

Aylık Strateji

Kasım 2025

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

Fed faiz indirimlerine 25 baz puanla devam etti...

Fed Eylül ayında başladığı faiz indirimlerine Ekim ayında da beklentilere paralel 25 baz puan ile devam etti. Fed, ayrıca 1 Aralık'tan itibaren bilanço küçültmeyi durduracağını açıkladı. Faiz indirim kararı 2'ye karşı 10 oyla alındı. Fed üyesi Stephen Miran 50 baz puanlık indirimden yana oy kullanırken Kansas Fed Başkanı Jeffrey Schmid ise faiz değişimi olmaması yönünde oy kullandı. Karar sonrası basın toplantısında konuşan Fed Başkanı Jerome Powell, aralık ayında bir faiz indiriminin daha yapılmasının "kesin olmadığını" söyledi. Açıklamalar sonrası aralık ayı faiz indirim beklentileri %70'lere gerilese de piyasalar hala bir faiz indirimi bekliyor.

Çin'in nadir toprak elementlerine getirdiği sıkılaştırmanın ardından ABD'nin Çin'e getirdiği ek %100 gümrük tarifelerinin devreye girmesine sayılı günler kala ABD Başkanı Donald Trump, Çin Devlet Başkanı Xi Jinping ile 30 Ekim'de Asya-Pasifik Ekonomik İş Birliği zirvesi kapsamında Güney Kore'de bir araya geldi. Toplantı sonrası Trump, nadir toprak elementleri ve kritik mineraller konusunda Çin ile 1 yıllık bir anlaşmaya vardığını ve Pekin'e uygulanan fentanil gümrük vergilerini %20'den %10'a düşürdüğünü açıkladı. Ayrıca, ticaret tansiyonunu hafifletmek için bir dizi anlaşmaya vardıklarını, Xi'nin de soya fasulyesi alımlarına devam etmeyi kabul ettiğini söyledi. ABD ve Çin'in ticaret görüşmelerine geri dönmesinin risk iştahı üzerinde pozitif etki yapması bekleniyor.

Başta Rusya-Ukrayna savaşı olmak üzere risk iştahını etkileyen jeopolitik riskler devam etmektedir. 15 Ağustos'ta Alaska'da düzenlenen Trump-Putin zirvesinin devamı olarak Ekim ayının son haftasında Macaristan'da iki liderin bir araya geleceği beklentisi ortadan kalktı. Ardından hem ABD'nin hem de AB'nin Rusya'ya yönelik yeni yaptırımlar açıklaması, savaşın ve jeopolitik risklerin bir süre daha risk iştahı üzerinde baskı unsuru olmaya devam edeceğini göstermektedir.

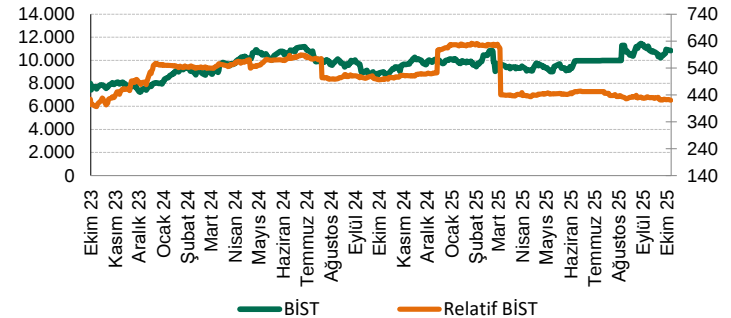
Yurt içinde ise; temmuz toplantısında 300 baz puan ile faiz indirimlerine tekrar başlayan TCMB, eylül ayında 250 baz puan ile indirimlere devam ettikten sonra ekim toplantısında, dezenflasyondaki yavaşlamaya dikkat çekerek faiz indirimini 100 baz puan ile sınırladı. Karar metninde dezenflasyon sürecindeki yavaşlamaya vurgu yapılırken, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarındaki risklere dikkat çekilerek daha şahin bir metin ortaya kondu. 11 Aralık'ta yapılacak yılın son toplantısından önce hem ekim hem de kasım enflasyonunu görececek olan TCMB'nin sınırlı da olsa faiz indirimlerine devam etmesini bekliyoruz.

Kasım ayında başta Fed olma üzere büyük merkez bankalarının toplantısı bulunmamaktadır. Dolayısıyla global piyasalarda ana gündemi; kapalılık durumu devam eden ABD hükümeti nedeniyle açıklanacak kısıtlı veriler, Fed'in 09-10 Aralık tarihlerinde gerçekleştireceği toplantı öncesinde başta enflasyon ve istihdam olmak üzere açıklanacak makro veriler ve Fed üyelerinin yapacağı açıklamaların oluşturması beklenmektedir. Diğer yandan Çin ile devam eden ticaret görüşmeleri, Başkan Trump'ın tarifeler konusunda yapacağı yeni açıklamalar ve Rusya-Ukrayna savaşına yönelik gelişmeler yakından takip edilecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	10.972	-0,37%	11,6%
BIST - 100, USD	262	-1,3%	-6,0%
MSCI Turkey	285.303	-3,8%	-4,6%
MSCI EMEA	253	1,0%	23,8%
MSCI EM	1.402	4,1%	30,3%
Gösterge Tahvil	40,01%	63bps	-55bps
USD/TL	41,8922	0,93%	18,74%
EUR/TL	48,4620	-0,59%	31,92%
F/K			
Bankacılık	5,8		
Sanayi	118,7		
Demir&Çelik	46,5		
GYO	10,5		
Telekom	11,7		
2025T F/K	15,4		

*Kapanış 31 Ekim 2025

BIST & Portföy



TCMB ekim ayında da faiz indirimlerine devam etti...

Yurt içinde ise; makro verileri, TCMB'nin 7 Kasım'da açıklayacağı yılın son Enflasyon Raporu ve 28 Kasım'da açıklayacağı Finansal İstikrar Raporu'nda başta enflasyon olmak üzere ileriye dönük vereceği 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.

Ekim ayında muhalefet partisinin kurultay davaları ile dalgalı bir seyir izleyen BIST 100 Endeksi, ay sonuna doğru TCMB'nin sınırlı da olsa faiz indirimlerine devam etmesi ve mahkemenin ana muhalefet partisinin kurultay davasını reddetmesi ile toparlansa da ayı %0,37 sınırlı düşüş ile 10.971,52 puandan tamamladı. Sınai Endeksi ayı %0,32 artışla tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %3,84 düşüşle negatif ayrıştı.

Temmuz toplantısıyla birlikte faiz indirim döngüsüne başlayan, eylül ve ekim aylarında da indirimlere devam eden TCMB'nin, yılın son toplantısında da faiz indirimlerine devam etmesini bekliyoruz. Global tarafta ise Fed'in aralık toplantısında faiz indirimlerine devam etmesiyle birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarının artması ve TL varlıklarının da bundan olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Fed'in faiz indirimlerine devam etmesi, tarifeler konusunda belirsizliklerin azalması ve yurt içinde ise enflasyonda mevsimsel etkiler nedeniyle aylık bazda yükselişler görülse de enflasyonun ana eğiliminin dezenflasyon sürecine işaret etmesi nedeniyle TCMB'nin gevşeme döngüsüne devam etmesini bekliyoruz. TCMB'nin faiz indirimlerine devam edeceği beklentisiyle ekonomide dengelenme dönemi girileceği, bunun da başta bankacılık sektörü olmak üzere faiz hassasiyeti yüksek sektörleri, sonrasında ise reel kesimi olumlu etkilemesini bekliyoruz. Bu gelişmelerin ışığında BİST'te kasım ayında pozitif dalgalı bir seyir izlenmesini bekliyoruz. Piyasada dönem dönem geri çekilmeler olsa da orta-uzun vade için kademeli alım önerimizi koruyoruz.

Bu beklentiler doğrultusunda; 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 8.69x ve 0.95x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 45,1% ve 54,2% 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,
- ABD'de devam eden hükümetin kapalılık durumu nedeniyle verilere ulaşamayan 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,

