

Aylık Strateji

Ekim 2025

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

Fed faiz indirimlerine başladı...

ABD'de ağustos ayında yapılan revizyonlar sonrası Eylül ayında açıklanan veriler de istihdam piyasasının yavaşladığına işaret etti. Fed eylül toplantısında, bağımsızlık tartışmaları altında piyasa beklentilerine paralel politika faizini 25 baz puan indirerek %4,00-%4,25 seviyesine çekti. 9 ay sonra ilk faiz indirim kararı 11'e karşı 1 oyla alındı. Trump'ın Fed Yönetim Kurulu üyeliğine atadığı Stephen Miran, 50 baz puanlık indirimden yana oy kullandı. Açıklanan geleceğe dönük projeksiyonlarda; büyüme beklentileri yukarı, faiz beklentileri aşağı yönlü revize edilirken enflasyon beklentileri ise 2026 yılı beklentisi hariç (%2,4'ten %2,6 ya yükseltildi) sabit bırakıldı. Fed'in basın konferansında Başkan Powell istihdam piyasasında aşağı yönlü risklerin, enflasyon üzerinde ise yukarı yönlü risklerin canlı olduğunu ve 25 baz puanlık faiz indiriminin değişen risk dengesi için doğru bir karar olduğunu belirtti. Projeksiyonlardaki değişikliklere bakıldığında ise Fed, yıl sonuna kadar 50 baz puanlık ek faiz indiriminin sinyalini verdi. Trump'ın 2 Nisan'da yaptığı açıklamadan bu yana piyasaları baskılayan tarifeler konusunda ABD'nin başta AB, İngiltere ve Japonya olmak üzere diğer ticaret partnerleriyle yaptığı anlaşmalar, piyasalar üzerindeki baskının hafiflemesine neden oldu. Çin ile yapılan görüşmeler devam ederken karşılıklı tarifelerin ilk açıklanan oranların oldukça altında devam etmesi de risk iştahını pozitif yönde desteklemektedir. Başta Rusya-Ukrayna savaşı olmak üzere risk iştahını etkileyen jeopolitik riskler devam etmektedir. 15 Ağustos'ta Alaska'da düzenlenen Trump-Putin zirvesi sonrası oluşan olumlu hava savaşın tekrar sertleşmesi nedeniyle yerini olumsuzluğa bırakmıştır. ABD Başkanı Trump, Rusya'yı barışa ikna etmek için Rusya'nın enerji ihracatını kısıtlamaya yönelik adımlar açıklamaktadır. Bu durumun kısa vadede risk iştahı üzerindeki baskıyı devam ettirmesi beklenmektedir.

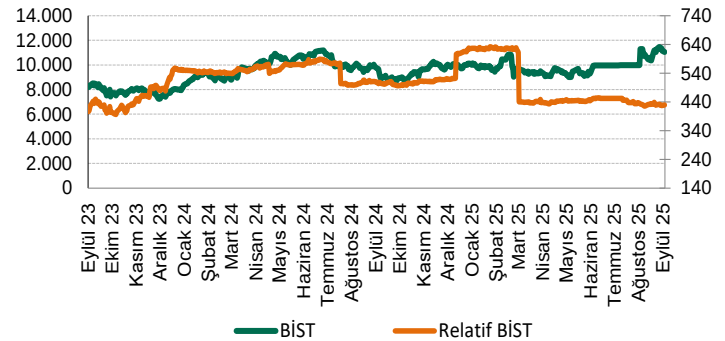
Yurt içinde ise; temmuz toplantısıyla tekrar faiz indirimlerine başlayan TCMB, eylül toplantısında politika faizini piyasa beklentilerinin üzerinde 250 baz puan indirimle %40,5 seviyesine çekti. TCMB, enflasyon eğilimi ve talep koşullarındaki gerilemeye bağlı olarak faiz indirimlerine devam edildiğini belirtti. Ancak, gıda enflasyonundaki yüksek seyir ile hizmet enflasyonundaki atalete dikkat çeken TCMB, gelecekteki faiz indirimlerinin enflasyondaki gelişmelere bağlı olacağını altını çizerek toplantı metninde daha şahin bir ton seçti. Bu beklentiler ışığında, TCMB'nin enflasyon gelişmelerine paralel yılın son iki toplantısında da faiz indirimlerine devam edeceğini ve yılı %36 seviyelerinde bir politika faizi ile tamamlayacağımızı düşünüyoruz.

Global piyasalarda ana gündemi; eylül ayı itibarı ile faiz indirimlerine başlayan Fed'in 28-29 Ekim tarihlerinde gerçekleştireceği toplantı öncesinde başta enflasyon ve istihdam olmak üzere açıklanacak makro veriler ile Fed üyelerin yapacağı açıklamaların oluşturması bekleniyor. Ekim ayında toplantısı olan büyük merkez bankalarından Fed'in faiz indirimine devam etmesi, AMB ve Japonya Merkez Bankası'nın faizleri sabit tutması bekleniyor. Diğer yandan Başkan Trump'ın tarifeler konusunda yapacağı açıklamalar ve Rusya-Ukrayna savaşına yönelik gelecek açıklamalar da yakından takip edilecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	11.012	-2,44%	12,0%
BIST - 100, USD	265	-3,8%	-4,8%
MSCI Turkey	296.650	-0,7%	-0,8%
MSCI EMEA	250	5,3%	22,6%
MSCI EM	1.346	7,0%	25,2%
Gösterge Tahvil	39,38%	45bps	-118bps
USD/TL	41,5068	1,37%	17,65%
EUR/TL	48,7512	2,02%	32,71%
F/K			
Bankacılık	6,6		
Sanayi	116,2		
Demir&Çelik	49,5		
GYO	9,9		
Telekom	11,6		
2025T F/K	16,6		

*Kapanış 30 Eylül 2025

BIST & Portföy



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

Yurt içinde ise; başta 3 Ekim'de açıklanacak eylül ayı enflasyon verisi olmak üzere gelecek makro veriler, TCMB'nin 23 Ekim toplantısından çıkacak faiz kararı ve ileriye dönük verilecek mesajlar yakından takip edilecektir. Ayrıca, yolsuzluk soruşturmaları kapsamında ortaya çıkabilecek haber akışları ve başta Rusya-Ukrayna savaşı, Orta Doğu ve Suriye'deki gelişmeler olmak üzere jeopolitik riskler de yakından takip edilecektir. Son olarak, 17 Ekim'de S&P'nin Türkiye kredi notunu gözden geçirmesi bekleniyor. Her ne kadar not artışı ihtimali zayıf olsa da ileriye dönük verilecek mesajlar piyasalar için önem arz edecektir.

Eylül ayında muhalefet partisinin kurultay davaları ile dalgalı bir seyir izleyen BIST 100 Endeksi, ay sonuna doğru Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın ABD Başkanı Trump ile görüşeceği haberleri ile toparlansa da artan kar satışlarıyla ayı %2,44 düşüşle 11.012,12 puandan tamamladı. Sınai endeks ayı %2,65 düşüşle tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %4,48 düşüşle negatif ayrıştı.

Temmuz toplantısıyla birlikte faiz indirim döngüsüne giren ve Eylül ayında da indirimlere devam eden TCMB'nin, enflasyondaki gerilemeye paralel olarak kalan iki toplantıda da faiz indirimlerine devam etmesini bekliyoruz. Global tarafta ise Fed'in Eylül toplantısıyla faiz indirimlerine başlamasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarının artması ve TL varlıklarının da bundan olumlu etkilemesi beklenmektedir.

Fed'in faiz indirimlerine başlaması, jeopolitik tarafta mevcut durumun iyileşmesi, tarifeler konusunda belirsizliklerin ortadan kalkması ve yurt içinde yeni bir şok dalgası yaşanmaması durumunda; TCMB'nin gevşeme döngüsüne devam etmesinin etkisiyle yılın son çeyreğinde ekonomide yeni bir dengelenme döneminin başlayacağını, bunun da başta bankacılık sektörünü, sonrasında ise reel sektörü olumlu etkileyeceği görüşümüzü koruyoruz. Bu gelişmelerin ışığında BIST'te Ekim ayında pozitif dalgalı bir seyir izlenmesini bekliyoruz. Piyasada dönem dönem geri çekilmeler olsa da orta-uzun vade için kademeli alım önerimizi koruyoruz.

