

Aylık Strateji

Aralık 2025

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

Fed'in faiz indirimlerine devam etmesi bekleniyor...

ABD'de federal hükümet 1 Ekim ve 12 Kasım arasında toplamda 43 gün kapalı kaldı. Bu dönemde kamu kurumlarının makroekonomik verileri açıklayamamış olması nedeniyle Fed'in 10 Aralık toplantısında faiz indirimlerine devam edeceğine yönelik beklentiler zayıflasa da istihdam piyasasına yönelik artan endişeler nedeniyle, 25 baz puan indirim yapması bekleniyor. ABD Başkanı Trump, enflasyon endişeleri nedeniyle bazı gıda ürünlerini ek tarifeler dışında bırakan kararnameyi imzaladı. Piyasalar mevcut durum itibarı ile Fed'in aralık ayında 25 baz puanlık ek faiz indirimini %80 olasılıkla fiyatlıyor. Enflasyon görünümüne bağlı olarak ECB'nin faizleri sabit tutması beklenirken bir önceki toplantısında pas geçen BoE'nin Aralık toplantısında 25 baz puan indirim yapması bekleniyor. Başbakan değişikliğine giden Japonya'da ise BoJ'un Aralık toplantısında faiz artırımı yapacağı beklentileri kuvvetlenmiş durumda.

ABD Başkanı Donald Trump ve Çin Devlet Başkanı Xi Jinping'in 30 Ekim'de gerçekleştirdiği görüşmeden sonra ek tarifeleri 1 yıllık erteleme kararı çıkması, piyasalarda risk iştahını destekledi. Çin, nadir toprak elementleri ve kritik mineraller ihracatına getirdiği kısıtlamaları 1 yıl boyunca ertelerken ABD, Çin'e uygulanan fentanil gümrük vergilerini %20'den %10'a düşürdüğünü açıkladı. ABD ve Çin'in ticaret görüşmelerine 1 yıllık erteleme ile de olsa geri dönmesinin risk iştahı üzerinde pozitif etki yapması bekleniyor.

Risk iştahını baskılayan Rusya-Ukrayna savaşında karşılıklı saldırılar devam etmektedir. ABD'nin ortaya koyduğu ve tarafları barış görüşmeleri için bir araya getirmeyi amaçlayan plan konusunda henüz bir gelişme kaydedilememiş durumdadır. AB ve Ukrayna tarafı görüşmelere başlamayı ilkesel olarak kabul ederken, Rusya tarafının masaya oturması için yeni adımların atılması bekleniyor. Barış için uzlaşmaya varılması ihtimali zayıf görülmekle birlikte gerçekleşmesi durumunda risk iştahı üzerindeki önemli bir negatif unsurun ortadan kalkacak olması piyasaları oldukça pozitif etkileyecektir.

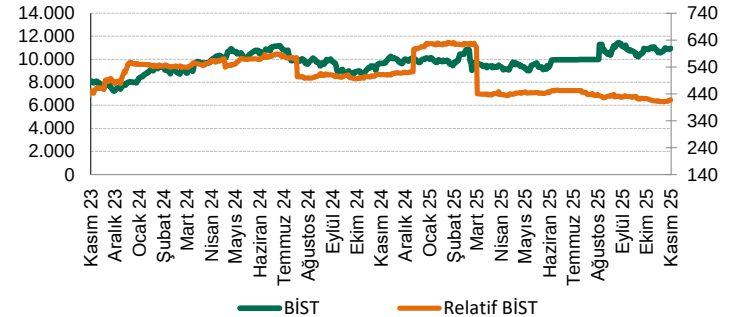
Yurt içinde ise; dezenflasyondaki yavaşlamaya dikkat çekerek Ekim toplantısında faiz indirimini 100 baz puan ile sınırlayan TCMB'nin Kasım enflasyonuna yönelik olumlu beklentileri göz önünde bulundurarak Aralık toplantısında faiz indirimine 100-150 baz puan ile devam etmesi ve yılı %38.0-%38.50 seviyelerindeki bir politika faizi ile tamamlaması bekleniyor.

Aralık ayında global piyasalar; başta Fed olmak üzere büyük merkez bankalarının yılın son toplantılarına odaklanacaktır. Fed'in beklentilere paralel faizleri indirmesi risk iştahını destekleyecektir. Ancak, Fed'in toplantı sonrası yapacağı açıklamalarda enflasyon endişelerini gözetenek şahin bir tutum sergilemesi piyasalarda dalgalanmaya neden olabilir. Piyasalar, Fed'in yanı sıra diğer merkez bankalarının faiz kararlarını ve başta ABD olmak üzere global piyasalardan gelecek makro verileri takip etmeye devam edecektir. Diğer yandan, ABD'nin Çin ile devam eden ticaret görüşmeleri, Başkan Trump'ın tarifeler konusunda yapacağı yeni açıklamalar ve barış çabaları devam eden Rusya-Ukrayna savaşına yönelik gelişmeler, yakından takip edilecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	10.899	-0,66%	10,9%
BIST - 100, USD	257	-1,7%	-7,7%
MSCI Turkey	275.855	-3,3%	-7,7%
MSCI EMEA	248	-1,8%	21,6%
MSCI EM	1.367	-2,5%	27,1%
Gösterge Tahvil	38,47%	-154bps	-209bps
USD/TL	42,3547	1,10%	20,05%
EUR/TL	49,0114	1,13%	33,41%
F/K			
Bankacılık	6,2		
Sanayi	96,1		
Demir&Çelik	30,7		
GYO	10,9		
Telekom	15,0		
2025T F/K	14,9		

*Kapanış 28 Kasım 2025

BIST & Portföy



TCMB'nin Aralık ayında faiz indirimlerine devam etmesi bekleniyor...

Yurt içinde ise; başta 3 Aralık'ta açıklanacak Kasım ayı enflasyon verisi olmak üzere gelecek makro veriler, TCMB'nin 11 Aralık'ta açıklayacağı faiz kararı ve toplantı sonrası yapılacak açıklamalar yakından takip edilecektir. Ayrıca, Orta Doğu ve Suriye'deki gelişmeler olmak üzere jeopolitik riskler ve yurt içinde yolsuzluk soruşturmaları kapsamında gündeme gelecek haber akışları da piyasalar tarafından yakından takip edilecektir.

Kasım ayı içerisinde gündemdeki yolsuzluk davalarına yönelik gelen haber akışları ile dalgalanma yaşayan BIST 100 Endeksi, ay sonuna doğru TCMB'nin Aralık toplantısında faiz indirimlerine devam edeceği beklentisi ile toparlansa da ayı sınırlı bir düşüş ile %0,66 gerileyerek 10.898,70 puandan tamamladı. Sınai Endeksi ayı %3,65 düşüşle tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %6,43 yükselişle pozitif ayrıştı.

Fed ile birlikte global faiz oranlarının gerilemesi, tarifeler konusunda belirsizliklerin azalması ve Rusya-Ukrayna savaşının sonlanacağına yönelik beklentiler global ekonomide toparlanma sağlarken, dezenflasyon programı uygulayan Türkiye'nin elini rahatlatacaktır. Bu çerçevede 2026 yılında ekonomik koşulların 2025'e kıyasla daha ılımlı seyredeceği ve TCMB'nin faiz indirimlerine devam edeceği beklentisiyle başta bankacılık sektörü olmak üzere reel kesimin bu gelişmelerden olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Bu beklentilerin ışığında BIST'te aralık 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 %24 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey Endeksi 2025T 8.63x ve 0.92x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 43,8% ve 55,0% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde değişiklik yapmıyoruz.