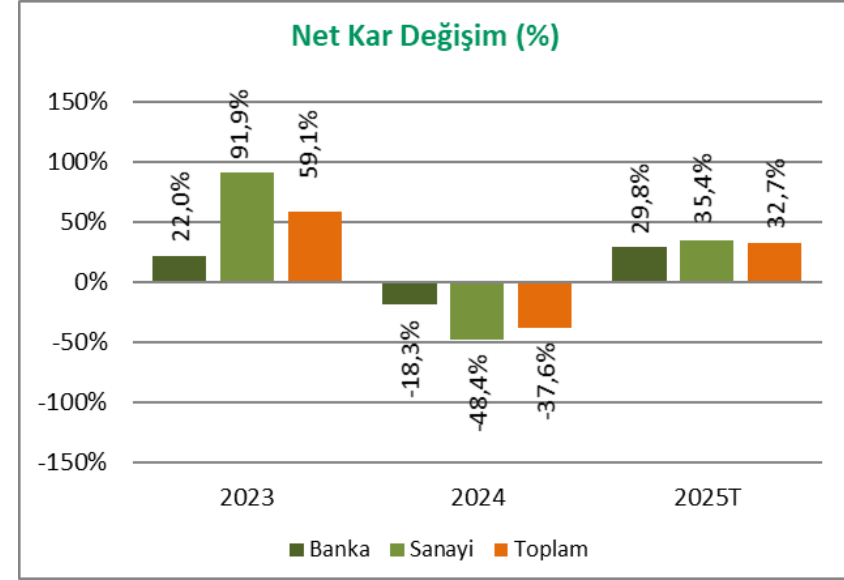
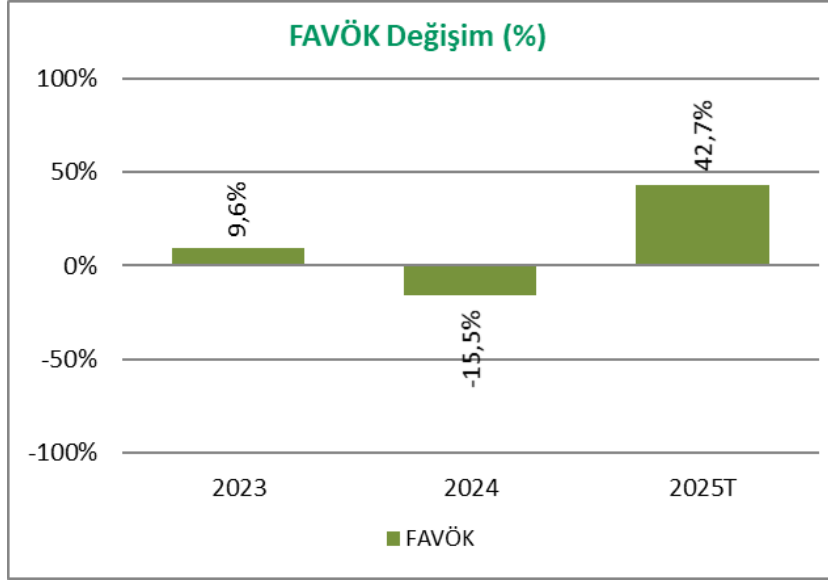
Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	60,80	88,90	46,2%	-3,0%	-2,7%
ASELS.TI	203,60	240,00	17,9%	-5,3%	-5,0%
CIMSA.TI	47,52	63,00	32,6%	0,9%	1,3%
FROTO.TI	99,25	143,00	44,1%	0,2%	0,6%
ISCTR.TI	12,65	18,80	48,6%	-10,6%	-10,3%
MGROS.TI	453,50	750,00	65,4%	1,9%	2,3%
SAHOL.TI	81,55	146,24	79,3%	-6,0%	-5,7%
TCELL.TI	99,70	136,60	37,0%	1,9%	2,3%
THYAO.TI	291,50	495,50	70,0%	-7,5%	-7,1%
Ortalama				-3,1%	-2,7%

*Kapanış 31 Ekim 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.

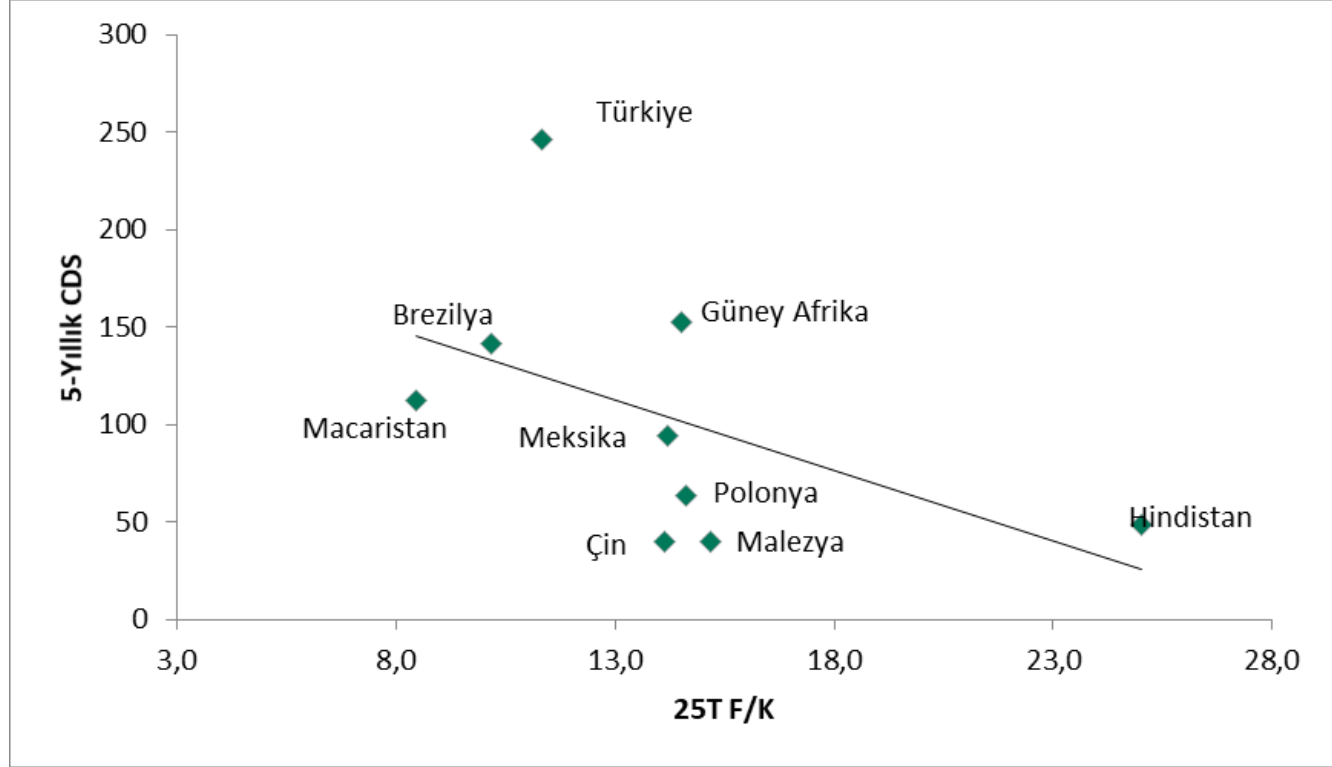
Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %1,9 artış göstermesine rağmen birlikte MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %22,8, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %20,3 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	-3,8%	-2,1%	1,9%	-4,5%
MSCI Gelişen Pazarlar	4,1%	12,7%	25,2%	30,2%
MSCI EMEA	1,0%	6,8%	22,5%	23,7%
MSCI Doğu Avrupa	5,0%	4,2%	52,0%	54,0%
MSCI Dünya	1,9%	7,7%	20,4%	18,4%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	8,3%	15,1%	22,8%	36,4%
MSCI EMEA	5,0%	9,0%	20,3%	29,5%
MSCI Doğu Avrupa	9,2%	6,5%	49,2%	61,3%
MSCI Dünya	6,0%	10,0%	18,1%	24,0%

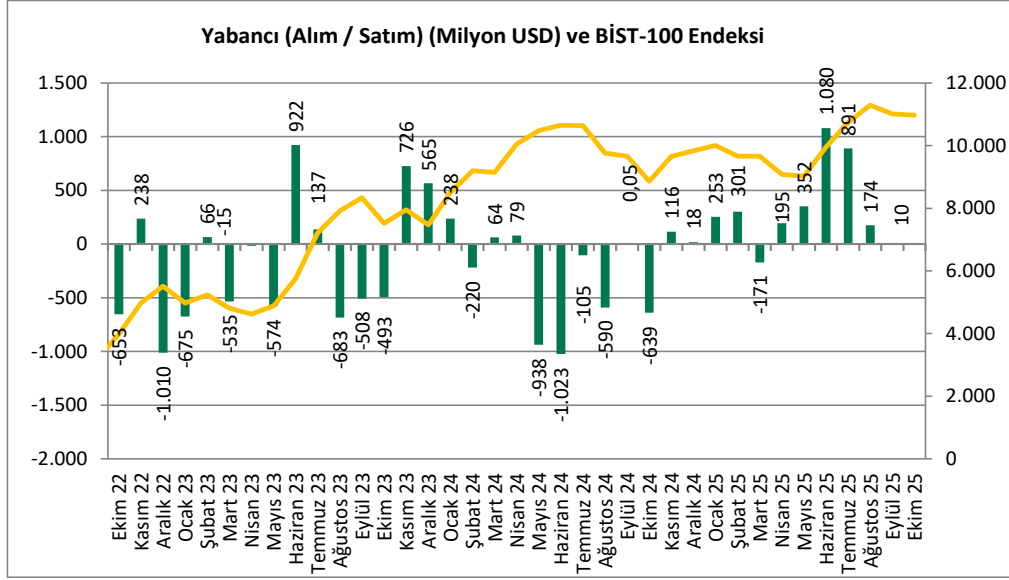
31 Ekim 2025 itibariyle

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

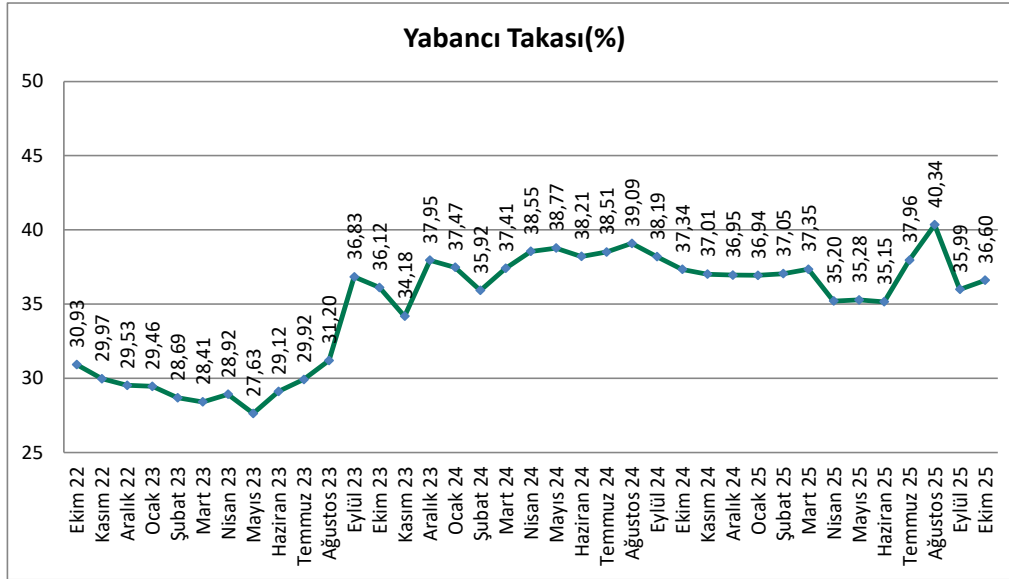


31 Ekim 2025 itibariyle

Yabancı payı...