Bu değerlendirmeler ışığında; BIST100 Endeksi için 12 aylık 13.500 puan olan hedefimizi ve hedef değerimizin cari endekse göre %23 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey Endeksi 2025T 8.80x ve 1.00x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 42,6% ve 49,6% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde değişiklik yapmıyoruz.

Piyasa Riskleri

- Başta Rusya-Ukrayna olmak üzere Orta Doğu gibi kriz bölgelerinde sıcak çatışma risklerinin genişleyerek yayılması,
- Beklentilerin üzerinde gelen enflasyon verileri nedeniyle Fed'in faiz indirimlerine ara vermesi,
- İlerleme kaydedilen tarifeler konusunda Başkan Trump'ın yeni açıklamalar ile ticaret savaşlarının tekrar gündeme gelmesi,
- TCMB'nin faiz indirim döngüsünün, enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi nedeniyle sektöre uğraması,

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	62,70	82,47	31,5%	-8,1%	-5,8%
ASELS.TI	215,00	240,00	11,6%	17,3%	20,2%
CIMSA.TI	47,10	63,00	33,8%	-2,7%	-0,2%
FROTO.TI	99,05	143,00	44,4%	-11,3%	-9,1%
ISCTR.TI	14,15	20,07	41,8%	-6,0%	-3,6%
MGROS.TI	445,00	750,00	68,5%	-8,4%	-6,1%
SAHOL.TI	86,80	146,24	68,5%	-7,9%	-5,5%
TCELL.TI	97,85	136,60	39,6%	3,2%	5,8%
THYAO.TI	315,00	495,50	57,3%	-5,0%	-2,6%
Ortalama				-3,2%	-0,8%

*Kapanış 30 Eylül 2025

Eklenen

-

Çıkan

-

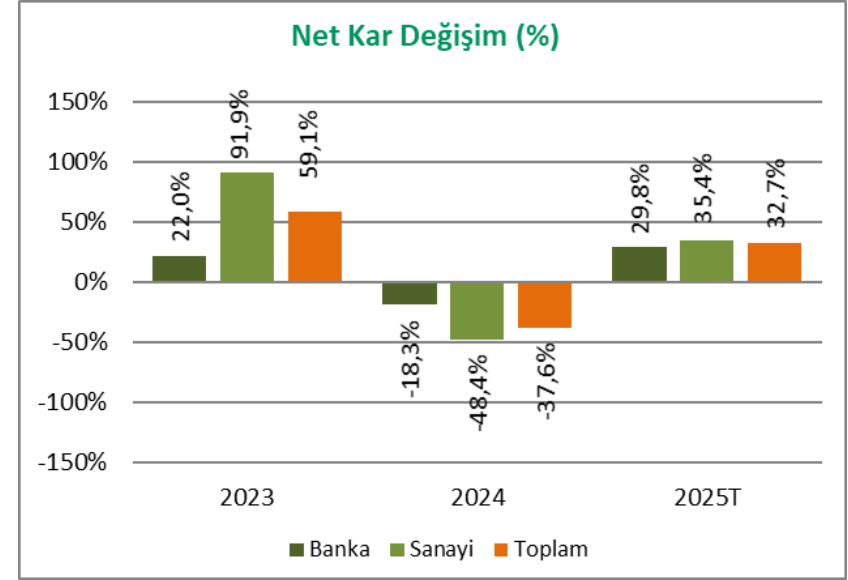
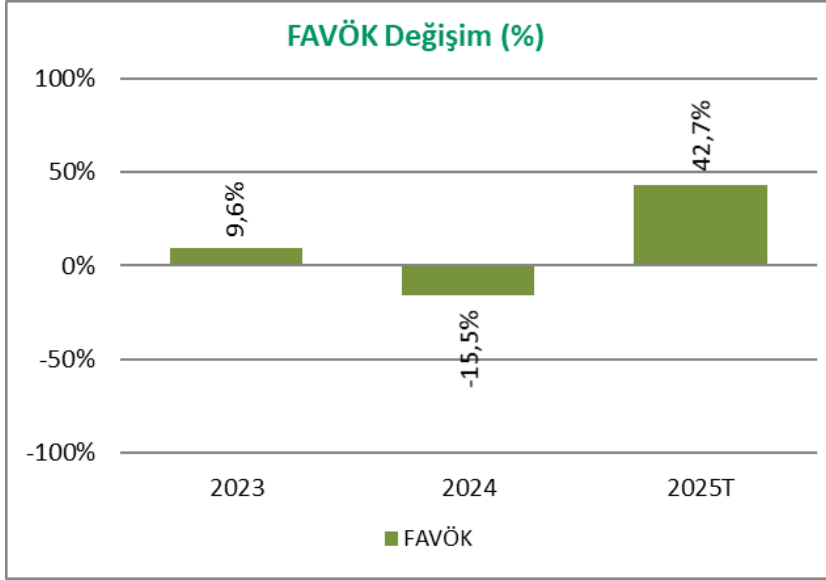
Değişmeyen

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.

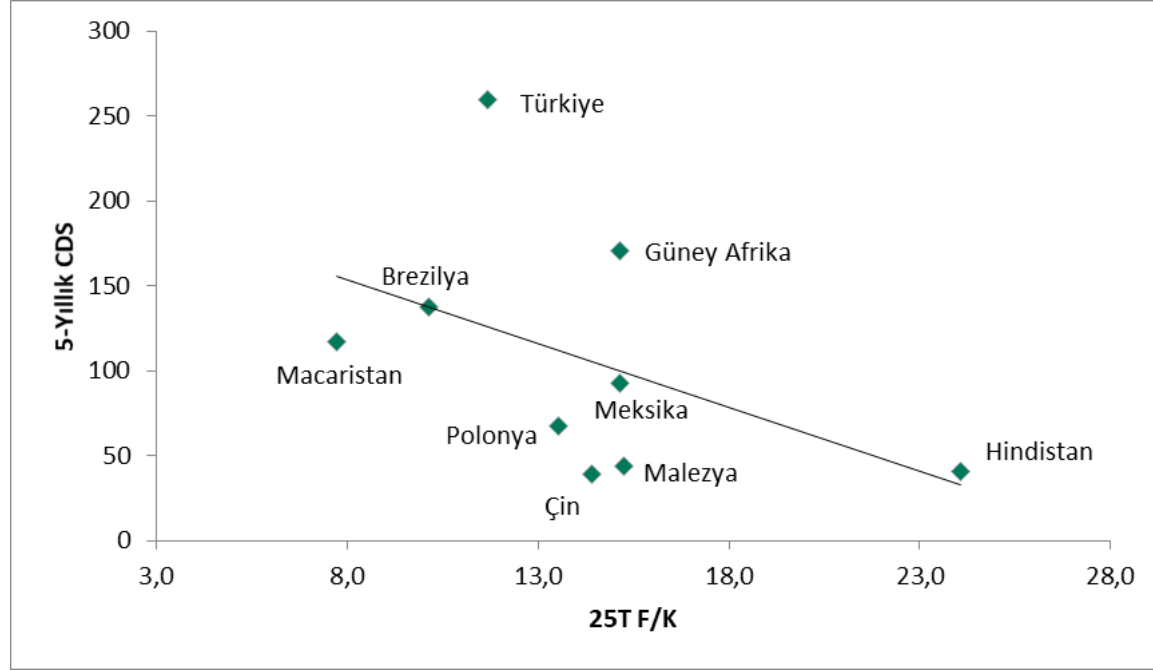
Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %4,3 düşüş göstermesiyle birlikte MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %20,1, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %22,6 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	-0,7%	7,6%	-4,3%	-0,7%
MSCI Gelişen Pazarlar	7,0%	10,1%	15,0%	25,0%
MSCI EMEA	5,3%	8,0%	17,3%	22,4%
MSCI Doğu Avrupa	1,0%	0,2%	34,1%	46,7%
MSCI Dünya	3,1%	7,0%	15,7%	16,1%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	7,7%	2,3%	20,1%	26,0%
MSCI EMEA	6,0%	0,4%	22,6%	23,3%
MSCI Doğu Avrupa	1,7%	-6,9%	40,1%	47,8%
MSCI Dünya	3,8%	-0,6%	20,9%	17,0%