Piyasa Riskleri

- ABD'de artan enflasyon endişelerine bağlı olarak Fed'in faiz indirimlerine ara vermesi veya artışı yapması,
- İlerleme kaydedilen tarifeler konusunda Başkan Trump'ın yeni açıklamalar ile ticaret savaşlarının tekrar gündeme getirmesi,
- Başta Rusya-Ukrayna olmak üzere Orta Doğu gibi kriz bölgelerinde sıcak çatışma risklerinin genişleyerek yayılması,
- TCMB'nin faiz indirim döngüsünün, enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi nedeniyle sektöre uğraması,

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	64,75	88,90	37,3%	6,5%	7,2%
ASELS.TI	183,40	240,00	30,9%	-9,8%	-9,2%
CIMSA.TI	45,76	63,00	37,7%	-3,7%	-3,1%
FROTO.TI	94,60	143,00	51,2%	-4,7%	-4,0%
ISCTR.TI	13,57	18,80	38,5%	7,3%	8,0%
MGROS.TI	521,00	780,00	49,7%	15,7%	16,5%
SAHOL.TI	81,90	146,24	78,6%	0,4%	1,1%
TCELL.TI	93,55	136,60	46,0%	-6,2%	-5,5%
THYAO.TI	272,75	495,50	81,7%	-6,4%	-5,8%
Ortalama				-0,1%	0,6%

*Kapanış 28 Kasım 2025

Eklenen

-

Çıkan

-

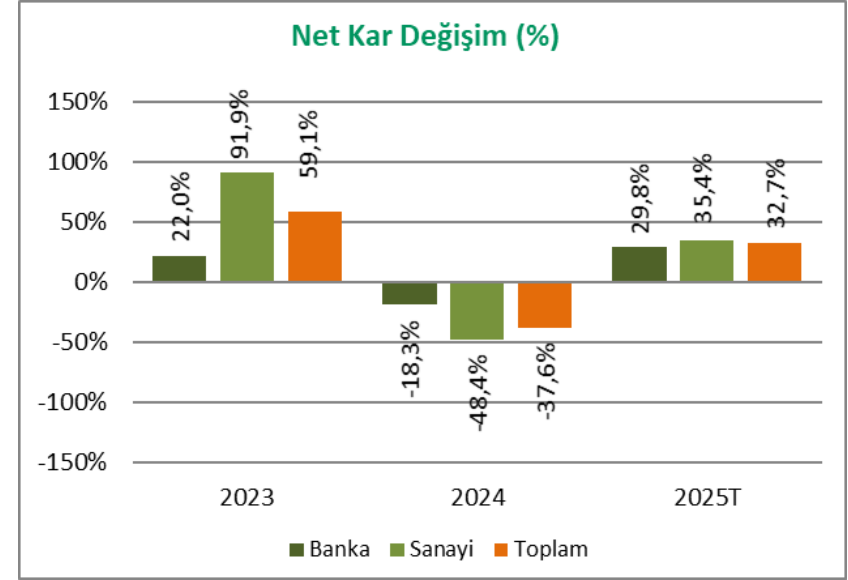
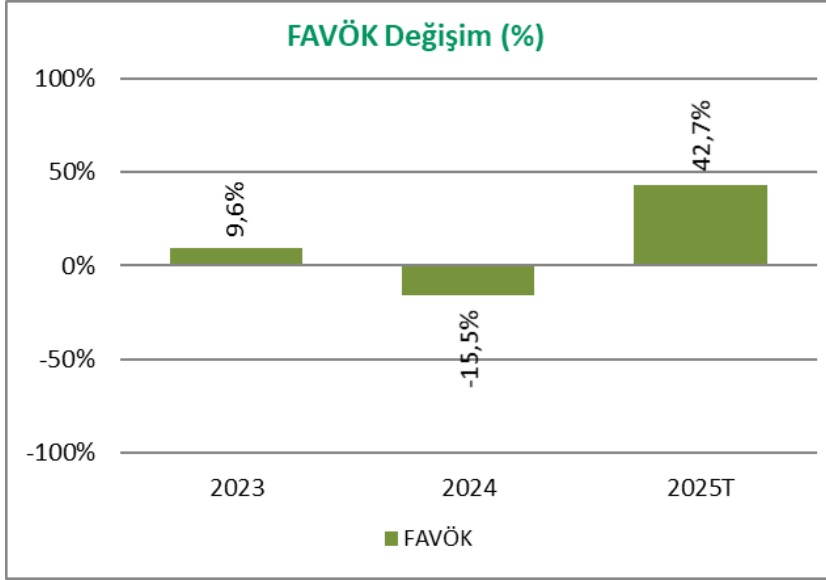
Değişmeyen

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.

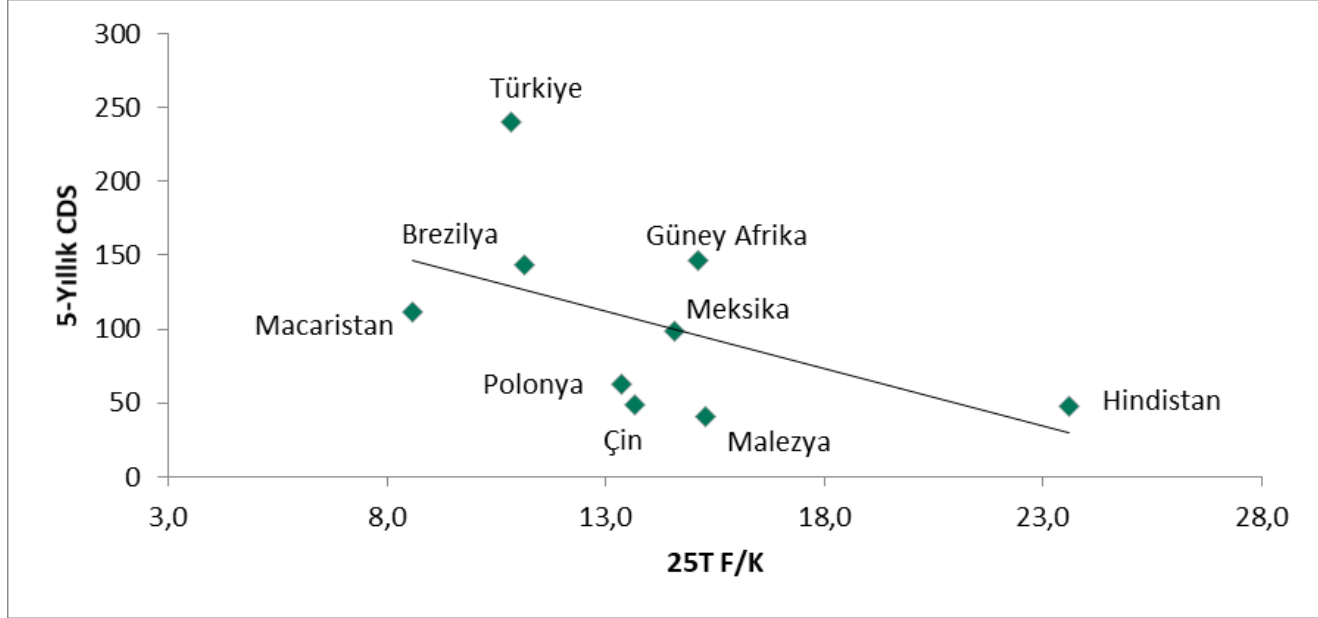
Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %8,1 düşüş göstererek MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %37,9, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %33,3 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	-3,7%	-7,7%	-8,1%	-7,7%
MSCI Gelişen Pazarlar	-2,5%	8,6%	26,7%	27,0%
MSCI EMEA	-2,7%	4,5%	22,6%	21,5%
MSCI Doğu Avrupa	0,4%	8,9%	57,0%	58,1%
MSCI Dünya	-0,6%	5,3%	15,4%	18,6%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	1,2%	17,6%	37,9%	37,6%
MSCI EMEA	1,1%	13,1%	33,3%	31,6%
MSCI Doğu Avrupa	4,3%	17,9%	70,8%	71,3%
MSCI Dünya	3,2%	14,0%	25,6%	28,5%