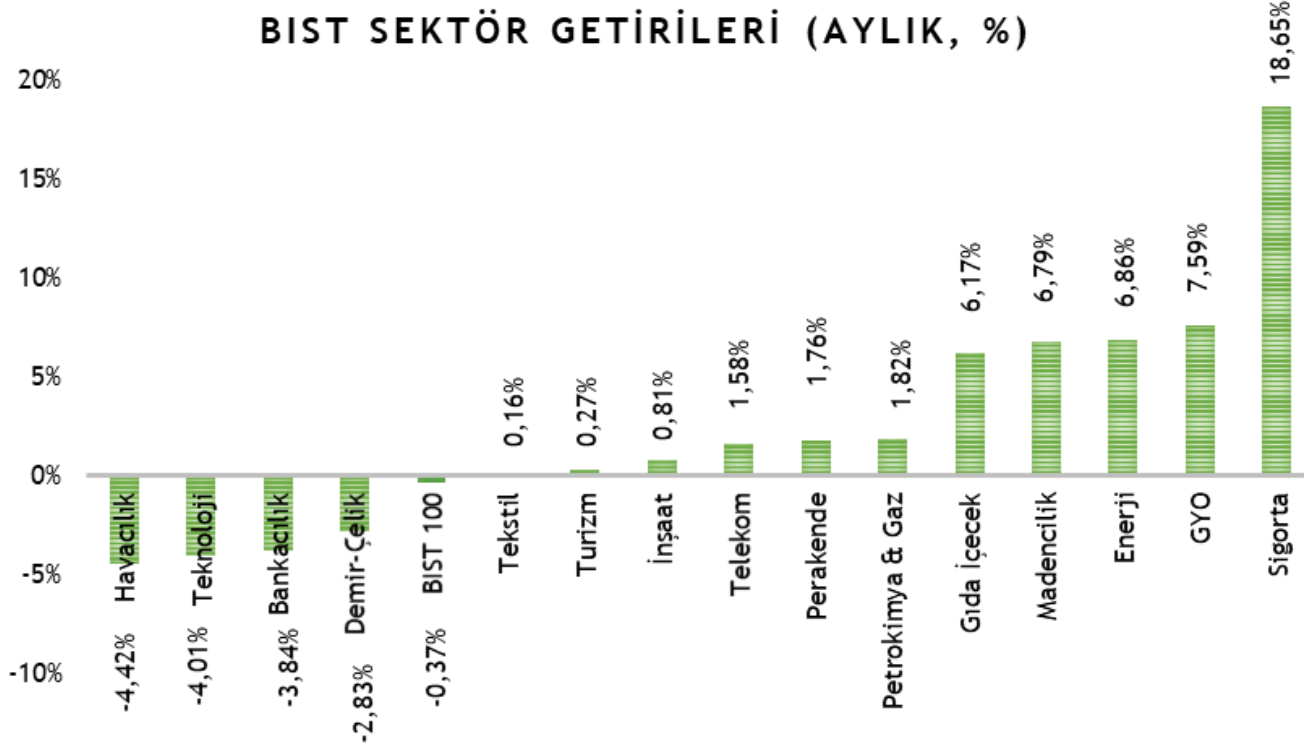


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2025 Eylül ayında toplam 10 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2025 yılı Ekim ayında %36,60 seviyesinde gerçekleşti.

Sektör Getirileri...



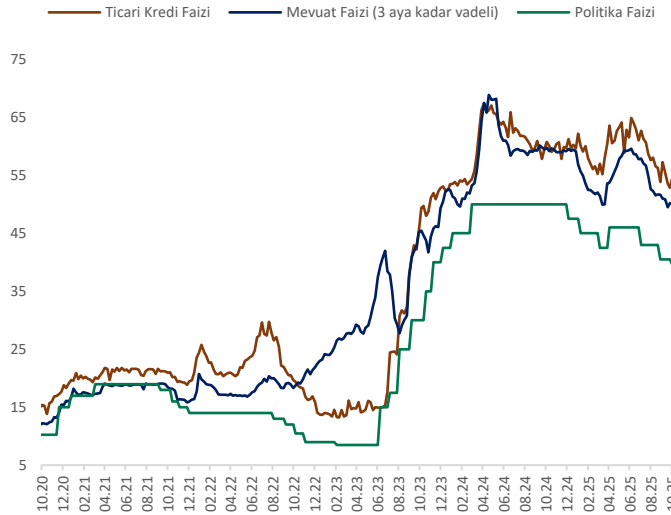
- Borsa İstanbul'da Ekim 2025 sonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör aylık %18,65 yükselişle Sigorta sektörü olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı - Ekim

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), ekim toplantısında politika faizini piyasa beklentilerine paralel 100 baz puan indirerek %39,5 seviyesine çekti. Beklentilere paralel yapılan faiz indirimine rağmen para politikası duruşunu etkileyebilecek şahin vurgular risk iştahını baskılamıştır. Bir önceki metinle büyük oranda benzerlik gösteren karar metninde küçük değişiklikler yapılmıştır. Bunların başında, ağustosta yavaşlayan enflasyon ana eğilimi eylülde tekrar yükselişe geçmiştir. Dezenflasyon süreci devam ederken ivmesi yavaşlamış ve bu yavaşlama TCMB'yi daha ihtiyatlı bir para politikası duruşuna evirmiştir. Gıda başta olmak üzere bazı kalemlerde yaşanan fiyat artışları hem enflasyon beklentileri hem de fiyatlama davranışlarında riskleri belirgin hale getirmiştir. Talep koşullarının dezenflasyona katkı sağladığı fakat bu katkının yavaşladığı ifade edilmiştir. Enflasyon ataleti, küresel gelişmeler ve büyümeye ilişkin vurgu metinden çıkartılmıştır. Aktarım mekanizmasının etkin çalışması, beklenti kanalında daha belirgin bir enflasyon düşüşü gerektirse de 12-24 aylık enflasyon beklentileri hedeflendiği ölçüde geri çekilmemiştir. Hatta son dönem anketler değerlendirildiğinde hem reel kesim ve hane halkı arasındaki beklenti ayrılmış hem de yukarı yönlü riskler artmıştır. Parasal aktarım mekanizmasının beklenti kanalındaki etkinliğin, enflasyonda %30-35 bandında yaşanan katılığı çözecek en temel faktör olduğunu düşünüyoruz. Diğer kanallar (tüketim/talep, kur ve varlık fiyatları) belirgin şekilde geri çekilirken, beklentilerdeki riskler gelecek dönem enflasyon gerçekleşmelerini hedeflenen seviyelerin üzerine çıkarıyor. Son olarak maliye politikasından enflasyon ve para politikasına gelecek eşgüdüm katkısı da metinden çıkarılmıştır. Bütçe üzerindeki baskıların hafifleyeceği ya da enflasyona yansımalarının sınırlı kalacağı yönünde bir öngörü oluşmuş diyebiliriz.