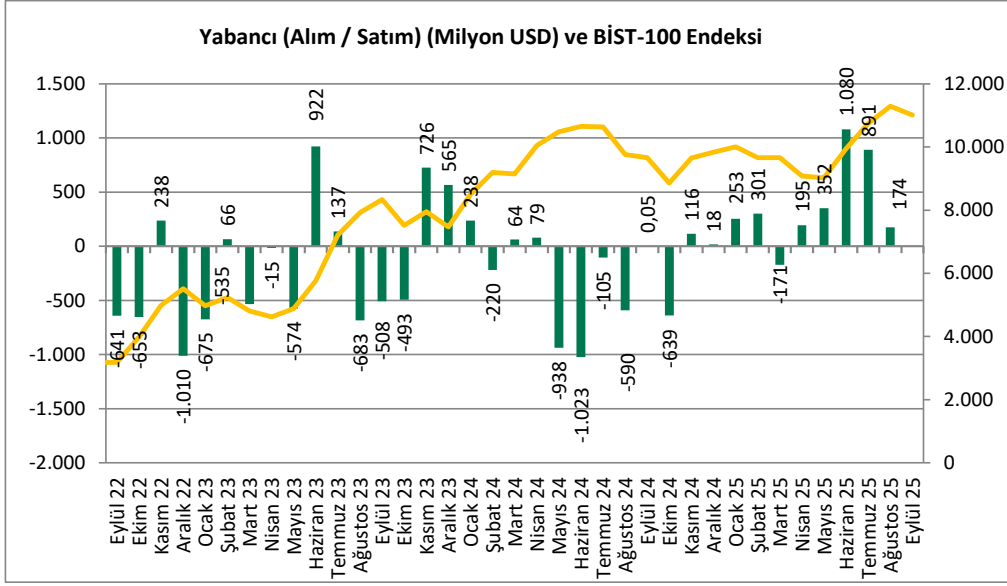
30 Eylül 2025 itibariyle

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

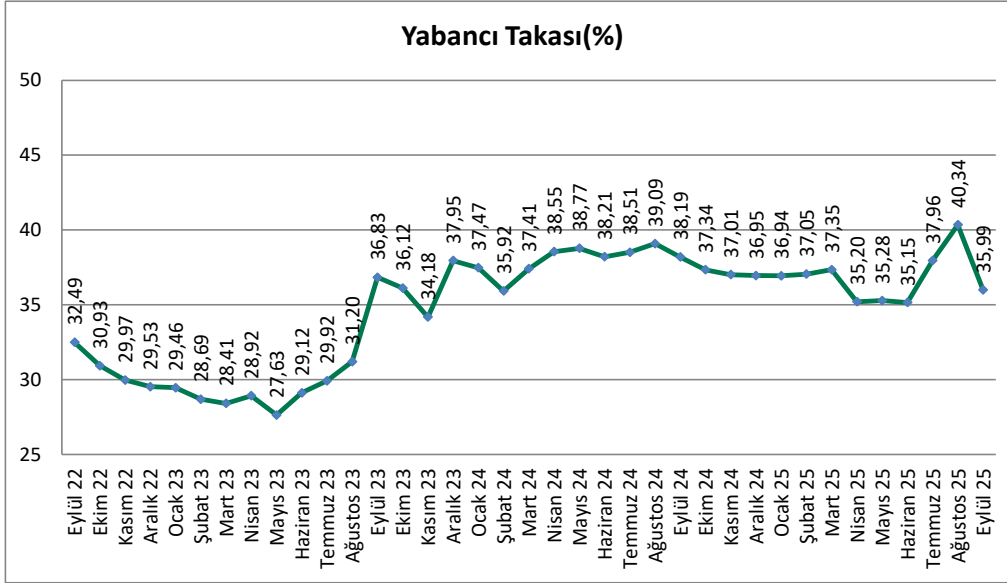


30 Eylül 2025 itibariyle

Yabancı payı...

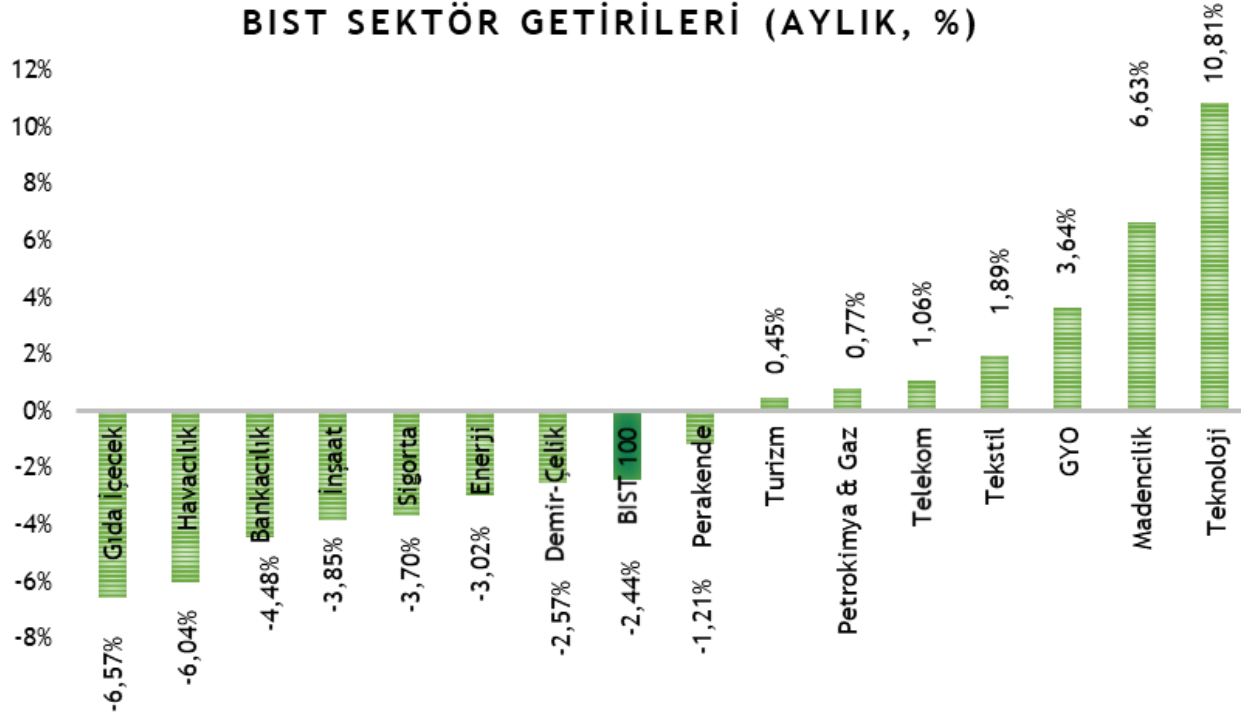


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2025 Ağustos ayında toplam 174 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2025 yılı Eylül ayında %35,99 seviyesine geriledi.

Sektör Getirileri...



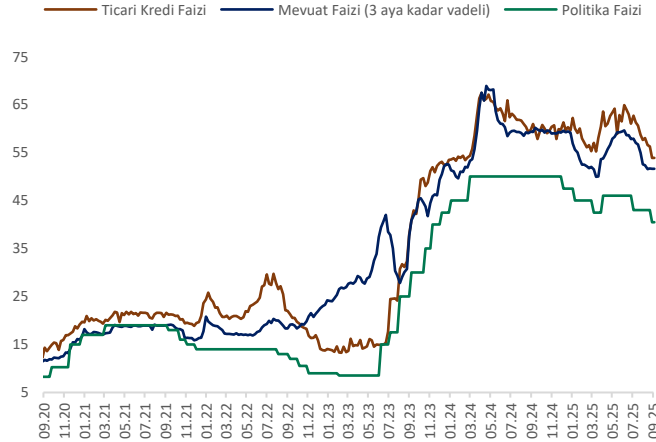
- Borsa İstanbul'da Eylül 2025 sonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör aylık %10,81 yükselişle Teknoloji sektörü olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Eylül