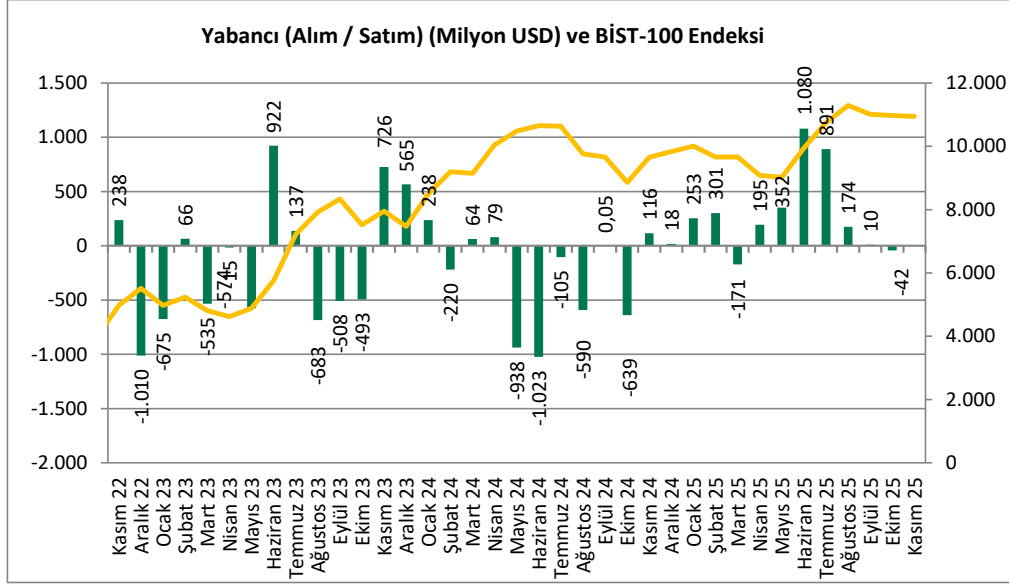
28 Kasım 2025 itibariyle

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

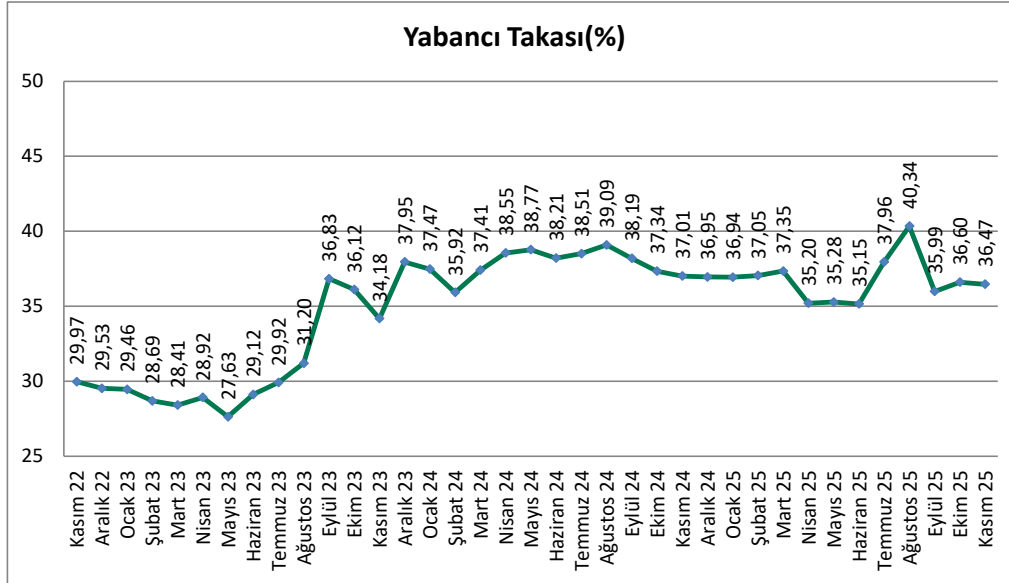


28 Kasım 2025 itibariyle

Yabancı payı...

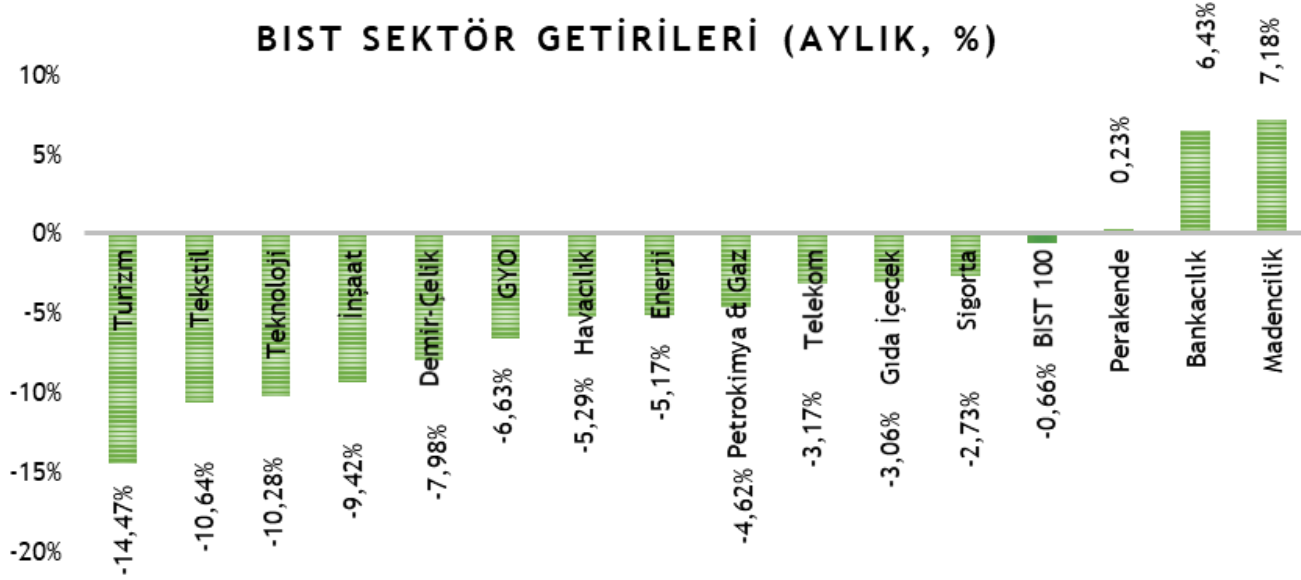


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2025 Ekim ayında toplam 42 milyon dolar net satış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2025 yılı Kasım ayında %36,47 seviyesinde gerçekleşti.

Sektör Getirileri...

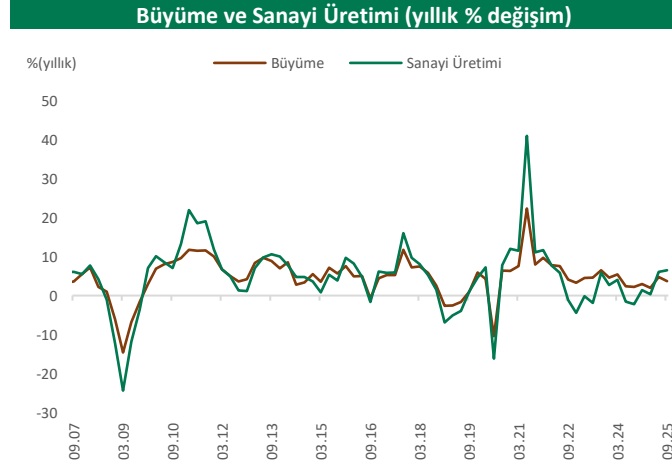


- Borsa İstanbul'da Kasım 2025 sonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör aylık %7,18 yükselişle Madencilik sektörü olmuştur.