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

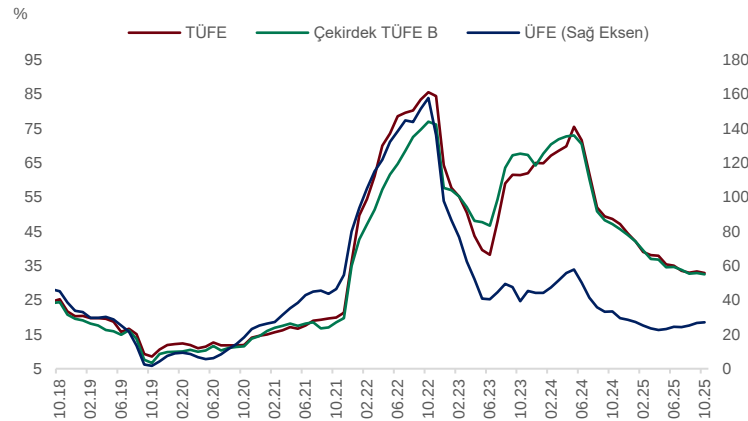


Makroekonomik Görünüm

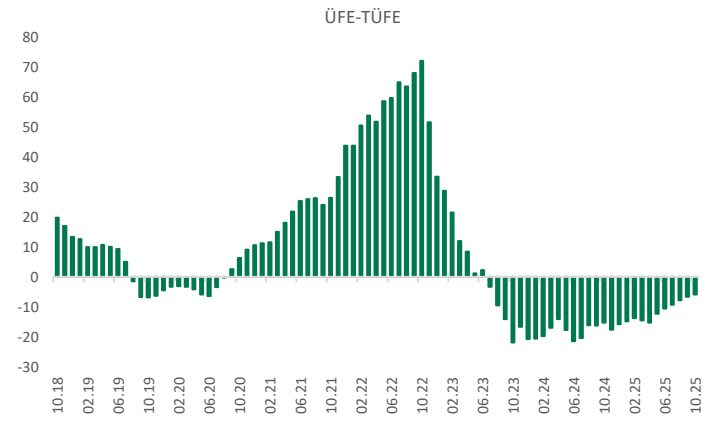
Enflasyon – Ekim

TÜFE ekimde bir önceki aya göre %2,55 artarken yıllık enflasyon %32,87 seviyesinde gerçekleşti (önceki %33,29). Piyasa beklentisi enflasyonun aylık %2,8 ve yıllık %33,2 artış yaşayacağı yönündeydi (Şeker Yatırım beklentisi aylık %2,95 ve yıllık %33,38). Ağustos-Eylül dönemine göre fiyat artış hızı gerilemiş durumda. Yıllık enflasyon baz etkisiyle gerilemeye devam ederken, dezenflasyon ivmesi durağan bir döngüye evrilmiş durumda. Aylık enflasyon ise fiyat istikrarına götüreceği ara hedeflerden de uzak bir seyir izliyor. Özellikle gıda, konut, giyim gibi kalemlerdeki katılık enflasyonla mücadelenin önündeki en büyük engeller gibi duruyor. Endekste %55,52 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %37,20 yükseldi (önceki 37,28). Yıllık enflasyonda %33 seviyesinin altına gerileyen manşet rakamlara rağmen, tüketicinin ana harcama kalemlerindeki yüksek seyir devam ediyor. TCMB faiz kararlarında son dönemde gıda enflasyonu ve hizmet enflasyonu ataletine dikkat çekiliyor. Gıda enflasyonu %3,41 seviyesinde gerçekleşip aylık enflasyona 0,83 puan etki ederken giyim ve ayakkabı aylık %12,42 artışla manşet enflasyonu 0,69 puan yukarı taşıdı. Sepetteki ağırlığı da göz önüne alındığında bu alandaki dezenflasyon daha büyük önem kazanıyor. Aynı dönemde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %2,43 olurken yıllık enflasyon %32,52 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek göstergelerdeki yüksek seyir bize hem manşet hem de ana eğilimin fiyat baskısı olarak tüm kalemlere yayıldığını gösteriyor. Aylık etkileri gıda, konut, ulaştırma ve eğitim özelinde mevsimsel etkilerden arındırdığımızda %2 seviyesinden uzak olduğumuzu görüyoruz. Yıllık %32,87 seviyesindeki enflasyonun 20,45 puanı gıda, konut ve ulaşırmadan geliyor. Talep enflasyonu kontrol altına alınmışken yüksek seyir beklenti ve fiyatlamaya davranışlarının bir sonucu olarak karşımıza çıkıyor. Yılbaşından bu yana %2'nin hafif altına mayıs ve mart aylarında gerileyen hizmet enflasyonunda 2025'te aylık ortalama %3,6 enflasyon gerçekleşmesi var. Bu da yıllık enflasyonun %44,44 seviyesinde gerçekleşmesine neden oldu. Talep tarafında baskı olmadığını varsayarsak, hizmet enflasyonu pozitif arz yönlü bir şok gelmezse %40-43 bandında durağan bir seyir izleyecektir.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

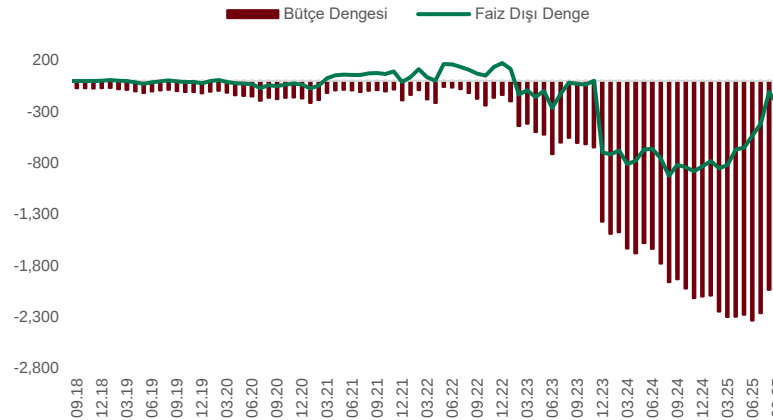


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Eylül

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı eylül ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.021 milyar TL, bütçe giderleri 1.331 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.094,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 309,6 milyar TL olurken faiz dışı denge 73 milyar TL açık vermiştir. Ağustosta kurumlar vergisi tahsilatı öncülüğünde pozitif bir bütçe performansı görmüştük. Faiz ödemeleri de önceki ay sınırlı gerileme kaydetmişti. Eylülde hem kurumlar vergisi tahsilatının gerilemesi hem de yüklü faiz ödemeleri nedeniyle bütçe performansı negatif bir eğilim sergiledi. Personel giderlerindeki sınırlı artışa karşın, cari transferler yatay seyretmiştir. Bu kalemden düzenli ödeme yapılan Elektrik Üretim AŞ'ye bu ay transfer yapılmamış ve BOTAŞ'a 15 milyar TL cari transfer yapılmıştır. Ocak-Eylül döneminde BOTAŞ ve Elektrik Üretim AŞ'ye toplam 283,8 milyar transfer gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde toplam faiz giderlerinin 1,66 trilyon TL olduğunu hesaplarsak, bütçe üzerinde kamu borçlanma faizi ve KİT'lere transferlerin ilk dokuz aydaki toplam yükü yaklaşık 1,95 trilyon TL olmuştur. 12 aylık toplam birlikte değerlendirildiğinde bütçe açığı 2,2 trilyon TL seviyesinde iken faiz hariç çekirdek denge 230 milyar açık vermiştir. Bu ayrımın temel nedeni para politikasının maliye politikası üzerine yansımalarıdır. Borçlanma faizlerinin yüksek seyri, bütçe üzerindeki faiz baskısını artırıyor. Enflasyon ve faiz Covid öncesi döneme gerilediğinde bütçede mali disiplin sağlanabilir. Bu kapsamda 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. Mevcut makro görünüm enflasyondaki ataletin bir süre daha devam edebileceğini ve faiz indirim hızının yavaşlama ihtimalini beraberinde getiriyor. Bu nedenle mali disiplin çıpasına erişilme sürecinin en az bir çeyrek öteleneyeceğini tahmin ediyoruz. Bu tahminler, mevcut görünüme negatif bir para ya da maliye politikası kaynaklı şok gelmediği varsayımı altında yapılmıştır.

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

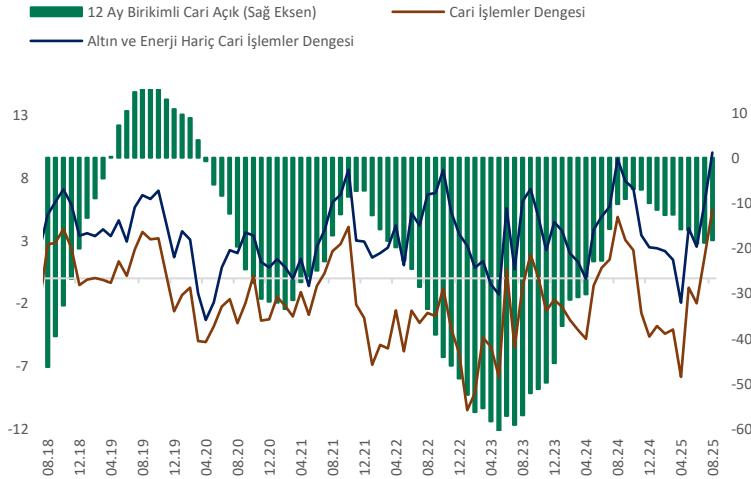


Makroekonomik Görünüm

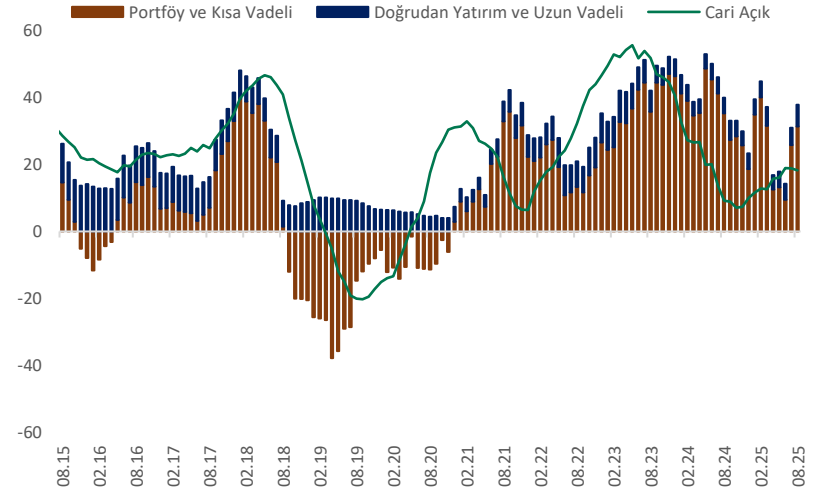
Ödemeler Dengesi - Ağustos

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre ağustos ayı cari işlemler dengesi 5.455 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 18.282 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (önceki 18.849 milyon). Mevsimsel etkilerin beklentilerimizin üzerinde cari fazla getirdiğini görüyoruz. Cari dengenin her iki ana kaleminden gelen katkı bu gelişmede etkili oldu. Dış ticaret açığında sınırlı toparlanmaya karşın hizmetler dengesinde yaklaşık 9,5 milyar ABD doları giriş, cari fazlayı beraberinde getirmiştir. Cari işlemler dengesinde 2025 yılı genel beklentimize paralel gelişmeler devam ediyor. Faiz indirimleriyle birlikte yurtiçi ekonomik aktivitenin ithal talebi öncülüğünde toparlanması cari dengeye ilişkin baz senaryomuzu oluşturunuyordu. Yaz mevsimi etkisiyle hem ticaret dengesindeki toparlanma hem de hizmetler dengesindeki güçlü girişler cari dengeye pozitif katkı sağlıyor. Son çeyrekte bu etkinin sınırlı negatif bir görünüme evrilmesini bekliyoruz. Enflasyondaki atalet ve beklentilerdeki katılma faiz kararlarında daha ölçülü bir indirim veya indirime ara verme senaryosunu gündeme getirebilir. Bu durum baz senaryomuzdan pozitif sapma ve ödemeler dengesinde daha olumlu bir havayı beraberinde getirecektir. Gerçekleşen cari denge detaylarına baktığımızda, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 2.806 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 9.516 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 62,6 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 62,3 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Mal ve hizmet dengesi başa baş sayılır, cari açık birincil gelir dengesi kaynaklı görünüyor. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 10.005 milyon ABD doları fazla vermiştir. Çekirdek cari dengede pozitif hava devam ediyor. Fakat para politikasındaki gelişmeler, ötelenen taleplerin realize edilmesi ve faiz indirimleri ödemeler dengesi üzerindeki riskleri canlı tutuyor. Son çeyrekte risk iştahında zayıf, cari dengede daha negatif bir görünüm mevcut.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