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), eylül toplantısında politika faizini piyasa beklentisinin üzerinde 250 baz puan indirerek %40,5 seviyesine çekti. Beklenti üzeri faiz indirimine rağmen metnin genelinde para politikası duruşu açısından şahin bir ton tercih edilmiştir. Detaylara baktığımızda; ağustos ayında enflasyon ana eğiliminin yavaşladığı belirtiliyor. Faiz indiriminde beklenti üstü alınan kararın temel gerekçesi de bu detayda saklı. Para politikası duruşunu enflasyon odaklı belirleyeceğini belirten TCMB, ağustos enflasyonundaki ana eğilimde yavaşlama nedeniyle bu seviyede bir indirime gitmiştir. Bir diğer neden ise talep koşullarındaki zayıf seyrin sürdüğü ve büyümenin öngörülerin üzerinde gerçekleştiğidir. Talep ve enflasyon bazlı büyümeden, üretim yanlı büyümeye geçilmesi enflasyonist baskıları zayıflatıyor. Metnin buraya kadar olan kısmı pozitif havayı ve indirimin nedenlerini yansıtırken bundan sonraki kısım ihtiyatlı duruş ve şahin söyleme evrilmiş. Dikkati çeken ilk nokta gıda fiyatları ve hizmet enflasyonundaki ataletin riskleri canlı tuttuğuna yönelik söylem. Gıda enflasyonu alt kalemleri de incelendiğinde yıllık enflasyona belirgin bir biçimde katkı sağlamaya devam ediyor (gıda ve alkolsüz içecekler aylık trendi manşet enflasyonun üzerinde, %3,02). Öte yandan hizmet enflasyonu yılbaşından bu yana düşüş kaydetse de yıllık %45,77 seviyesi ara hedeflerden oldukça uzak. Buradaki riskler yönetilebilir seviyeye yakınsamadan yapılacak ölçsüz faiz indirimleri, dezenflasyonu sekteye uğratacaktır. İkinci vurgu ise fiyatlama davranışları, enflasyon beklentileri ve küresel gelişmelere yapılmıştır. Aktarım mekanizmasının etkin çalışması, beklenti kanalında daha belirgin bir enflasyon düşüşü gerektirse de 12-24 aylık enflasyon beklentileri hedeflendiği ölçüde geri çekilmemiştir. Ayrıca bu beklentilerdeki katılık fiyatlama davranışları üzerinde yukarı yönlü baskıları arttırmaktadır. Küresel belirsizlikler bu baskılara eklenince risk unsurlarının hala canlı olduğunu görüyoruz.

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

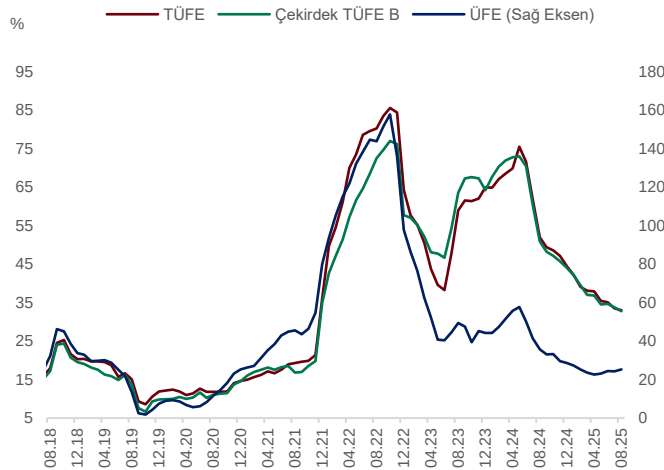


Makroekonomik Görünüm

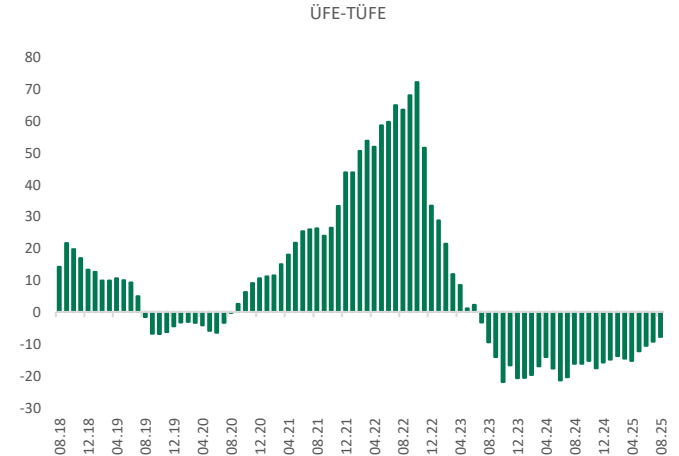
Enflasyon – Ağustos

TÜFE ağustosta bir önceki aya göre %2,04 artarken yıllık enflasyon %32,95 seviyesinde gerçekleşti (önceki %33,52). Piyasa ve bizim beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen enflasyon rakamları, iç talepteki canlılığın sınırlı da olsa devam ettiğini gösteriyor. Endekste %55,52 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %36,43 yükseldi. Düşük gelir grubunun harcama sepetinde yüksek ağırlığa sahip kalemlerin ortalama enflasyonu manşet rakamların oldukça üzerinde seyrediyor. Aynı dönemde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %2,07 olurken yıllık enflasyon %32,71 düzeyinde gerçekleşti. Sepette yüksek ağırlığa sahip ürünlerde hem atalet hem de yönetilen/yönlendirilen fiyat etkileri devam ediyor. Özellikle gıda ve alkolsüz içecekler ile alkollü içecekler ve tütün bu ay sırasıyla %3,02 ve %6,04 yükseliş kaydetti. Bunu konuttaki aylık %2,66 yükseliş takip ediyor. Aylık %2,04 enflasyonun 1,4 puanı bu üç kalemden, kalan 0,65 puan ise diğer alt kalemlerden geliyor. Toplam etki yıllık bazda değerlendirildiğinde alkollü içecekler ve tütünün etkisi sınırlı kalırken, yerini ulaştırma kalemi alıyor. Yıllık %32,95 enflasyona katkıları değerlendirildiğinde konut, gıda ve ulaşırmadan toplam 20,2 puanlık katkı geliyor. Talep yönlü enflasyon kontrol altına alınsa da maliyet/arz yönlü baskılar ve hizmet enflasyonu, enflasyon hedeflerini sekteye uğrattıyor. Hizmet enflasyonunda belirgin iyileşmeye rağmen yıllık %45,77 seviyesindeki enflasyon, beklentiler kanalının aşağı yönlü kısıtlımını engelliyor. Son üç aylık enflasyon birlikte değerlendirildiğinde, TCMB tahminleriyle uyumlu bir patikaya evirildiğimizi söyleyebiliriz. Sıkı duruş, dezenflasyon sürecini devam ettirse de uyarlanma hızı yavaşlamıştır. Bu yavaşlama beklentilerimiz dahilindeydi. 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. Politik gelişmeler ve küresel dalgalanmalar, tahminlerde sapma yaratsa da yıl sonunda piyasa beklentilerine yakın (+/-2 puan) bir enflasyon kapanışı yapacağız.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