Makroekonomik Görünüm

Büyüme/2025 – 3.Çeyrek

TÜİK tarafından açıklanan büyüme verilerine göre Türkiye ekonomisi yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,7 büyüme kaydetti. (Piyasa Beklentisi %4,1 ve Şeker Yatırım beklentisi %4). Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre %1,1 arttı. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, 2025 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %3,4 arttı. Üretim yöntemiyle Gayrisafi Yurt İçi Hasıla tahmini 2025 yılının üçüncü çeyreğinde cari fiyatlarla bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %41,6 artarak 17 trilyon 424 milyar 718 milyon TL oldu. GSYH'nin üçüncü çeyrek değeri cari fiyatlarla ABD doları bazında 432 milyar 880 milyon olarak gerçekleşti. İlgücü ödemelerinin cari fiyatlarla Gayrisafi Katma Değer içerisindeki payı geçen yılın aynı dönemine göre %35 ile sabit kaldı. Net işletme artışı/karma gelirin payı ise %46 iken %46,7 oldu. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2025 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; inşaat %13,9, finans ve sigorta faaliyetleri %10,8, bilgi ve iletişim faaliyetleri %10,1, ürün üzerindeki vergiler eksi sübvansiyonlar %9,6, diğer hizmet faaliyetleri %7,1, sanayi sektörü %6,5, ticaret, ulaştırma, konaklama ve yiyecek hizmetleri %6,3, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %4,4, gayrimenkul faaliyetleri %4,2, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %2,1 arttı. Tarım sektörü ise %12,7 azaldı. İnşaat sektöründeki belirgin iyileşme göze çarpıyor. Hem faiz indirim beklentileri hem de ertelenmiş faaliyetin hayata geçişi inşaat sektöründe önceki yıla göre ivmelenmeyi beraberinde getirdi. Öte yandan tarım sektöründeki %12,7 düzeyindeki daralma mevsimsel bir etki olarak görülebilir. Bunun zirai don sonucu olduğunu ve ekonomik aktivitede geçici etki yaratacağını tahmin ediyoruz. Üretim yanlı büyüme göstergesi olarak yakından takip ettiğimiz sanayi üretimi ise sakin bir ivmeyle de olsa toparlanmaya devam ediyor. Çeyreklik bazda büyümenin beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşmesi, yıllık bazlı büyümenin mevsimsel etkileri içermesinden kaynaklanıyor. Son çeyrekte bu ayrışmanın kapanacağını düşünüyoruz.

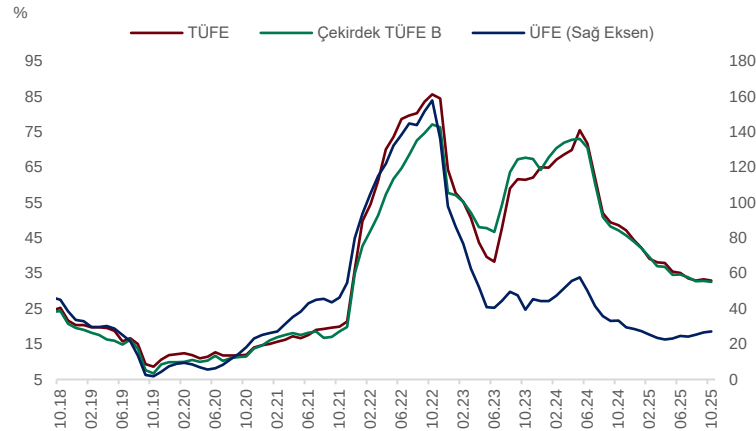


Makroekonomik Görünüm

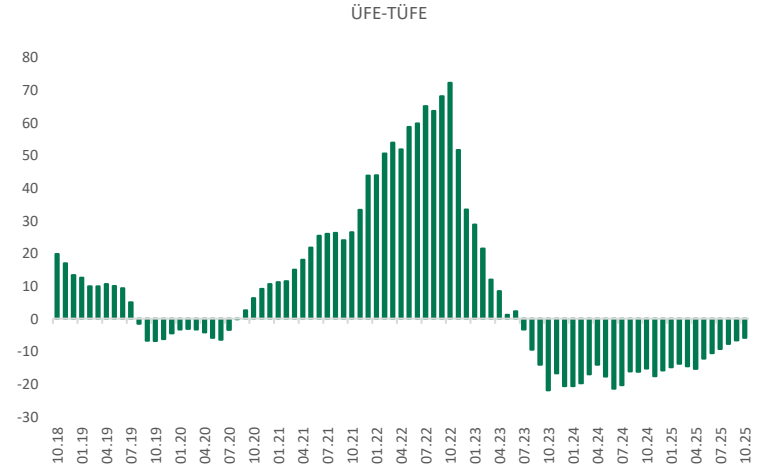
Enflasyon – Ekim

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 götürecek 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

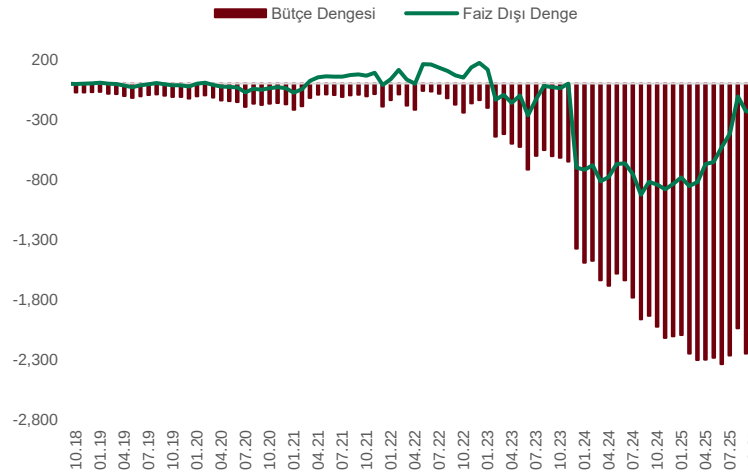


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Ekim

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı ekim ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.147 milyar TL, bütçe giderleri 1.370 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.213 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 223,2 milyar TL olurken faiz dışı denge 65,8 milyar TL açık vermiştir. Faiz ödemeleri on aylık ortalama trendin altına gerilese de yüksek seyrini devam ettiriyor (ortalama 180 milyar, Ekim 157 milyar). Cari transferlerde deprem dönemi dahil en yüksek aylık gider kaydedildi. Enflasyon etkisine rağmen yatay seyrini sürdüren personel giderlerine karşın, cari transferlerde özellikle KİT ve mali kurumlara yapılan transferler rekor kırmıştır. Kamu teşebbüslerine mevsimsel etkilerle toplamda 71,8 milyar transfer yapılmıştır. Bu kalemden Elektrik Üretim AŞ'ye 49,8 milyar TL ve BOTAŞ'a 20,5 milyar TL cari transfer yapılmıştır. Ocak-Ekim döneminde BOTAŞ ve Elektrik Üretim AŞ'ye toplam 352 milyar transfer gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde toplam faiz giderlerinin 1,81 trilyon TL olduğunu hesaplarsak, bütçe üzerinde kamu borçlanma faizi ve KİT'lere transferlerin yılbaşından bu yana toplam yükü yaklaşık 2,15 trilyon TL olmuştur. 12 aylık toplam birlikte değerlendirildiğine bütçe açığı 2,3 trilyon TL seviyesinde iken faiz hariç çekirdek denge 245 milyar açık vermiştir. Bütçede faiz baskısı devam ederken cari transferlerde ek giderler bütçe açığını tetikliyor. Kış mevsimi ile birlikte bu baskının artacağını tahmin ediyoruz. Para politikasında enflasyon odaklı faiz indirimleri, borçlanma faizleri üzerindeki baskıyı hafifletecektir. Bu kapsamda mali disiplin hedeflerine ulaşmada fiyat istikrarının ön koşul olduğunu görüyoruz. Son enflasyon raporunda tahminlerin yükseltilmesi ve para politikasının beklenenden daha uzun bir süre sıkı kalma ihtimali bütçe performansını da etkileyecektir. Bu kapsamda giderler tarafındaki baskının devam edeceği düşünülürse, vergi tahsilatındaki etkinlik maliye politikasının dezenflasyona vereceği katkıyı arttıracaktır.