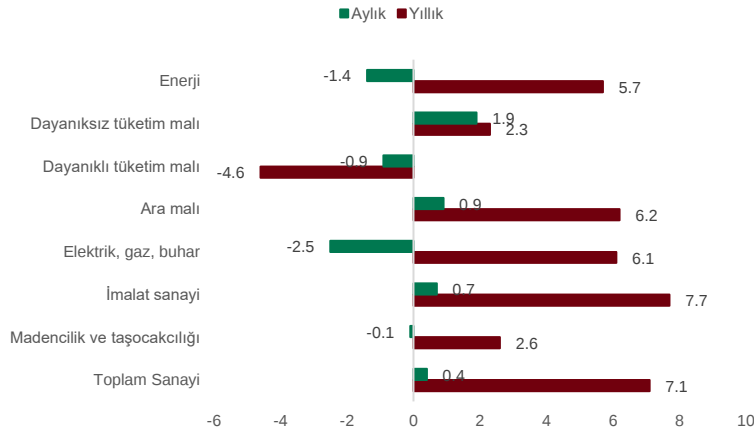


Makroekonomik Görünüm

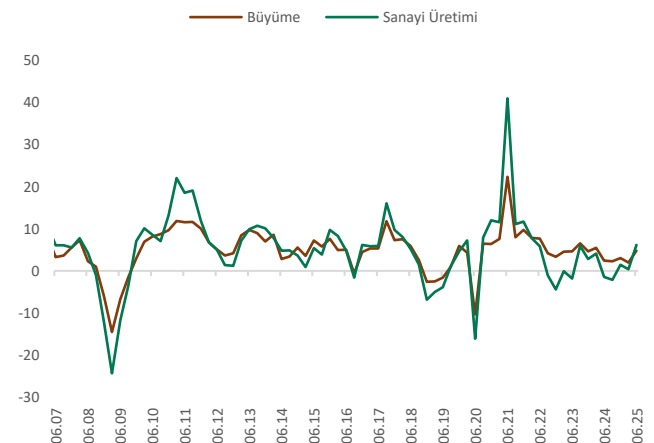
Sanayi Üretimi - Ağustos

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim ağustosta bir önceki aya göre %0,4 artış kaydetti. Aylık üretimdeki ivme yıllık üretim artışını %7,1 seviyesine yükseltti (önceki %5,2). 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 : 88,90 TL)

Getiri Potansiyeli: %46

Net kar 3Ç25'de beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşti

Banka büyüme stratejisi doğrultusunda, TL kredilerde tüm segmentlerde Pazar payı kazanımı ile öne çıkıyor. Sağlam sermaye yapısı, ücret ve komisyon gelirlerindeki güçlü büyüme performansı, stratejik TL kredi büyümesi ve net faiz marjındaki artışı göz önünde bulundurarak **AL** tavsiyemizi koruyoruz.

Akbank, 3Ç25 solo finansal sonuçlarında beklentilerin hafif üzerinde, 14,064 milyon TL net kar açıkladı (çeyrekssel: %26 artış). Açıklanan net kar, bizim 13,479 milyon TL'lik tahminimizin %4,3 ve piyasa beklentisi olan 13,581 milyon TL'nin %3,6 üzerinde gerçekleşti.

Banka, 2025 yılı beklentilerinde herhangi bir değişikliğe gitmedi; Buna göre, TL kredi büyümesi beklentisi %30'un üzerinde, YP kredi büyümesi beklentisi orta tek haneli seviyede, komisyon geliri artışı beklentisi %60, operasyonel gider artışı beklentisi %40, takipteki kredi oranı beklentisi %3,5, net kredi riski maliyeti beklentisi 150-200 baz puan aralığında ve özsermaye karlılığı beklentisi %25'in üzerinde sabit bırakıldı.

Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre %34 oranında artmasını bekliyoruz. Akbank için 88,90 TL olan hedef fiyatımızın %46 artış potansiyeli bulunmaktadır. Banka için "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Banka payları 2025T 5,6 x F/K ve 1,12 x F/DD çarpanlarıyla ve %21,8 ortalama özkaynak karlılığı ile işlem görmektedir.

Net faiz marjında güçlü toparlanma. Akbank'ın faiz gelirleri çeyrekssel bazda %3,8 artarken, faiz giderleri %2,9 oranında geriledi. Bu doğrultuda, bankanın net faiz geliri %54 artışla 28,6 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Swap maliyetleri ise çeyrekssel bazda %59,4 artarak 11,3 milyon TL seviyesine ulaştı. Bu çerçevede, bankanın swap dahil net faiz marjı 2Ç25'teki 184 baz puan seviyesinden 262 baz puan seviyesine yükseldi.

TL menkul kıymet portföyünde yüksek getirili özel sektör tahvillerinin ağırlığı dikkat çekiyor. Tüm TL kredi segmentlerde çeyrekssel güçlü pazar payı kazanımıyla birlikte, YP kredi portföyü büyümesi karlı büyümeyi desteklemesi hedefleniyor.

Ücret ve komisyon gelirlerinde oldukça güçlü artış paralelinde faaliyet giderlerini karşılama oranında kuvvetli yükseliş. Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı 3Ç25'de önemli ölçüde güçlenerek %121 seviyesine (1Ç25 : %100) yükseldi.

Kredi riski maliyetinde belirgin artış. Bankanın toplam kümülatif kredi riski maliyeti (net) 180 baz puandan 237 baz puan seviyesine yükseldi. Bankanın yıl sonu net kredi maliyeti (kur etkisi hariç) ise 150-200 baz puan seviyesinde bulunuyor.

Karşılık oranları güçlendirildi. Bankanın ikinci aşama beklenen zarar karşılık oranı 2Ç25'deki %15,5'den %17,2 seviyesine yükselirken, üçüncü aşama beklenen zarar karşılık oranı %59,8'den %61,5 seviyesine yükseldi.

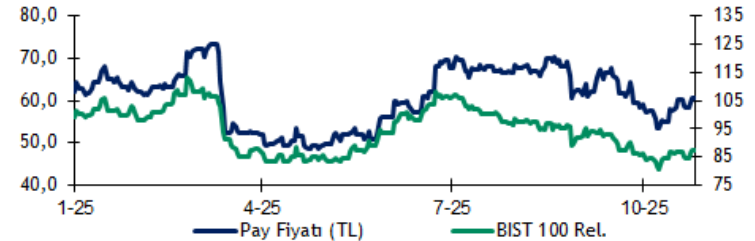
AKBNK

Piyasa Değeri (TLmn)	316.160	Beta (12A)	1,30
Piyasa Değeri (USD mn)	7.546	Ort. Günlük Hacim	6.295
Kapanış	60,80	Yabancı Payı	46,5%
12 Ay Yüksek	74,54	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	45,11	Ağırlık	5,08%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	63.547	65.045	155.299	209.083
% Fark, Yıllık	-17,3%	2,4%	138,8%	34,6%
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	56.878	104.474
% Fark, Yıllık	10,8%	-36,3%	34,3%	83,7%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	1,7%	2,3%	2,8%	2,8%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	0,8%	1,0%	1,8%	1,4%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	4,4%	2,2%	8,0%	6,2%
Ortalama aktif getirisi	3,9%	1,7%	1,8%	2,5%
Ortalama özkaynak getirisi	36,4%	18,8%	21,8%	32,5%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	2,9	8,0	5,6	3,0
F/DD	0,90	1,40	1,12	0,88



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-3,0	-9,9	25,4	22,8
US\$ Getiri (%):	-4,0	-12,9	14,8	0,3
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-2,7	-11,8	3,7	-0,8

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

Aselsan (AL, Hedef: 240,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %17,9

İhracat odaklı büyüme stratejisini kararlılıkla sürdürüyor...

Türkiye'nin kilogram başına ihracat değeri 1,5 dolar, savunma sanayi sektörünün kilogram başına ihracat değeri 60 dolar iken ASELSAN'ın bazı ürünlerinde bu tutar 20 bin doları aşıyor. Bu, ASELSAN'ın teknolojik derinliğini göstermesi bakımından dikkat çekici bir veri.

ASELSAN hisseleri, 2024 yılının başından bu yana yatırımcısına dolar bazında %247 getiri sağladı. Aynı dönemde Dow Jones Savunma Endeksinin getirisi %61 seviyesinde gerçekleşti. Böylece ASELSAN, yabancı savunma şirketlerinden pozitif ayrıştı.

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).