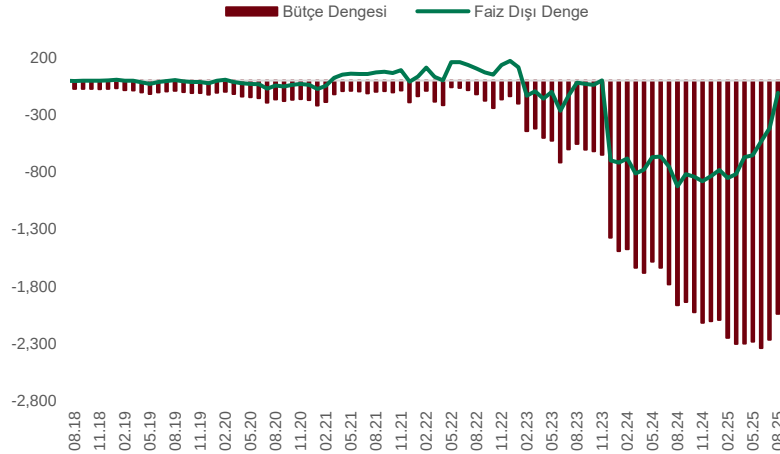


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Ağustos

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı ağustos ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.288 milyar TL, bütçe giderleri 1.191,3 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.011,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe fazlası 96,7 milyar TL olurken faiz dışı denge 276,4 milyar TL fazla vermiştir. Bu ayki ivmenin arkasında temel olarak 293 milyar TL seviyesindeki kurumlar vergisi tahsilatı var. Bu mevsimsel etkiden arındırıldığında bütçede yataya yakın ve açık seyir devam ediyor. Öte yandan cari transferler tekrar 450 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Bu kalemden ağustosta Elektrik Üretim AŞ'ye 27 milyar ve BOTAŞ'a 18 milyar TL cari transfer yapılmıştır. Ocak-Ağustos döneminde BOTAŞ ve Elektrik Üretim AŞ'ye toplam 266,7 milyar transfer gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde toplam faiz giderlerinin 1,42 trilyon TL olduğunu hesaplarsak, bütçe üzerinde kamu borçlanma faizi ve kamu kurumlarına transferlerin ilk sekiz aydaki toplam yükü yaklaşık 1,7 trilyon TL olmuştur. Bunlar hariç tutulduğunda çekirdek gelir-gider dengesinde bütçe performansı gayet iyi durumda. Özellikle gelir vergisindeki toparlanma ve kurumlar vergisi tahsilatındaki yıl boyu performans göz önünde bulundurulduğunda çekirdek denge OVP hedeflerine doğru yakınıyor. Enflasyonun hem para hem de maliye politikası üzerindeki bozucu etkisini bütçe rakamlarında görüyoruz. Borçlanma faizlerinin yüksek seyri, bütçe üzerindeki faiz baskısını arttırıyor. Mali disiplin hedeflerine ulaşmada fiyat istikrarının ön koşul olduğunu görüyoruz. Fakat enflasyonun son 10 yıl ortalamasının oldukça üzerinde seyrettiği bu dönemde nedenselliğin yönü kamu maliyesinden fiyat istikrarına doğru evrilmiş durumdadır. Özetle maliye politikası kaynaklı enflasyonun yavaşlaması ile fiyat istikrarı ve akabinde mali disiplin gelecektir. Yılın geri kalanında TCMB'nin faiz indirimlerini takiben borçlanma faizlerinde ve risk primlerindeki düşüş sonrası bütçe üzerindeki faiz baskısı hafifleyecektir. Bu indirimler, 2026-2027 mali görünümüne yansıyacak olsa da beklenti yönetimi açısından kritik önem taşıyor. Hem kamu maliyesi hem de para politikasının 2025 son çeyrek itibarıyla daha istikrarlı bir görünüme gireceğini düşünüyoruz.

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

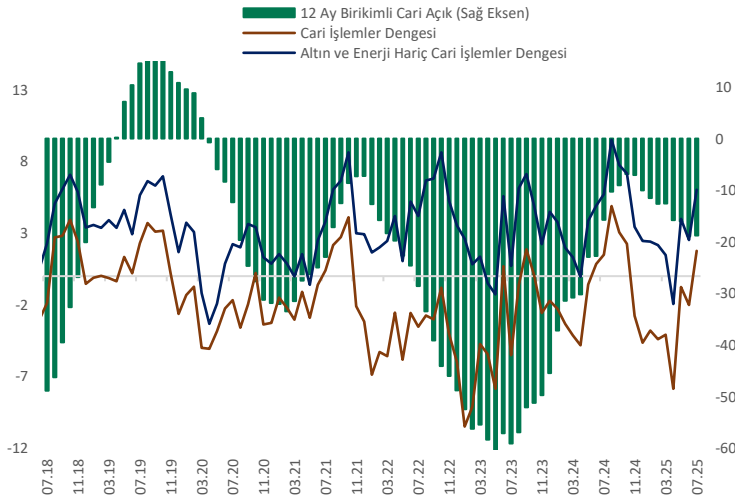


Makroekonomik Görünüm

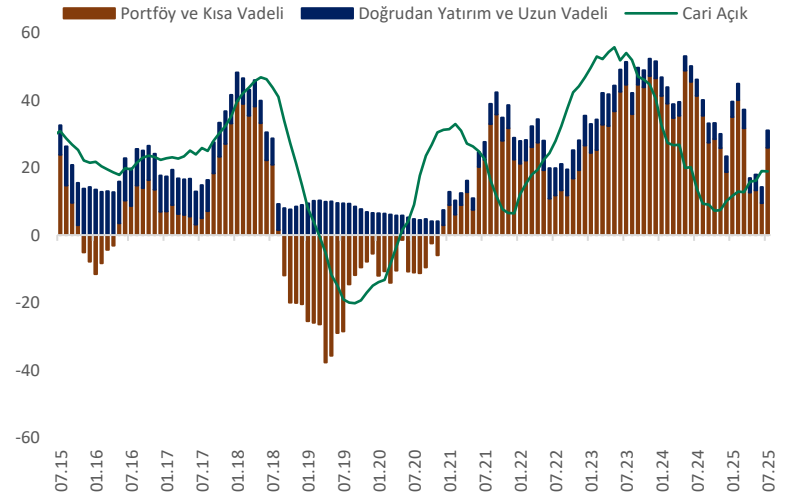
Ödemeler Dengesi - Temmuz

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre temmuz ayı cari işlemler dengesi 1.766 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 18.786 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (önceki 19.160 milyon). Hem piyasa hem de bizim beklentimizin üzerinde bir iyileşme mevcut. Cari dengenin her iki ana kaleminden gelen katkı bu gelişmede etkili oldu. Dış ticaret açığında önceki yıla göre %11,8 azalışa karşın hizmetler dengesinde yaklaşık 8 milyar ABD doları giriş cari fazlayı beraberinde getirmiştir. Cari dengede 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. İthal talebinde canlanma yaşansa da özellikle üçüncü çeyrekte bu durum hizmetler dengesindeki güçlü girişlerle telafi edilecektir. Yılın son çeyreğinde ise ödemeler dengesinde görece negatif bir atmosfer hâkim olacaktır. Faiz indirimlerine ölçülü ve ihtiyatlı şekilde devam eden merkez bankası, ödemeler dengesindeki gelişmeleri de yakından takip ediyor. Gerçekleşen cari denge detaylarına baktığımızda, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 4.635 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 8.024 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 62,7 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 62 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin yaz aylarından itibaren ivme kazanacağını tahmin ediyoruz. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 6.029 milyon ABD doları fazla vermiştir. Çekirdek cari denge diyebileceğimiz bu gösterge, ödemeler dengesinin oynak kalemlerden arındırıldığında fazla verdiğini gösteriyor. Fakat para politikasındaki gelişmeler, ötelenen taleplerin realize edilmesi ve faiz indirimleri ödemeler dengesi üzerindeki riskleri canlı tutuyor.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