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

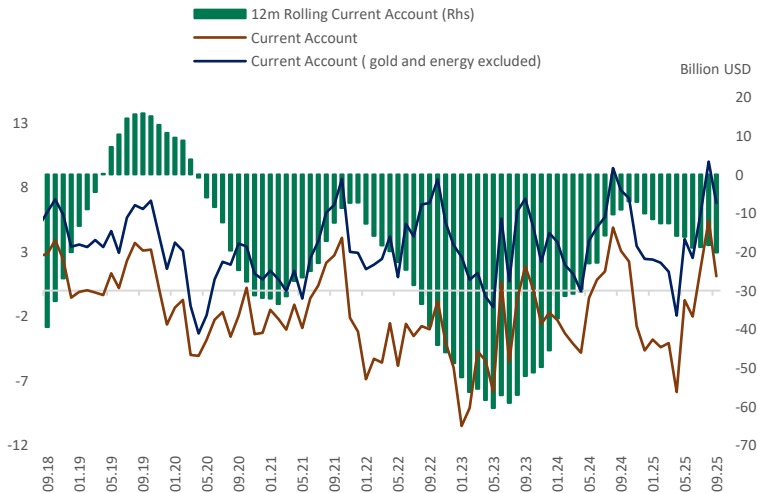


Makroekonomik Görünüm

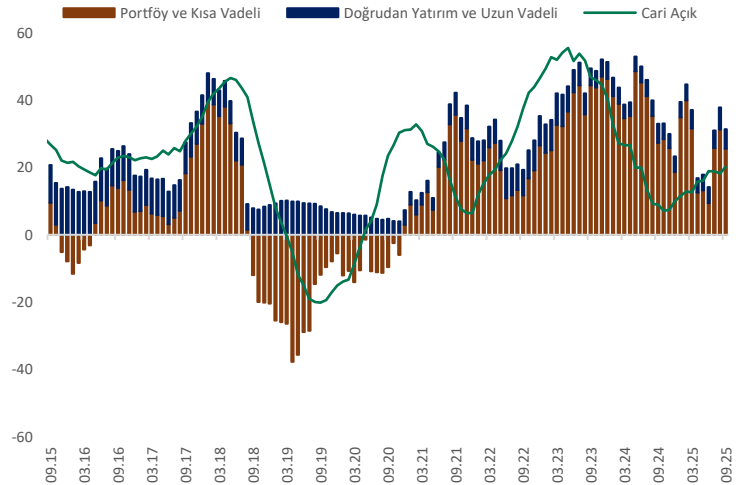
Ödemeler Dengesi - Eylül

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre eylül ayı cari işlemler dengesi 1.112 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 20.146 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (önceki 18.427 milyon). Hizmetler dengesindeki mevsimsellik devreye girmiş görünüyor. Dış ticaret dengesinde etkisine bakıldığında sınırlı da olsa faiz indirim beklentisi ithal talebini etkiliyor. 2025 boyunca önceki yıla kıyasla cari işlemler açığının sınırlı da olsa artış kaydedeceği bir dönem geçireceğimizi belirtmiştik. Faiz indirimleriyle birlikte yurtiçi ekonomik aktivitenin ithal talebi öncülüğünde toparlanması cari dengeye ilişkin baz senaryomuzu oluşturuyordu. Her ne kadar faiz indirimleri sıklık ve boyutu baz senaryomuzda göre farklılık gösterse de ana eğilim devam ediyor. Haziran-Eylül döneminde seyahat kalemleri öncülüğünde hizmetler dengesi güçlü girişler kaydetti. Bu etkinin son çeyrekte zayıflayarak devam edeceğini tahmin ediyoruz. Son enflasyon raporunda tahminlerin yukarı yönlü güncellenmesi para politikasındaki sıkı duruşu beklentilerimizden daha uzun bir süre devam ettirebilir. 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 5.356 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişler 7.707 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 64,8 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 62,6 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 6.803 milyon ABD doları fazla vermiştir. Çekirdek göstergelerdeki pozitif hava özellikle faiz indirimlerinde daha ihtiyatlı bir duruşla devam edecektir.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