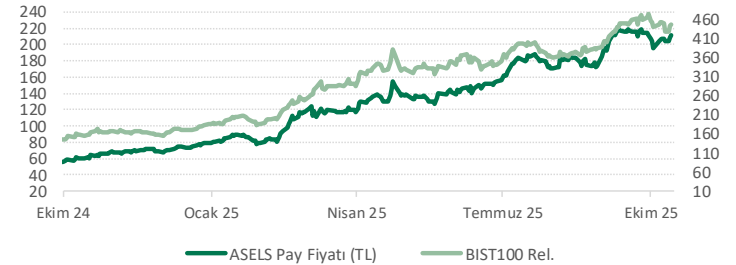
ASELSAN, savunma sanayide küresel bir oyuncu olma yolunda önemli bir adım daha attı. 1,5 milyar dolar büyüklüğündeki Oğulbey Teknoloji Üssü yatırımıyla ASELSAN, yeni yerleşkesinde ÇELİKKUBBE projesinin bileşenlerini yüksek adetlerde üretecek.

İhracat odaklı büyüme stratejisi doğrultusunda dünya genelinde yeni pazar fırsatlarını değerlendirmeye devam ediyor. Umman'da kurulan ortak girişim, şirketin Ortadoğu ve Körfez bölgesindeki teknolojik ve ticari etkinliğini artırması açısından önemli bir adım olarak görülüyor.

Aselsan'ın üçüncü çeyreğe ilişkin finansal sonuçlarını yarın piyasaların kapanışının ardından açıklaması bekleniyor. 3Ç25'te yeni sipariş büyüklüğünün devam etmesi sayesinde hem ciro hem de kârlılık göstergelerinde istikrarlı yükseliş ivmesinin devam edeceğini düşünüyoruz. 3Ç25'te cironun %13 reel büyüme ile 32.780mn TL'ye ulaşmasını, FAVÖK'ün 7.900mn TL, net karın 3.250mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Aselsan için 12 aylık hedef fiyatımız pay başına 240,00 TL seviyesinde bulunurken, hedef pay fiyatımız %17,9 yükseliş potansiyeli taşımaktadır. Aselsan için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	203,60	
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 (%)	49,4%	
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%	0,22%	0,28%	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: %32,6

Çimsa 3Ç25 döneminde beklenti üzeri net kar açıkladı

Çimsa, 31 Ekim 2025 tarihinde 3Ç25 dönemine ilişkin olarak TMS 29 “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama” Standardı uygulanarak enflasyon muhasebesine göre yeniden düzenlemiş finansal sonuçlarını yayınladı.

Çimsa 2025 yılının üçüncü çeyreğinde 1.269mn TL ana ortaklık net kar açıklamıştır. Açıklanan net kar rakamı Şeker Yatırım olarak 1.132mn TL olan tahminimizin ve piyasanın medyan beklentisi olan 976mn TL’nin üzerinde gerçekleşmiştir. Net kar geçen yılın aynı çeyreğine göre yıllık bazda %18,2 azalış gösterirken, net kar marjı ise yıllık 8,3 puan azalışla %19,6 seviyesinden %11,3 seviyesine gerilemiştir.

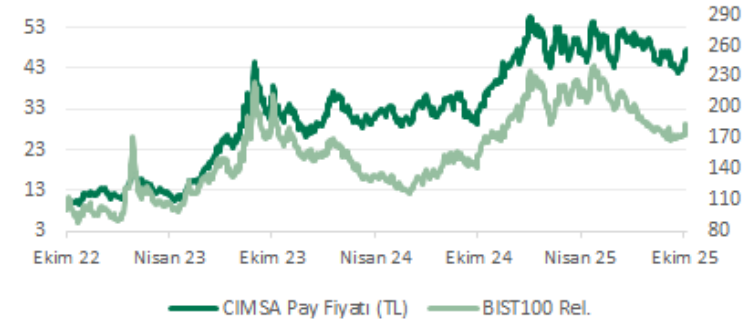
Satış hacmindeki organik büyümeye karşın döviz kurlarındaki artış oranının yıllık enflasyonun altında kalması sonucu ihracat ve uluslararası operasyonların konsolide satış gelirlerine sağladığı katkının daha sınırlı kalması ve elde tutulan Sabancı Holding hisselerinin fiyat hareketlerinden kaynaklanan 256mn TL tutarındaki olumsuz etki net karlılığı baskılayan ana unsurlar arasında yer almıştır.

Şirketin konsolide net satış gelirleri, Mannok’un inorganik katkısı ile geçen yılın aynı çeyreğine kıyasla %42,3 oranında artış göstererek 3Ç25 döneminde 11.240mn TL olarak gerçekleşmiştir (3Ç24: 7.902mn TL). Çimsa, yüksek kapasite kullanım oranını 3Ç25 döneminde de korumuş ve Türkiye’de %0,6, uluslararası pazarlarda ise %88,2 hacim artışının (Mannok dahil) desteği ile, konsolide satış hacmini yıllık bazda %30,1 oranında artırmıştır. Mannok’un satış hacimleri hariç tutulduğunda ise, Şirketin konsolide satış hacmi yıllık bazda %17,5 oranında organik büyüme göstermiştir.

Şirket, 3Ç25 döneminde, 2.377mn TL konsolide FAVÖK elde etmiştir (3Ç24: 2.214mn TL). FAVÖK yıllık bazda %7,4 oranında artış gösterirken, FAVÖK marjı, yıllık bazda 6,9 puan daralma ile %21,1 olarak gerçekleşmiştir (3Ç24: FAVÖK Marjı: %28,0).

Çimsa için **63,00 TL** seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve ‘AL’ olan önerimizi koruyoruz. 31 Ekim 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %32,6 oranında kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	CİMSA.IS	Kapanış	47,52	
Piyasa Değeri (Mn TL)	44.934	Son 12 Ay En Yüksek	56,69	
Piyasa Değeri (Mn S)	1.073	Son 12 Ay En Düşük	33,25	
Firma Değeri (Mn TL)	66.207	Beta	1,09	
Firma Değeri(Mn S)	1.585	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	15,1	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	6,5%	
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	12,5	16,7	8,8
FD/FAVOK	1,7	12,5	13,0	7,7
FD/Satışlar	0,2	2,2	2,4	1,8
F/DD	2,8	1,7	1,8	1,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	0,9	-8,2	3,2	38,0
S Getiri (%)	-0,1	-11,2	-13,2	12,7
BIST-100 Relatif (%):	1,3	-10,1	-7,5	11,5



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%

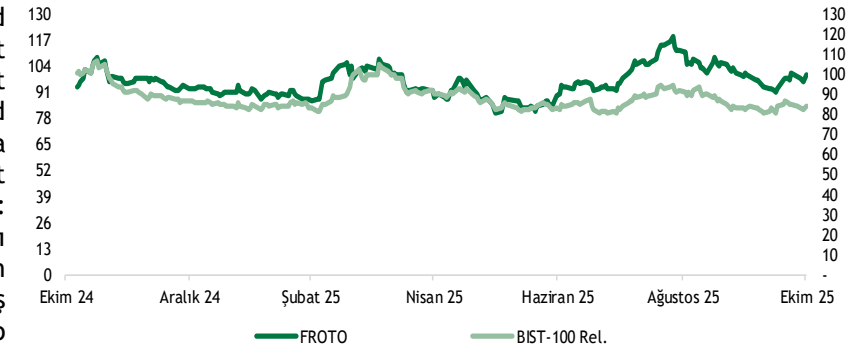
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 143,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Ekim 2025 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2025T 6.8x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 7.8x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %44'e işaret etmektedir.

ODMD verilerine göre; Ford Otosan'ın Eylül ayında hafif ticari araç pazarında satışları yıllık %1,0 oranında düşüş göstererek 5.971 adede gerilemiştir (Eylül 2024: 6.029 adet). Ocak - Eylül 2025 döneminde ise Ford Otosan'ın Hafif Ticari Araç perakende satışları yıllık %9,5'lik yükselişle geçen senenin Ocak - Eylül dönemindeki 47.525 adetten 52.038 adete yükselmiştir. Eylül 2025'te Şirket'in pazar payı yıllık daralma göstererek %7,2 olarak gerçekleşmiş olup Ocak-Eylül 2025 döneminde pazar payı hafif düşüş göstererek %7,7'ye ulaşmıştır.

➤ Elektrifikasyon süreci ve yeni modellerle Ford Otosan, toplam üretim kapasiteni 900.000 adet in 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		99,25
Piyasa Değeri (mn TL)	348.278	Son 12 Ay En Yüksek		118,30
Piyasa Değeri (mn \$)	8.314	Son 12 Ay En Düşük		78,85
Firma Değeri (mn TL)	438.908	Beta		0,92
Firma Değeri (mn \$)	10.594	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		33,01
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		38,84
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%	7,4%	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	12,6	4,9	9,0	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 (%)	0,2	4,3	7,7	4,6
\$ Getiri (%)	-0,8	0,8	-9,5	-14,6
BIST-100 Relatif (%)	0,6	2,1	-3,5	-15,5



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

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

İş Bankası (AL, Hedef: 18,80 TL)

Getiri Potansiyeli: %49

Güçlü marj genişlemesi

Bankanın beklenen zarar karşılıklarındaki artış kaynaklı net karın baskılanmasına karşın, oldukça güçlü net faiz marjı artışı doğrultusunda **AL** tavsiyemizi koruyoruz.

Türkiye İş Bankası 3Ç25 solo finansal sonuçlarında 14,213 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar çeyreklik bazda %18 düşüş, yıllık bazda %157 artış kaydederken, 2025'in ilk dokuz ayında toplam net karı yıllık bazda %27 artarak 44,002 milyon TL'ye ulaştı. Bankanın net faiz ve komisyon gelirlerinde güçlü artış gözlenirken, karlılığı baskılayan temel unsur beklenen zarar karşılıklarındaki sert yükselişi oldu. Gerçekleşen net kar doğrultusunda, İş Bankası'nın ortalama özkaynak karlılığı çeyreklik bazda %21,8'den %16,2 seviyesine geriledi.