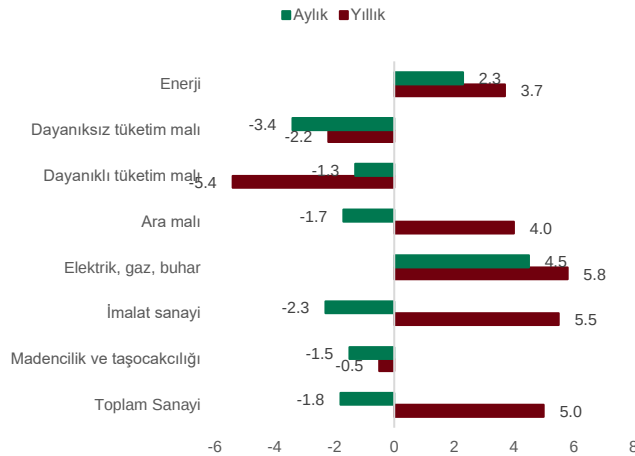


Makroekonomik Görünüm

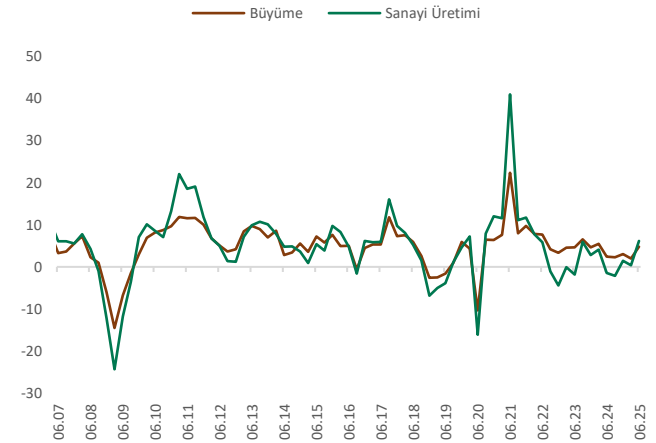
Sanayi Üretimi - Temmuz

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim temmuzda bir önceki aya göre %1,8 düşüş kaydetti. Aylık üretimdeki yavaşlama yıllık üretim artışını %5 seviyesine çekti (önceki %8,5). İkinci çeyrekte faiz indiriminin yaklaşması ile güçlü toparlanma kaydeden üretim verileri, büyümeye güçlü katkı sağlamıştı. Mart dönemindeki siyasi ve jeopolitik gelişmeler bu ivmeyi yavaşlatsa da büyüme üretim öncülüğünde sağlandı diyebiliriz. Faiz indirim hızının beklentilerden düşük kalma ihtimali ve enflasyon görünümünde yılın geri kalanında daha sakin bir seyir öngörüsü ile üretimde yavaşlama bekliyoruz. Çıktı açığının negatif bölgede seyredecek olması da bu senaryoyu destekliyor. 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. Fakat yıllık üretim ivmesinde zirve seviyeleri test ettiğimizi ve dengelenmenin %5 seviyelerinde olacağını önceki raporlarımızda belirtmiştik. Gerçekleşen sonuçlar bu tahminleri destekler nitelikte. 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. Her ne kadar bu temel senaryo gücünü korusa da siyasi çalkantılar ve küresel kutuplaşma faiz indirimlerinin üretim üzerindeki pozitif ivmesini sınırlayabilir. Bu kapsamda temkinli duruşu önceliklendiren TCMB'nin para politikasını bu kapsamda esnetebileceğinin altını çizmek isteriz.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef : 82,47 TL)

Getiri Potansiyeli: %31

Net kar 2Ç' de beklentilere paralel gerçekleşti

Banka organik büyüme stratejisini takiben, 2025 yılında müşteri karlılığında artışı sağlama hedefi ile öne çıkmaktadır ve düşük 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).

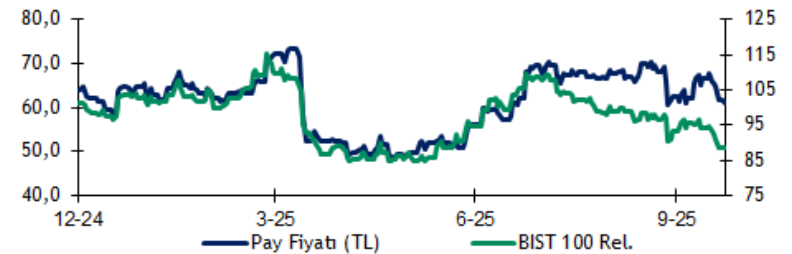
Aktif kalitesinde güçlü tahsilat performansı. 2Ç25 itibarıyla TGA rasyosu %3,4 olup (1Ç25 : %3,3) ikinci grup kredilerin ağırlığı %5,3 seviyededir (1Ç25: %6,5). Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	326.040	Beta (12A)	1,33
Piyasa Değeri (USD mn)	7.857	Ort. Günlük Hacim	6.000
Kapanış	62,70	Yabancı Payı	46,5%
12 Ay Yüksek	74,54	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	45,11	Ağırlık	5,20%

(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	5,8	4,1
F/DD	0,90	1,40	1,18	0,98



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-8,1	-8,1	20,0	4,1
US\$ Getiri (%):	-9,3	-12,0	9,7	-14,5
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-5,8	-16,9	5,3	-8,7

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

Aselsan (AL, Hedef: 240,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %11,6

İhracat odaklı büyüme stratejisini kararlılıkla sürdürüyor...

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.

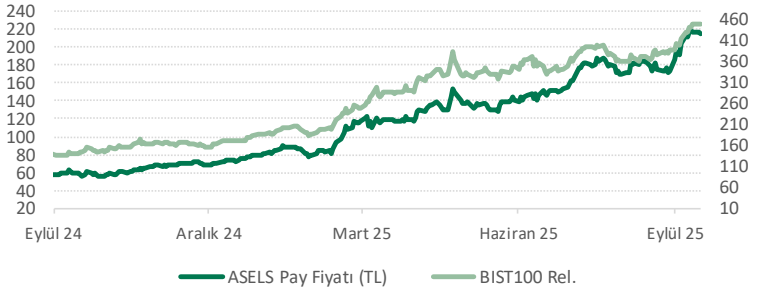
2Ç25'te Aselsan'ın TMS-29 etkisi dâhil net satış gelirleri 29.550mn TL ile piyasa medyan beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir (Beklenti: 28.645mn TL) yıllık %13,3 artışla 29.550mn TL net satış geliri elde etti. Hava Savunma, Elektronik Harp, Elektro-Optik, Radar, Aviyonik, Güvenlik ve Silah Sistemlerine 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.

Aselsan Türkiye'de savunma teknolojisinin gelişimi ve dönüşümünde öncü olmaya devam ediyor. Savunma teknolojilerinde küresel ölçekteki konumunu daha da güçlendirmek amacıyla, Ankara Oğulbey'de, şirkete yatırım amaçlı tahsis edilen 6.500 dönüm büyüklüğünde yeni bir alanı bünyesine katmıştır. Halihazırda 5.000 dönüm açık alanda faaliyet gösteren Şirket, böylece mevcut alanını iki kattan fazla artırmıştır. Bu yeni yerleşkede yapılan 1,5 milyar dolar değerindeki yeni yatırımın temelleri atıldı. Türkiye'de son dönemde yapılan en büyük sanayi yatırımlarından biri olan bu yatırım ile başta ÇELİKKUBBE'yi oluşturacak Hava Savunma Sistemleri olmak üzere birçok kritik teknolojinin daha yüksek adetlerde seri üretimi yapılacaktır; ilave tasarım, test ve üretim yetkinlikleri ve altyapıları kazanılacaktır.

Aselsan için 12 aylık hedef fiyatımız pay başına 240,00 TL seviyesinde bulunurken, hedef pay fiyatımız %11,6 yükseliş potansiyeli taşımaktadır. Aselsan için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	215,00	
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 (%)	49,7%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2022A	*2023A	*2024A	2025T
Satış Gelirleri	112.626	123.969	140.248	176.702
Büyüme		10,1%	13,1%	26,0%
FAVÖK	23.650	26.998	35.275	52.439
FAVÖK Marjı	21,0%	21,8%	25,2%	29,7%
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	*2024A	2025T
F/K	378,6	66,6	45,8	28,1
FD/FAVÖK	2,1	31,0	23,7	16,0
FD/Satışlar	0,4	6,8	6,0	4,7
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: %33,8

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

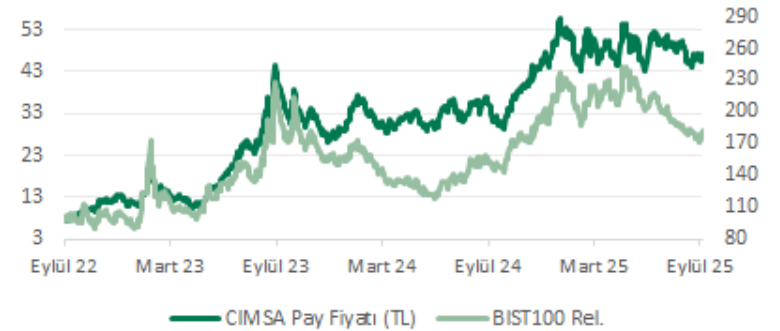
Çimsa, Ağustos ayının ilk haftasında TMS 29 “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama” Standardı uygulanarak enflasyon muhasebesine göre yeniden düzenlemiş finansal sonuçlarını yayınladı.

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).

30 Eylül 2025 tarihi itibarıyla Çimsa hisseleri son bir ayda %2,7 oranında düşüş göstermiştir. Relatif olarak baktığımızda ise; CİMSA son bir ayda BIST 100 endeksine göre %0,2 oranında daha düşük performans göstermiştir.

