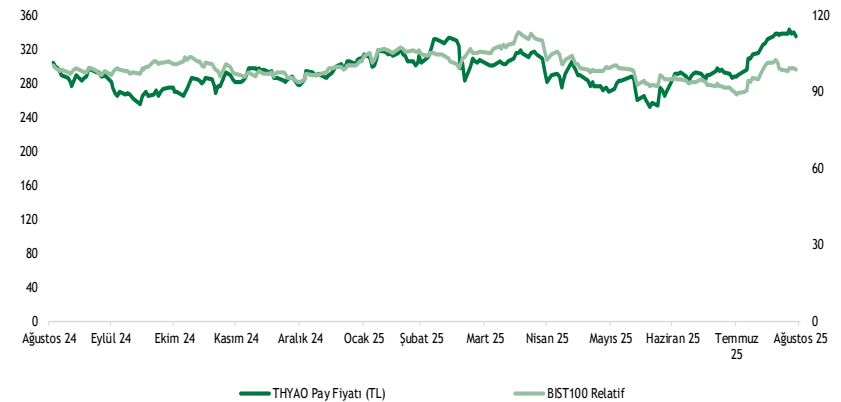
➤ **Riskler:** COVID-19 ya da farklı bir virüs salgını, doğal afet ve jeopolitik risklerin artması trafik, karlılık tahminlerimizi ve değerlememizi olumsuz etkileyebilecektir. Jet yakıt fiyatlarında hızlı bir artış/azalış da tahminlerimiz ve değerlememiz üzerinde olumsuz/olumlu etkili olabilecektir.

Kod	THYAO.TI/THYAO.IS	Kapanış	335,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	462.300	Son 12 Ay En Yüksek	346,25
Piyasa Değeri (Mn \$)	11.291	Son 12 Ay En Düşük	249,20
Firma Değeri (Mn TL)	797.541	Beta	0,94
Firma Değeri (Mn \$)	19.727	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	232,1
Halka Açıklık Oranı (%)	50,48	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	31,88

Anahtar Rakamlar (US\$ mn)	2022	2023	2024	2025T
Satış Gelirleri	18.426	20.942	22.669	24.390
Büyüme (%)	72,4%	13,7%	8,2%	7,6%
FAVÖK	4.947	5.533	5.059	5.142
FAVÖK Marjı (%)	26,8%	26,4%	22,3%	21,1%
Net Kar	2.725	6.021	3.425	2.796
Pay Başına Kar	1,97	4,36	2,48	2,03
Net Borç/FAVÖK (x)	1,7	1,3	1,1	1,5
Net Borç/Özsermaye (x)	0,9	0,5	0,3	0,4
Ort. Özsermaye Karlılığı	32,9%	47,6%	19,6%	13,6%
Ort. Aktif Karlılığı	9,5%	18,1%	9,1%	6,4%

Değerleme Çarpanları	2022	2023	2024	2025T
F/K	4,14	1,88	3,30	4,04
FD/FAVÖK	3,99	3,57	3,90	3,84
FD/Satışlar	1,07	0,94	0,87	0,81
F/DD	1,17	0,73	0,60	0,52

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	17,44	21,88	20,79	12,95
\$ Getiri (%)	16,00	15,95	3,84	-6,37
BIST-100 Relatif (%)	9,11	-0,98	5,20	-1,60



Kaynak: Türk Hava Yolları, KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım

Tavsiye Listesi

1 Eylül 2025

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	68,25	82,47	354.900	428.846	20,8%	8,23	1,37
GARAN	AL	144,10	164,52	605.220	690.977	14,2%	6,00	1,60
HALKB	TUT	26,76	21,45	192.265	154.148	-19,8%	10,18	1,14
ISCTR	AL	15,05	20,07	376.250	501.715	33,3%	8,15	1,04
TSKB	AL	14,51	15,86	40.628	44.407	9,3%	3,33	1,03
VAKBN	TUT	28,80	28,73	285.579	284.916	-0,2%	5,57	1,16
YKBNK	AL	32,88	36,77	277.739	310.595	11,8%	8,08	1,25
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	183,30	243,75	464.830	618.125	33,0%	-	0,78
SAHOL	AL	94,20	146,24	197.855	307.167	55,2%	-	0,62
TAVHL	AL	253,50	371,00	92.092	134.776	46,3%	50,54	1,31
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	135,80	200,20	25.999	38.328	47,4%	31,20	1,17
AKSEN	AL	38,60	55,00	47.337	67.450	42,5%	35,81	0,97
ARCLK	AL	137,00	185,00	92.575	125.010	35,0%	-	1,34
ASELS	AL	183,30	240,00	835.848	1.094.400	30,9%	50,43	4,95
BIMAS	AL	530,00	730,66	318.000	438.395	37,9%	25,72	2,35
COLLA	AL	49,30	75,00	137.945	209.847	52,1%	13,88	2,21
CIMSA	AL	48,40	63,00	45.767	59.576	30,2%	31,86	1,58
DOAS	AL	189,10	259,90	41.602	57.179	37,4%	12,73	0,69
EREGL	AL	29,86	39,70	209.020	277.908	33,0%	39,98	0,78
FROTO	AL	111,70	143,00	391.966	501.800	28,0%	12,79	2,79
KRDMD	AL	29,40	37,98	22.939	29.630	29,2%	-	0,56
MGROS	AL	485,75	750,00	87.947	135.790	54,4%	17,49	1,32
PETKM	TUT	20,00	21,53	50.688	54.561	7,6%	-	0,78
PGSUS	AL	249,00	365,60	124.500	182.801	46,8%	8,14	1,28
SELEC	TUT	86,60	110,00	53.779	68.310	27,0%	44,89	2,01
SISE	AL	40,70	55,00	124.673	168.470	35,1%	49,95	0,57
TCELL	AL	94,80	136,60	208.560	300.523	44,1%	8,99	0,95
THYAO	AL	335,00	495,50	462.300	683.795	47,9%	4,57	0,61
TOASO	AL	250,25	284,70	125.125	142.350	13,8%	128,03	2,59
TTKOM	AL	55,55	72,50	194.425	253.744	30,5%	18,08	1,08
TUPRS	AL	172,20	237,80	331.794	458.185	38,1%	16,53	1,08
ULKER	AL	113,40	170,00	41.876	62.778	49,9%	7,21	1,16
VESBE	AL	13,42	17,00	21.472	27.204	26,7%	-	0,60
ZOREN	TUT	3,80	4,20	19.000	21.000	10,5%	-	0,30

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com