Gerileyen fonlama maliyetlerinin etkisinde net faiz marjında kuvvetli artış. Swap maliyetlerinin çeyreklik bazda %10,8 artmasına karşın, gerileyen mevduat fonlama maliyetlerinin etkisiyle İş Bankası'nın swap maliyetleri dahil net faiz geliri çeyreklik bazda çeyreklik bazda %116 artışla 18,674 milyon TL'ye yükseldi. Buna paralel olarak, swap dahil net faiz marjı 106 baz puan artarak %2,1 seviyesine çıkarak güçlü bir toparlanma sergiledi.

Net ücret ve komisyon gelirlerinde büyüme devam ediyor. Net ücret ve komisyon gelirleri, ödeme sistemleri öncülüğünde çeyreklik bazda %9,9 ve yıllık bazda (9A kümüle) %47 artış kaydetti.

Beklenen zarar karşılıkları net karı baskıladı. Bankanın beklenen zarar karşılıkları çeyreklik bazda %47 artarak 15,900 milyon TL seviyesine yükselirken, net faiz gelirlerindeki güçlü artışı önemli ölçüde baskıladı. Bu gelişme sonucunda, bankanın net kredi riski maliyeti çeyreklik bazda 140 baz puan artışla 290 bp seviyesine yükseldi.

Bankanın net karını 2025 yıl sonunda yıllık bazda %38,8 artış göstermesini bekliyoruz. İş Bankası için 12 aylık hedef fiyatımızı 18,80 TL olarak belirlerken, bu hedef %49 artış potansiyeli bulunduruyor. Banka için "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Banka payları 2025T 5,0 F/K ve 0,84 F/DD çarpanlarıyla ve %18,2 ortalama özkaynak karlılığıyla işlem görüyor.

Banka, 2025 yılı beklentilerinde herhangi bir değişikliğe gitmedi; Buna göre, TL kredi büyümesi beklentisi %30'un üzerinde, YP kredi büyümesi beklentisi orta tek haneli seviyede, komisyon geliri artışı %60, operasyonel gider artışı %40, takipteki kredi oranı %3,5, net kredi riski maliyeti 150-200 bp aralığında ve özsermaye karlılığı beklentisi %25'in üzerinde sabit bırakıldı.

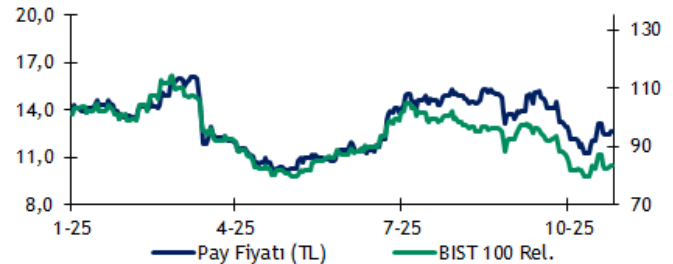
ISCTR

Piyasa Değeri (TLmn)	316.250	Beta (12A)	1,28
Piyasa Değeri (USD mn)	7.548	Ort. Günlük Hacim	6.180
Kapanış	12,65	Yabancı Payı	26,0%
12 Ay Yüksek	16,36	Halka Açıklık (%)	31,0%
12 Ay Düşük	10,07	Ağırlık	3,03%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	67.073	34.451	81.572	111.332
% Fark, Yıllık	-10,8%	-48,6%	136,8%	36,5%
Net ücret ve komisyon geliri	42.438	91.411	134.389	171.996
% Fark, Yıllık	162,8%	115,4%	47,0%	28,0%
Net kar	72.265	45.517	63.163	118.903
% Fark, Yıllık	17,4%	-37,0%	38,8%	88,2%

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%	3,0%	3,3%
Ortalama aktif getirisi	3,7%	1,6%	2,1%	4,0%
Ortalama maddi özkaynak getirisi	31,6%	15,6%	18,2%	27,6%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	3,2	7,4	5,0	2,7
F/DD	0,87	1,06	0,84	0,65



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-10,6	-14,6	22,8	9,2
US\$ Getiri (%):	-11,5	-17,5	12,5	-10,9
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-10,3	-16,4	1,6	-11,8

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Migros (AL, Hedef: 750,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 65%

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

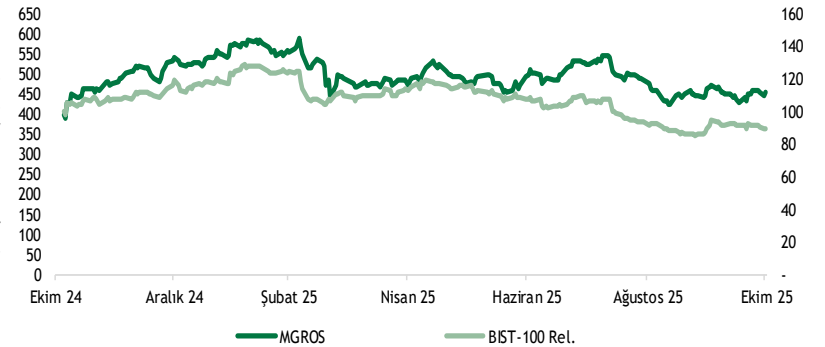
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 750 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Ekim 2025 kapanışı baz alınarak Migros, 2025T 4.4x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 7.8x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %65'e işaret etmektedir.

➤ 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 TI /MGROS IS	Kapanış	453,50	
Piyasa Değeri (mn TL)	82.108	Son 12 Ay En Yüksek	591,72	
Piyasa Değeri (mn \$)	1.960	Son 12 Ay En Düşük	389,28	
Firma Değeri (mn TL)	87.482	Beta	0,89	
Firma Değeri (mn \$)	2.095	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	26,12	
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	26,69	
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	6,2	6,4	13,0	7,8
FD/FAVÖK	16,1	19,3	5,5	4,4
FD/Satışlar	0,4	0,3	0,3	0,2
F/DD	2,1	1,1	1,6	1,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	1,9	-13,5	-15,9	13,8
\$ Getiri (%)	0,9	-16,3	-29,3	-7,1
BIST-100 Relatif (%)	2,3	-15,3	-24,7	-8,1



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: %79,3

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 itibariyle 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.

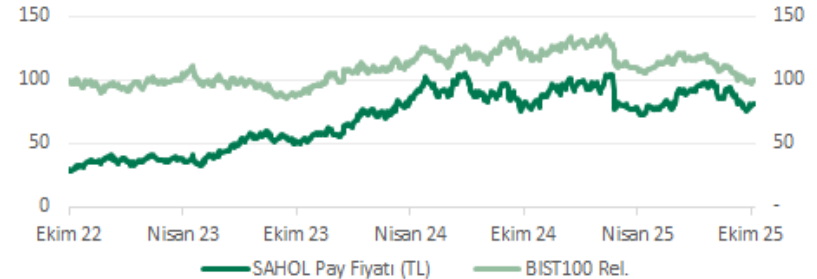
Holding solo net nakit pozisyonu, temettü ödemesi sonrası sürdürülen nakit ile 2024 sonundaki 12,4 milyar TL'den 13,3 milyar TL'ye yükseldi. Net Borç/FAVÖK rasyosu 1,7x olarak Holding'in orta vadeli maksimum 2,0x hedefinin altında kalmayı sürdürdü.

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 etkilenmeyi sürdüreceğini düşünüyoruz.

Sabancı Holding (SAHOL) için hedef fiyatımızı pay başına 146,24 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ekim 2025 tarihli son kapanış fiyatına göre %79,3 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	81,55	
Piyasa Değeri (Mn TL)	171.286	Son 12 Ay En Yüksek	105,98	
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.089	Son 12 Ay En Düşük	71,70	
Firma Değeri (Mn TL)	298.013	Beta	1,13	
Firma Değeri(Mn \$)	7.278	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	59,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	35,3%	
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	6,6	9,5		6,4
FD/Satışlar	1,3	1,3		1,3
F/DD	0,5	0,5		0,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-6,0	-14,5	-11,9	1,6
\$ Getiri (%)	-6,9	-17,3	-25,9	-17,1
BIST-100 Relatif (%):	-5,7	-16,3	-21,1	-17,9



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Turkcell (AL, Hedef: 136,60 TL)

Getiri Potansiyeli: %37

Turkcell 5G ihalesinde en fazla frekans bandını alan ve en yüksek teklifi veren operatör oldu...