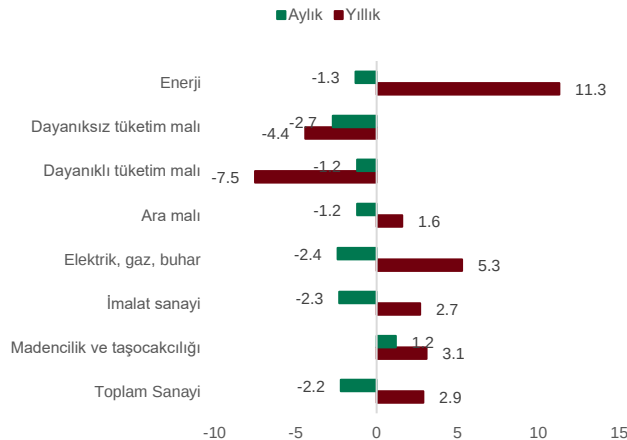


Makroekonomik Görünüm

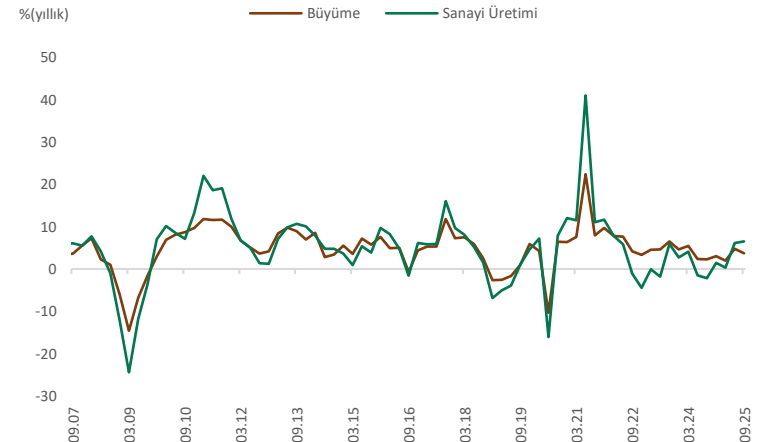
Sanayi Üretimi - Eylül

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim eylülde bir önceki aya göre %2,2 düşüş kaydetti. Aylık üretimdeki yavaşlama yıllık üretim artışını %2,9 seviyesine çekti (önceki %7,3). Faiz indirimlerinde ihtiyatlı duruş üretim verilerindeki ivmelenmeyi yavaşlatıyor. Küresel belirsizliklerin devam etmesi de dış talep kaynaklı iç üretim üzerinde baskı kurmaya devam ediyor. Üçüncü çeyrekte sıkı para politikasının devamı ve dezenflasyon sürecindeki yavaşlama, sanayi üretimi üzerinde negatif etki yaratacak gibi görünüyor. Çıktı açığının da uzun bir süre yatay bölgede seyredecek olması gerçekleşen üretim verilerini potansiyel üretim seviyesinin altında tutacaktır. Son enflasyon raporunda da değinildiği üzere, şirketlerin yüksek faiz döneminde tampon olarak kullandıkları kendi iç kaynaklarına yönelmesi üretimdeki yavaşlamaya rağmen iç talepteki canlılığı sürdürüyor. Enflasyon ve büyüme arasındaki korelasyonun beklenen etkiyi yaratmaması bu noktada ayrılmaya sebep oluyor. Ekonomi yönetimi büyümeden ödün vermeden dezenflasyon sürecini inşa etmiş, fiyatlardaki gerilemenin üretim ve istihdama etkisinin sınırlı olacağı bir baz senaryo üzerinden para politikası duruşu sergilemişti. Mevcut durumda enflasyonda atalet ve gıda fiyatları nedeniyle düşüş hızı yavaşlarken, üretim verileri sıklığı daha belirgin şekilde hissediyor. Son dönemdeki enflasyon eğilimi dikkate alındığında ve para politikası metinlerindeki mesajlar birlikte düşünüldüğünde sıkı duruş bir süre daha devam edecektir. Bu kapsamda son çeyrekte üretimde daha sakin ve yataya yakın bir seyir görebiliriz. Politika yapımcıların önceliği maliyeti ne olursa olsun enflasyonu hedeflerle uyumlu bir seviyeye çekmek olduğundan, faiz indirim patikası önceki tahminlerle belirgin şekilde farklılaştı. Yıl sonu enflasyonun %32-33 seviyelerinde dengeleneceği bir durumda son altı aylık dezenflasyon süreci olumsuz bir görünüm sergiliyor. Bu da uzun süredir üretim ve sipariş dinamiklerini faiz indirimlerine bağlayan reel sektör üzerinde negatif baskı yaratıyor. Bu nedenle, politik belirsizlikler ile fiyatlama davranışları ve beklenti kanalındaki yukarı yönlü seyir TCMB'nin hareket alanını sınırlandırıyor. Özellikle hizmet ve gıda enflasyonunda yapısal bir kırılma yaşanmazsa, 2026 ilk yarısına kadar üretim verilerindeki dalgalı ve yataya yakın seyir devam edecektir.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef : 88,90 TL)

Getiri Potansiyeli: %37

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 hisse için "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 %47 oranında artmasını bekliyoruz. Akbank için **88,90 TL** olan hedef fiyatımızın %37 artış potansiyeli bulunmaktadır. Banka için "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Banka payları 2025T 5,4 x F/K ve 1,20 x F/DD çarpanlarıyla ve %24 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.

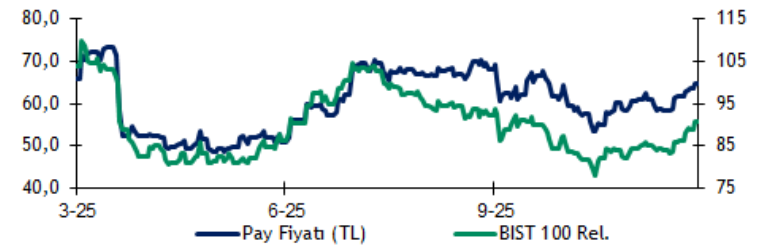
AKBNK

Piyasa Değeri (TLmn)	336.700	Beta (12A)	1,25
Piyasa Değeri (USD mn)	7.948	Ort. Günlük Hacim	6.433
Kapanış	64,75	Yabancı Payı	46,5%
12 Ay Yüksek	74,54	Halka Açıklık (%)	52,0%
12 Ay Düşük	47,88	Ağırlık	5,46%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	63.547	65.045	101.202	148.881
% Fark, Yıllık	-17,3%	2,4%	55,6%	47,1%
Net ücret ve komisyon geliri	30.832	69.162	115.042	147.910
% Fark, Yıllık	198,9%	124,3%	66,3%	28,6%
Net kar	66.479	42.366	62.545	104.299
% Fark, Yıllık	10,8%	-36,3%	47,6%	66,8%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	2,4%	2,9%	4,0%	4,1%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	2,1%	-0,9%	2,1%	1,9%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	5,5%	2,6%	3,0%	4,3%
Ortalama aktif getirisi	4,6%	2,0%	2,1%	2,7%
Ortalama özkaynak getirisi	36,4%	18,8%	24,0%	31,3%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	2,9	8,0	5,4	3,2
F/DD	0,90	1,40	1,20	0,93



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	10,6	-6,8	25,4	10,9
US\$ Getiri (%):	9,3	-9,9	15,1	-9,5
BIST 100 Relatif Getiri (%):	10,3	-2,8	5,6	-1,9

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

Aselsan (AL, Hedef: 240,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %30,9

Beklentilerin üzerinde sonuçlar...

ASELSAN 3Ç25'te 3.075mn TL piyasanın medyan beklentisini ve bizim 3.250mn TL beklentimizi aşarak TMS-29 etkisi dahil 4.765mn TL ana ortaklık karı elde etti (3Ç24: 2.671mn TL). 3Ç25'te net satış gelirlerindeki artış ile birlikte başarılı operasyonel maliyet yönetimi sonucu elde edilen esas faaliyet karındaki artış, net finansman gideri ve parasal pozisyon kayıbdaki azalış net kar rakamını destekledi.

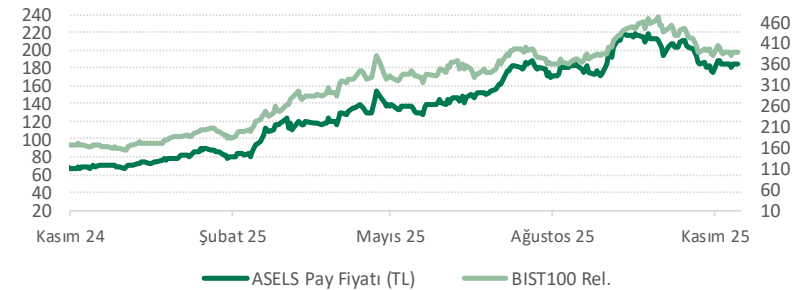
3Ç25'te Aselsan, bizim 32.780mn TL olan tahminimizin ve 32.300 milyon TL olan piyasanın medyan beklentisinin sırasıyla %1,07 ve %2,58 üzerinde gerçekleşerek yıllık %14 artışla 33.132mn TL net satış geliri elde etti. ASELSAN, uzun vadeli hedeflerine ulaşmak amacıyla 2024 yılı başında hayata geçirdiği aselsaneXt programı kapsamında olumlu sonuçlar elde etmeye devam etti. Söz konusu dönemde elde edilen hasılatla ÇELİKKUBBE, Radar, Elektro-Optik, Elektronik Harp, Güvenlik, Deniz ve Askeri Haberleşme sistemlerine yönelik teslimatlar önemli pay oluşturdu. TMS-29 etkisi dahil FAVÖK hem bizim hem de piyasanın medyan beklentisi olan 7.900 milyon TL'nin %3,7 üzerinde, 8.191 milyon TL olarak gerçekleşti (3Ç24: 6.565mn TL). 3Ç25'te FAVÖK, maliyet kontrolü, artan operasyonel kârlılık ve yüksek katma değerli ürünlerin devreye girmesiyle güçlenmeye devam etti. Dijital dönüşüm ve süreç iyileştirmelerine yönelik adımların da katkısıyla FAVÖK marjı %24,72 seviyesinde gerçekleşti. Bununla birlikte genel yönetim giderlerinin yaklaşık %10 oranında azalması net kâr marjının %14,38 seviyesine yükselmesini sağladı. (3Ç24'te sırasıyla %22,58 ve %9,19) Şirket, büyüme eğiliminin önemli göstergelerinden biri olan Alınan İş/Satışlar oranını iki yıl üst üste 2 seviyesinde korumayı başardı. Şirket, bu ivmeyi 2025 yılının ilk dokuz ayında da sürdürerek oranı 2,5 seviyesine yükseltti ve böylece sektör ortalamasının üzerindeki güçlü konumunu devam ettirdi. ASELSAN'ın toplam sipariş tutarı 5,7 milyar ABD doları tutarında yeni sözleşmeyle 9A25'de bakiye siparişleri tarihin en yüksek seviyesi olan 17,9 milyar dolara yükseldi (9A24: 12,6 milyar dolar). İhracat odaklı büyüme stratejisini kararlılıkla sürdüren Şirket, 9A25'de almış olduğu 5,7 milyar dolar sipariş büyüklüğünün 1,45 milyon dolarlık kısmını yurtdışından sağladı (9A24: 535 milyon dolar). Şirket'in 9A25 itibarıyla toplam bakiye siparişlerinin %98'ini savunma, %2'sini savunma dışı siparişler oluşturdu. Şirket'in 9A25 itibarıyla uzun vadeli siparişlerinin 52%'si dolar, 40%'i Euro ve 8%'i ise TL bazlı siparişlerden oluştu.