Çimsa için **63,00 TL** seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve ‘AL’ olan önerimizi koruyoruz. 30 Eylül 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %33,8 oranında kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	CİMSA.IS	Kapanış	47,10	
Piyasa Değeri (Mn TL)	44.537	Son 12 Ay En Yüksek	56,69	
Piyasa Değeri (Mn S)	1.073	Son 12 Ay En Düşük	29,24	
Firma Değeri (Mn TL)	65.298	Beta	1,03	
Firma Değeri(Mn S)	1.595	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	14,7	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	6,7%	
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%
FAVOK	3.080	5.284	5.086	8.575
FAVOK 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 / FAVOK (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	7,6	12,4	16,6	8,7
FD/FAVOK	1,7	12,4	12,8	7,6
FD/Satışlar	0,2	2,2	2,3	1,7
F/DD	2,8	1,7	1,8	1,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-2,7	-1,9	2,3	35,9
S Getiri (%)	-3,9	-6,0	-13,1	11,7
BIST-100 Relatif (%):	-0,2	-11,4	-8,6	19,3



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: 44%

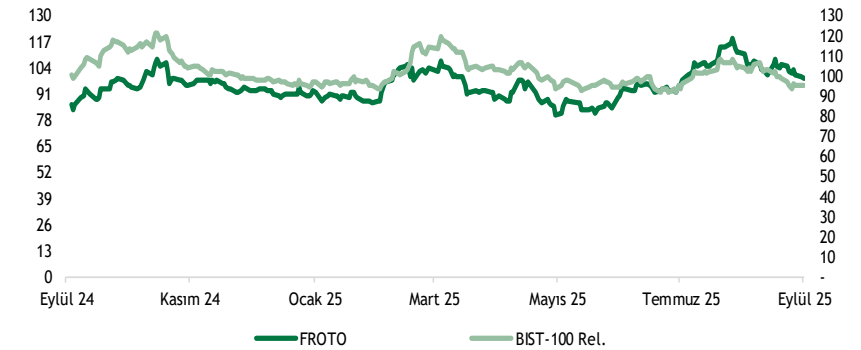
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 143,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 30 Eylül 2025 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2025T 6.8x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 7.8x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %44'e işaret etmektedir.

ODMD verilerine göre; Ford Otosan'ın Ağustos ayında hafif ticari araç pazarında satışları yıllık %10,9 oranında düşüş göstererek 5.180 adede gerilemiştir (Ağustos 2024: 5.814 adet). Ocak - Ağustos 2025 döneminde ise Ford Otosan'ın Hafif Ticari Araç perakende satışları yıllık %11,0'lık yükselişle geçen senenin Ocak - Ağustos dönemindeki 41.496 adetten 46.067 adete yükselmiştir. Ağustos 2025'te Şirket'in pazar payı yıllık daralma göstererek %6,8 olarak gerçekleşmiş olup Ocak-Ağustos 2025 döneminde pazar payı hafif düşüş göstererek %7,7'ye 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 TI/FROTO IS	Kapanış		99,05
Piyasa Değeri (mn TL)	347.576	Son 12 Ay En Yüksek		118,30
Piyasa Değeri (mn \$)	8.374	Son 12 Ay En Düşük		78,85
Firma Değeri (mn TL)	438.206	Beta		0,87
Firma Değeri (mn \$)	10.654	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		32,28
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		38,45
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%	1,6%	2,6%
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	12,5	4,9	8,9	7,8
FD/FAVÖK	13,7	7,1	11,0	6,8
FD/Satışlar	1,4	0,7	0,7	0,5
F/DD	4,7	2,3	3,5	2,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-11,3	11,0	7,5	11,3
\$ Getiri (%)	-12,4	6,3	-8,8	-8,6
BIST-100 Relatif (%)	-9,1	0,3	-4,1	-2,3



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: %42

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 marjında 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/Faaliyet 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.

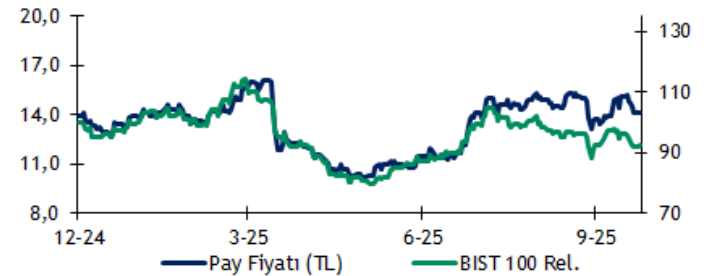
İş Bankası, yıl sonu beklentilerinde daha önce 450 baz puan artış öngördüğü net faiz marjı tahminini 350 baz puan artış olarak revize etti. Ayrıca, ortalama özkaynak karlılığı beklentisini %30 seviyesinden %25 seviyesine indirdi.

Piyasa Değeri (TLmn)	353.750	Beta (12A)	1,23
Piyasa Değeri (USD mn)	8.524	Ort. Günlük Hacim	6.003
Kapanış	14,15	Yabancı Payı	26,0%
12 Ay Yüksek	16,36	Halka Açıklık (%)	31,0%
12 Ay Düşük	10,07	Ağırlık	3,36%

(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	4,2	2,5
F/DD	0,87	1,06	0,89	0,68



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	-6,0	6,0	15,4	2,1
US\$ Getiri (%)	-7,2	1,5	5,5	-16,1
BİST 100 Relatif Getiri (%)	-3,6	-4,2	1,2	-10,4

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Migros (AL, Hedef: 750,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 69%

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

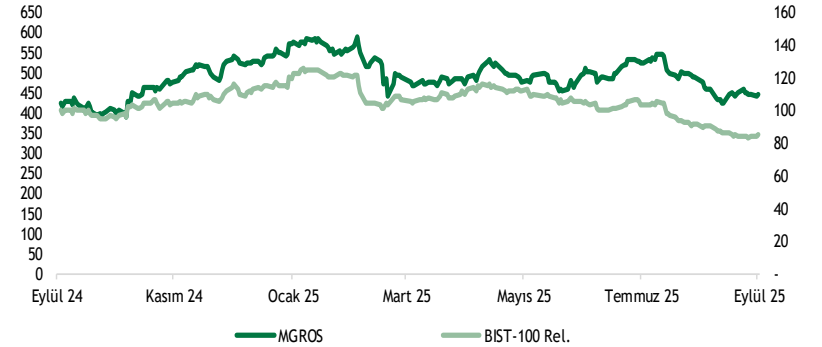
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 750 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 30 Eylül 2025 kapanışı baz alınarak Migros, 2025T 4.3x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 7.7x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %69'a işaret etmektedir.

➤ 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 TI /MGROS IS	Kapanış		445,00
Piyasa Değeri (mn TL)	80.569	Son 12 Ay En Yüksek		591,72
Piyasa Değeri (mn \$)	1.941	Son 12 Ay En Düşük		389,03
Firma Değeri (mn TL)	85.943	Beta		0,91
Firma Değeri (mn \$)	2.076	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		25,80
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		25,48
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%	1,3%
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	6,1	6,3	12,7	7,7
FD/FAVÖK	15,8	18,9	5,4	4,3
FD/Satışlar	0,4	0,3	0,3	0,2
F/DD	2,0	1,1	1,5	1,2
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-8,4	-10,1	-17,5	0,9
\$ Getiri (%)	-9,5	-13,9	-30,0	-17,1
BIST-100 Relatif (%)	-6,1	-18,7	-26,4	-11,4



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: %68,5

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.

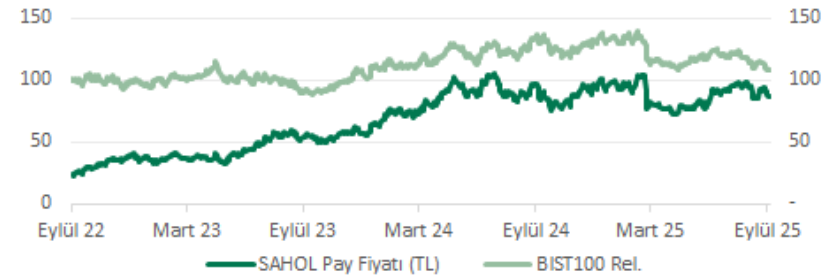
Holding solo net nakit pozisyonu, temettü ödemesi sonrası sürdürülen nakit ile 2024 sonundaki 12,4 milyar TL'den 13,3 milyar TL'ye yükseldi. Net Borç/FAVÖK rasyosu 1,7x olarak Holding'in orta vadeli maksimum 2,0x hedefinin altında kalmayı sürdürdü.