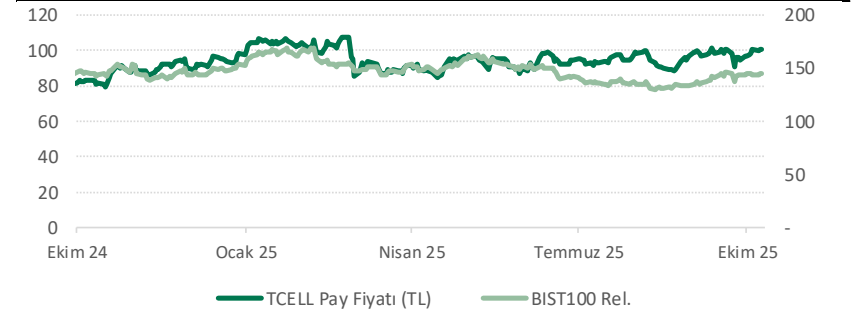
Turkcell, enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 2Ç25 döneminde Şeker Yatırım olarak 3.400mn TL olan beklentimiz ve piyasanın 3.294mn TL beklentisinin üzerinde 4.201mn TL net kar açıkladı (2Ç24: 3.922mn TL). Operasyonel karlılık geçen yıla kıyasla güçlenirken, kur farkı geliri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

16 Ekim'de gerçekleştirilen 5G yetkilendirme ihalesinde Turkcell, 1 milyar 224 milyon dolar teklif karşılığında toplamda 160 MHz ile en geniş frekans bandının sahibi oldu. 5G frekans tahsisi ihalesinde, toplam 160 MHz frekansı 1.224 Milyon ABD Doları (KDV hariç) bedelle 31 Aralık 2042 tarihine kadar kullanma hakkını kazanmıştır. Frekans bedeli 2 Ocak 2026, 25 Aralık 2026 ve 2 Mayıs 2027 tarihlerinde 3 eşit taksitte ödenecektir. Bu ihale sonucunda Turkcell, Türkiye'de kullanıma açık toplam 949,2 MHz frekans kaynağının 394,4 MHz'inin kullanım hakkına ulaşmış olup, toplam frekansın yaklaşık %42'sini kullanabilecektir. Turkcell, bu ihaleyle birlikte, mevcut diğer yetkilendirmelerinin (2G, 3G ve 4.5G) süresini 31 Aralık 2042 tarihine kadar uzatmaya hak kazanmıştır. Bu kapsamda, 30 Nisan 2029 ve 31 Aralık 2042 dönemi boyunca her yıl, mobil servislerden elde ettiği brüt satış gelirlerinin %5'i (KDV hariç) BTK'ya ödenecektir. 5G teknolojisinin 1 Nisan 2026 itibarıyla müşterilerin hizmetine sunulması planlanmaktadır.

Turkcell'in üçüncü çeyreğe ilişkin finansal sonuçlarını 6 Kasım tarihinde piyasaların kapanışının ardından açıklaması bekleniyor. 3Ç25'te rekabetçi fiyatlama ortamının yüksek olmasına rağmen mobil abone tabanının ve ARPU büyümesinin desteğiyle satış gelirlerinde reel büyümenin devam edeceğini düşünüyoruz. 3Ç25'te cironun %16 reel büyüme ile 59.200mn TL'ye ulaşmasını, FAVÖK'ün 26.200mn TL, net karın 5.800mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

TCELL hissesi için pay başına 136,60 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %37 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	99,70	
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 (%)	43,6%	
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: 70%

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. 31 Ekim 2025 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız, **Şirket için %70'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2025T F/K 3.82x ve 2025T FD/FAVÖK 3.66x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

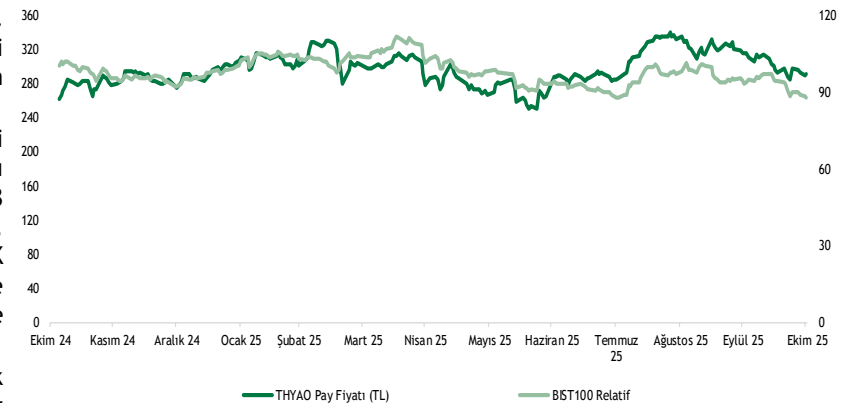
➤ Şirket, Eylül 2024'e kıyasla Eylül 2025'te toplam yolcu sayısında yıllık %12,9'luk artış kaydetmiştir. THY'nin Eylül 2025'teki toplam yolcu sayısı 8.68mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Eylül 2025'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %63,3'e ulaşmıştır. THY, Eylül 2025'te yıllık bazda %9,7 artışla 5.49mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise Eylül ayında yıllık bazda %19,1 oranında artarak 3.18mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Eylül 2025'te yıllık bazda 08 yp artış göstererek %84,6 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Eylül 2025'te yıllık bazda %7,4 artış göstermiştir. Şirket, 3Ç24'e kıyasla 3Ç25'te toplam yolcu sayısında yıllık %11,1'lik artış kaydetmiştir. THY'nin 3Ç25'teki toplam yolcu sayısı 27.18mn olarak gerçekleşmiştir. THY, 3Ç25'te yıllık bazda %9,7 artışla 17,15mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %13,6 oranında artış göstererek 10mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı 3Ç25'te yıllık bazda 0.6 yp artış göstererek %85,6 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise 3Ç25'te yıllık bazda %10,5 artış göstermiştir. Şirket'in açıklanan Eylül 2025 trafik verileri, hem yurt dışı yolcu sayısındaki artıştan hem de yurt içi yolcu sayısındaki güçlü yükselişten kaynaklı toplam yolcu sayısında artışa işaret ediyor.

➤ 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, FAVKÖK 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	291,50
Piyasa Değeri (Mn TL)	402.270	Son 12 Ay En Yüksek	342,72
Piyasa Değeri (Mn \$)	9.603	Son 12 Ay En Düşük	246,66
Firma Değeri (Mn TL)	737.511	Beta	0,91
Firma Değeri (Mn \$)	18.038	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	246,5
Halka Açıklık Oranı (%)	50,48	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	31,63

Anahtar Rakamlar (US\$ mn)	2022	2023	2024	2025T
Satış Gelirleri	18.426	20.942	22.669	24.114
Büyüme (%)	72,4%	13,7%	8,2%	6,4%
FAVÖK	4.947	5.533	5.059	4.929
FAVÖK Marjı (%)	26,8%	26,4%	22,3%	20,4%
Net Kar	2.725	6.021	3.425	2.513
Pay Başına Kar	1,97	4,36	2,48	1,82
Net Borç/FAVÖK (x)	1,7	1,3	1,1	1,2
Net Borç/Özsermaye (x)	0,9	0,5	0,3	0,3
Ort. Özsermaye Karlılığı	32,9%	47,6%	19,6%	12,2%
Ort. Aktif Karlılığı	9,5%	18,1%	9,1%	5,9%
Değerleme Çarpanları	2022	2023	2024	2025T
F/K	3,52	1,59	2,80	3,82
FD/FAVÖK	3,65	3,26	3,57	3,66
FD/Satışlar	0,98	0,86	0,80	0,75
F/DD	1,17	0,73	0,60	0,52
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-7,46	2,26	6,19	9,50
\$ Getiri (%)	-8,35	-1,16	-10,73	-10,60
BIST-100 Relatif (%)	-7,12	0,13	-4,85	-11,53



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

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım Tavsiye Listesi 3 Kasım 2025								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	60,80	88,90	316.160	462.282	46,2%	6,57	1,14
GARAN	AL	134,60	172,28	565.320	723.569	28,0%	5,17	1,38
HALKB	TUT	26,66	21,45	191.546	154.148	-19,5%	10,15	1,14
ISCTR	AL	12,65	18,80	316.250	469.965	48,6%	5,77	0,83
TSKB	AL	12,89	18,86	36.092	52.807	46,3%	2,91	0,85
VAKBN	TUT	24,46	28,73	242.543	284.916	17,5%	4,73	0,98
YKBNK	AL	33,60	41,36	283.821	349.367	23,1%	6,39	1,18
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	171,60	243,75	435.160	618.125	42,0%	-	0,73
SAHOL	AL	81,55	146,24	171.286	307.167	79,3%	-	0,54
TAVHL	AL	265,00	384,00	96.270	139.501	44,9%	24,34	1,20
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	133,50	200,20	25.558	38.328	50,0%	50,53	1,06
AKSEN	AL	52,00	55,00	63.770	67.450	5,8%	48,24	1,30
ARCLK	AL	110,60	170,00	74.736	114.875	53,7%	-	1,10
ASELS	AL	203,60	240,00	928.416	1.094.400	17,9%	56,02	5,49
BIMAS	AL	539,00	730,66	323.400	438.395	35,6%	26,16	2,39
CCOLA	AL	51,40	75,00	143.821	209.847	45,9%	14,47	2,30
CIMSA	AL	47,52	63,00	44.934	59.576	32,6%	42,37	1,40
DOAS	AL	180,30	259,90	39.666	57.179	44,2%	12,14	0,66
EREGL	AL	27,48	39,70	192.360	277.908	44,5%	37,88	0,69
FROTO	AL	99,25	143,00	348.278	501.800	44,1%	11,37	2,48
KRDM	AL	27,42	37,98	21.394	29.630	38,5%	-	0,53
MGROS	AL	453,50	750,00	82.108	135.790	65,4%	16,33	1,23
PETKM	TUT	17,17	21,53	43.516	54.561	25,4%	-	0,67
PGSUS	AL	210,00	365,60	105.000	182.801	74,1%	6,87	1,08
SELEC	TUT	77,80	110,00	48.314	68.310	41,4%	40,33	1,80
SISE	AL	36,78	55,00	112.665	168.470	49,5%	45,14	0,52
TCELL	AL	99,70	136,60	219.340	300.523	37,0%	9,45	1,00
THYAO	AL	291,50	495,50	402.270	683.795	70,0%	3,98	0,53
TOASO	AL	264,25	284,70	132.125	142.350	7,7%	135,19	2,74
TTKOM	AL	51,00	72,50	178.500	253.744	42,2%	16,60	0,99
TUPRS	AL	197,60	237,80	380.735	458.185	20,3%	17,27	1,11
ULKER	AL	108,10	170,00	39.919	62.778	57,3%	6,88	1,11
VESBE	AL	8,79	15,00	14.064	24.004	70,7%	-	0,37
ZOREN	TUT	3,35	4,20	16.750	21.000	25,4%	-	0,24
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.								

**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