Şirket'in net borç pozisyonu, Şirket'in net borcu 3Ç24'e kıyasla %20 azalış kaydederek 23,769 milyon TL'ye geriledi. 9A25'te Net Borç/FAVÖK oranı 0,53x seviyesine geriledi. Önceki yılın aynı döneminde Net Borç / FAVÖK oranı 1,24 seviyesinde yer alıyordu. Şirket böylece, sektör ortalamalarının altında seyreden pozisyonunu korudu.

Ar-Ge harcamaları ve seri üretime yönelik yatırımlar artmaya devam etti. Ar-Ge harcamaları bir önceki yıla kıyasla %40 oranında artarak 925 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşti. Ar-Ge harcamalarıyla beraber ASELSAN'ın, seri üretim alt yapılarının güçlendirilmesi amacıyla gerçekleştirdiği sabit yatırım harcamaları da bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık iki katına çıkarak 200 milyon ABD doları seviyesine ulaştı.

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

Kod	ASELS.IS	Kapanış	183,40	
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 (%)	47,7%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2022A	*2023A	*2024A	2025T
Satış Gelirleri	121.080	133.272	150.773	177.950
Büyüme		10,1%	13,1%	18,0%
FAVÖK	25.425	29.024	37.923	45.200
FAVÖK Marjı	21,0%	21,8%	25,2%	25,4%
Net Kar (Mn TL)	2.322	13.203	19.189	26.280
Pay Başına Kar	1,02	2,90	4,21	5,76
Temettü Verimi	0,25%	0,22%	0,28%	0,11%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,60	0,83	0,53	0,35
Net Borç / Özsermaye (x)	0,11	0,15	0,11	0,08
Ort. Özsermaye Karlılığı		8,7%	11,5%	14,2%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,9%	6,6%	8,3%
Değerleme Çarpanları	*2022A	*2023A	*2024A	2025T
F/K	11,9	28,1	21,6	31,1
FD/FAVÖK	15,5	13,6	11,5	19,0
FD/Satışlar	1,2	1,7	2,3	4,8
F/DD	3,6	2,3	2,4	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, 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 63,00 TL)

Getiri Potansiyeli: %37,7

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.

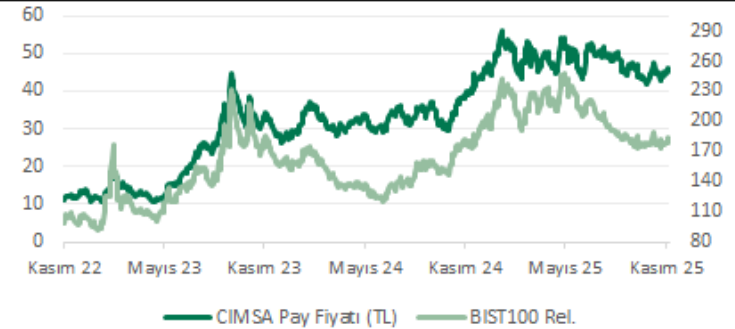
Satış hacmindeki organik büyümeye karşın döviz kurlarındaki artış oranının yıllık enflasyonun altında kalması sonucu ihracat ve uluslararası operasyonların konsolide satış gelirlerine sağladığı katkının daha sınırlı kalması ve elde tutulan Sabancı Holding hisselerinin fiyat hareketlerinden kaynaklanan 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. 28 Kasım 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %37,7 oranında kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	CIMSA.IS	Kapanış	45,76	
Piyasa Değeri (Mn TL)	43.270	Son 12 Ay En Yüksek	56,69	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.022	Son 12 Ay En Düşük	38,60	
Firma Değeri (Mn TL)	64.543	Beta	1,08	
Firma Değeri(Mn \$)	1.534	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	14,9	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	6,5%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024A*	2025T
Satış Gelirleri	37.704	37.132	35.309	44.653
Büyüme		-1,5%	-4,9%	26,5%
FAVOK	3.863	6.627	6.380	8.015
FAVOK Marjı	10,2%	17,8%	18,1%	17,9%
Net Kar(Mn TL)	7.384	4.511	3.371	3.327
Pay Başına Kar	54,66	4,77	3,57	3,52
Temettü Verimi	2,7%	3,2%	1,2%	2,4%
Net Borç / FAVOK (x)	0,59	0,64	2,71	2,52
Net Borç / Özsermaye (x)	0,08	0,13	0,56	0,63
Ort. Özsermaye Karlılığı		14,5%	10,4%	10,5%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,5%	4,4%	3,9%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024A*	2025T
F/K	4,0	11,1	16,4	13,0
FD/FAVOK	11,1	8,2	11,4	8,1
FD/Satışlar	0,4	0,8	1,7	1,4
F/DD	2,4	1,5	1,8	1,3
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-0,2	-6,4	-0,6	17,1
\$ Getiri (%)	-1,4	-9,5	-17,3	-4,4
BIST-100 Relatif (%):	-0,5	-2,4	-10,3	3,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022, 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

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

Getiri Potansiyeli: 51%

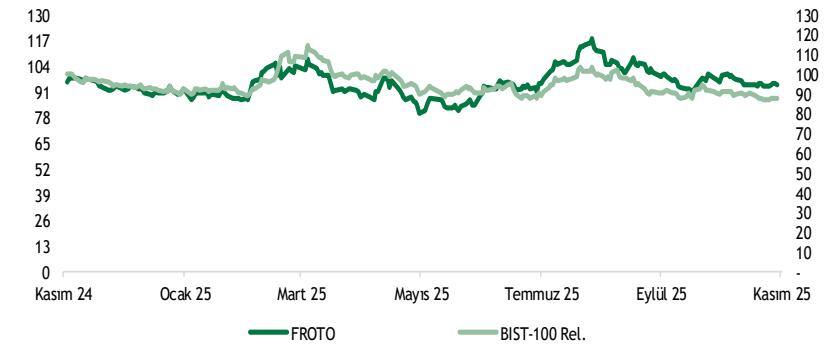
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 143,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 28 Kasım 2025 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2025T 8.0x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 10.1x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %51'e işaret etmektedir.