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 30 Eylül 2025 tarihli son kapanış fiyatına göre %68,5 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	86,80	
Piyasa Değeri (Mn TL)	182.313	Son 12 Ay En Yüksek	105,98	
Piyasa Değeri (Mn S)	4.392	Son 12 Ay En Düşük	71,70	
Firma Değeri (Mn TL)	200.911	Beta	1,14	
Firma Değeri(Mn S)	7.581	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	57,6	
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	7,0	10,1		6,8
FD/Satışlar	1,3	1,4		1,4
F/DD	0,5	0,6		0,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-7,9	-3,2	-6,2	-7,5
\$ Getiri (%)	-9,0	-7,3	-20,4	-24,0
BIST-100 Relatif (%):	-5,5	-12,5	-16,3	-18,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Turkcell (AL, Hedef: 136,60 TL)

Getiri Potansiyeli: %39,6

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

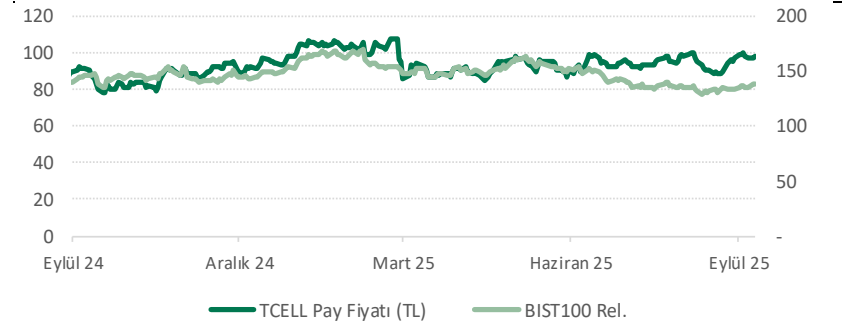
Turkcell, enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 2Ç25 döneminde Şeker Yatırım olarak 3.400mn TL olan beklentimiz ve piyasanın 3.294mn TL beklentisinin üzerinde 4.201mn TL net kar açıkladı (2Ç24: 3.922mn TL). Operasyonel karlılık geçen yıla kıyasla güçlenirken, kur farkı geliri 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 büyümeye 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 marjı elde 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).

Turkcell, BTK ihalesine katılacak. Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu tarafından 16 Ekim'de yapılacak mobil elektronik haberleşme altyapı ve hizmetlerine ilişkin yetkilendirme ihalesine katılma kararı aldığını duyurdu.

TCELL hissesi için pay başına 136,60 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %39,6 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	97,85	
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 (%)	42,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2022A	*2023A	*2024A	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	*2024A	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: 57%

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. 30 Eylül 2025 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız, **Şirket için %57'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2025T F/K 3.75x ve 2025T FD/FAVÖK 3.68x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

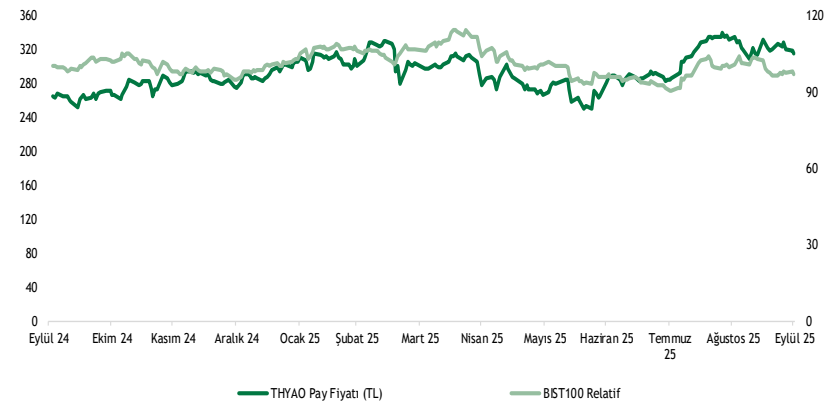
➤ Şirket, Ağustos 2024'e kıyasla Ağustos 2025'te toplam yolcu sayısında yıllık %11,9'luk artış kaydetmiştir. THY'nin Ağustos 2025'teki toplam yolcu sayısı 9.46mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Ağustos 2025'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %63,2'ye ulaşmıştır. THY, Ağustos 2025'te yıllık bazda %10,5 artışla 5.98mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise Ağustos ayında yıllık bazda %14,5 oranında artarak 3.48mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Ağustos 2025'te yıllık bazda 0.9 yp artış göstererek %86,7 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Ağustos 2025'te yıllık bazda %10,5 artış göstermiştir. Şirket, 8A24'e kıyasla 8A25'te toplam yolcu sayısında yıllık %5,8'lik artış kaydetmiştir. THY'nin 8A25'teki toplam yolcu sayısı 60.7mn olarak gerçekleşmiştir. THY, 8A25'te yıllık bazda %7,3 artışla 39mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %3 oranında artış göstererek 21.72mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı 8A25'te yıllık bazda 0.6 yp artış göstererek %82,7 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise 8A25'te yıllık bazda %5,4 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	315,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	434.700	Son 12 Ay En Yüksek	342,72
Piyasa Değeri (Mn \$)	10.473	Son 12 Ay En Düşük	246,66
Firma Değeri (Mn TL)	769.941	Beta	0,95
Firma Değeri (Mn \$)	18.909	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	237,6
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	3,84	1,74	3,06	3,75
FD/FAVÖK	3,82	3,42	3,74	3,68
FD/Satışlar	1,03	0,90	0,83	0,78
F/DD	1,17	0,73	0,60	0,52
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-5,00	12,26	14,75	13,14
\$ Getiri (%)	-6,20	7,51	-2,60	-7,06
BIST-100 Relatif (%)	-2,62	1,41	2,44	-0,69



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

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım								
Tavsiye Listesi								
1 Ekim 2025								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	62,70	82,47	326.040	428.846	31,5%	7,56	1,26
GARAN	AL	139,80	164,52	587.160	690.977	17,7%	5,82	1,55
HALKB	TUT	26,34	21,45	189.247	154.148	-18,5%	10,02	1,12
ISCTR	AL	14,15	20,07	353.750	501.715	41,8%	7,66	0,98
TSKB	AL	13,36	15,86	37.408	44.407	18,7%	3,06	0,95
VAKBN	TUT	25,60	28,73	253.848	284.916	12,2%	4,95	1,03
YKBNK	AL	33,94	36,77	286.693	310.595	8,3%	8,34	1,29
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	172,90	243,75	438.457	618.125	41,0%	-	0,74
SAHOL	AL	86,80	146,24	182.313	307.167	68,5%	-	0,57
TAVHL	AL	240,00	371,00	87.188	134.776	54,6%	47,84	1,24
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mın TL	Hedef PD mın TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	137,60	200,20	26.343	38.328	45,5%	31,62	1,18
AKSEN	AL	37,28	55,00	45.718	67.450	47,5%	34,58	0,93
ARCLK	AL	126,50	185,00	85.480	125.010	46,2%	-	1,24
ASELS	AL	215,00	240,00	980.400	1.094.400	11,6%	59,16	5,80
BIMAS	AL	541,00	730,66	324.600	438.395	35,1%	26,25	2,39
CCOLA	AL	46,00	75,00	128.712	209.847	63,0%	12,95	2,06
CIMSA	AL	47,10	63,00	44.537	59.576	33,8%	31,00	1,54
DOAS	AL	175,90	259,90	38.698	57.179	47,8%	11,84	0,64
EREGL	AL	29,40	39,70	205.800	277.908	35,0%	39,37	0,77
FROTO	AL	99,05	143,00	347.576	501.800	44,4%	11,34	2,47
KRDMD	AL	28,40	37,98	22.158	29.630	33,7%	-	0,55
MGROS	AL	445,00	750,00	80.569	135.790	68,5%	16,03	1,21
PETKM	TUT	18,09	21,53	45.847	54.561	19,0%	-	0,71
PGSUS	AL	216,50	365,60	108.250	182.801	68,9%	7,08	1,11
SELEC	TUT	79,95	110,00	49.649	68.310	37,6%	41,45	1,85
SISE	AL	37,32	55,00	114.319	168.470	47,4%	45,80	0,53
TCELL	AL	97,85	136,60	215.270	300.523	39,6%	9,27	0,98
THYAO	AL	315,00	495,50	434.700	683.795	57,3%	4,30	0,58
TOASO	AL	259,25	284,70	129.625	142.350	9,8%	132,64	2,69
TTKOM	AL	50,80	72,50	177.800	253.744	42,7%	16,53	0,99
TUPRS	AL	186,50	237,80	359.347	458.185	27,5%	17,90	1,17
ULKER	AL	104,50	170,00	38.589	62.778	62,7%	6,65	1,07
VESBE	AL	11,24	17,00	17.984	27.204	51,3%	-	0,51
ZOREN	TUT	3,56	4,20	17.800	21.000	18,0%	-	0,28

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 kullanılmasıyla 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