ODMD verilerine göre; Ford Otosan'ın Ekim ayında hafif ticari araç pazarında satışları yıllık %9,7 oranında artış göstererek 7.526 adede yükselmiştir (Ekim 2024: 6.861 adet). Ocak - Ekim 2025 döneminde ise Ford Otosan'ın Hafif Ticari Araç perakende satışları yıllık %9,5'lik yükselişle geçen senenin Ocak - Ekim dönemindeki 54.386 adetten 59.564 adete yükselmiştir. Ekim 2025'te Şirket'in pazar payı yıllık daralma göstererek %8 olarak gerçekleşmiş olup Ocak-Ekim 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 yurtiçi perakende pazarı beklentisini güçlü talep sebebiyle 1.3-1.4mn adet bandında beklemektedir. Ford Otosan yurt içi perakende satış beklentisini ise 110-120bin adet olarak belirlemiştir. Avrupa'daki makroekonomik nedenlerden kaynaklı zayıflayan talep ortamından dolayı Ford Otosan'ın ihracat hacmi beklentileri 590-640bin adet (Romanya: 200-220bin) (TR: 390-420bin adet) aralığındadır. Ford Otosan, 2025 toplam satış adeti beklentisini 700-760bin adettir. Şirket'in toplam üretim tahmini ise 680-730bin adet bandındadır (Romanya: 240-260bin adet, TR: 440-470bin adet). Şirket, 2025 yatırım harcaması hedefi ise 450-550mn EUR olarak (Genel Yatırımlar: 130-150mn EUR, Ürün Yatırımları: 320-400mn EUR) şekillenmiştir. Ford Otosan, ayrıca 2025 yılında yüksek tek haneli satış gelirleri büyümesi ve %7-%8 aralığındaki FAVÖK marjı beklentisi paylaşılmıştır.

Kod	FROTO TI/FROTO IS	Kapanış		94,60
Piyasa Değeri (mn TL)	331.961	Son 12 Ay En Yüksek		118,30
Piyasa Değeri (mn \$)	7.838	Son 12 Ay En Düşük		78,85
Firma Değeri (mn TL)	429.733	Beta		0,92
Firma Değeri (mn \$)	10.193	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)		32,29
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		37,03
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	53.937
FAVÖK Marjı (%)	9,9%	10,4%	6,7%	6,5%
Net Kar	27.730	70.826	38.864	32.902
Pay Başına Kar	79,02	201,84	110,75	93,76
Temettü Verimi	8,1%	7,5%	7,8%	2,8%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,43	1,42	3,19	2,40
Net Borç/ Özsermaye (x)	0,90	0,83	0,88	0,92
Ortalama Özsermaye Karlılığı		90,5%	31,1%	23,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		29,0%	10,7%	8,1%
Değerleme Çarpanları	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
F/K	12,0	4,7	8,5	10,1
FD/FAVÖK	13,4	7,0	10,8	8,0
FD/Satışlar	1,3	0,7	0,7	0,5
F/DD	4,5	2,2	3,4	2,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-3,0	-15,4	2,6	-0,6
\$ Getiri (%)	-4,2	-18,2	-14,7	-18,9
BIST-100 Relatif (%)	-3,2	-11,7	-7,4	-12,1



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: %39

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 yükseliş 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 %52,4 artış göstermesini bekliyoruz. İş Bankası için 12 aylık hedef fiyatımız 18,80 TL olarak belirlerken, bu hedef %39 artış potansiyeli bulunduruyor. Banka için "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Banka payları 2025T 4,9 F/K ve 0,89 F/DD çarpanlarıyla ve %19,9 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.

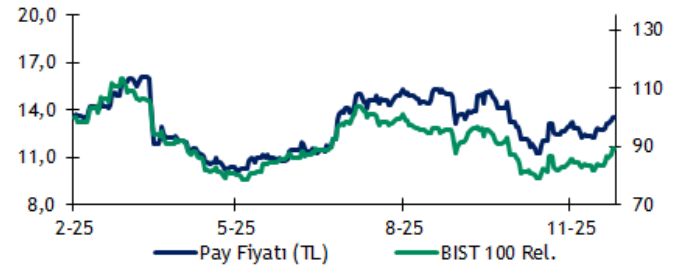
ISCTR

Piyasa Değeri (TLmn)	339.250	Beta (12A)	1,27
Piyasa Değeri (USD mn)	8.008	Ort. Günlük Hacir	6.254
Kapanış	13,57	Yabancı Payı	26,0%
12 Ay Yüksek	16,36	Halka Açıklık (%)	31,0%
12 Ay Düşük	10,07	Ağırlık	3,28%

(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	69.361	138.534
% Fark, Yıllık	17,4%	-37,0%	52,4%	99,7%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	2,1%	2,1%	3,0%	3,5%
Kredi riski maliyeti	1,0%	1,1%	2,0%	1,2%
Net faiz marjı (Swap dahil)	3,7%	-0,7%	2,5%	4,0%
Ortalama aktif getirisi	3,7%	1,6%	2,3%	4,6%
Ortalama maddi özkaynak getirisi	31,6%	15,6%	19,9%	31,1%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	3,2	7,4	4,9	2,4
F/DD	0,87	1,06	0,89	0,66



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	9,3	-10,4	24,5	1,9
US\$ Getiri (%):	8,1	-13,3	14,3	-16,9
BİST 100 Relatif Getiri (%):	9,1	-6,5	4,8	-9,9

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Migros (AL, Hedef: 780,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 50%

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

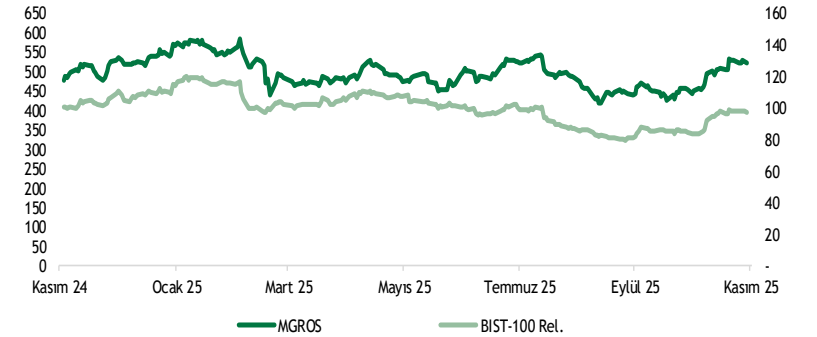
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 780 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 28 Kasım 2025 kapanışı baz alınarak Migros, 2025T 3.4x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 10.9x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %50'ye işaret etmektedir.

➤ Şirket'in FMCG Pazar payı gelişimine bakıldığında; fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern FMCG pazarında Şirket 9A25'te %16,8'lik (9A24: %16,2), toplam FMCG pazarında ise %10,1'lik (9A24: %9,5) pazar payına sahip olmuştur. Ek olarak; Şirket'in net mağaza sayısı 9A25'te 3.730 adet olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak Şirket'in satış alanı 9A25'te yıllık %3,0'lük yükseliş göstermiştir. Artan mağaza sayısı & bunun sağladığı destekle satış alanlarının büyümesi ile e-ticaret kanallarının net satışlar üzerindeki pozitif katkısının, 2025 yılında 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 3Ç25 sonunda 3Ç24'e göre toplam finansal borcu (TMS-29 Etkisi dahil, TFRS-16 etkisi hariç) yıllık %30 düşüş göstererek 1.445mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 3Ç25 sonu itibarıyla de Şirket net nakit pozisyonu artış göstermiş olup yıllık %4 yükseliş göstererek 29.637mn TL seviyesine ulaşmıştır (TRFS 16 etkisi hariç). Şirket'in serbest nakit akımları ise 3Ç24'teki varlık satışlarından tek seferlik nakit girişlerinin etkisiyle düşerek 7.653mn TL'ye (varlık satışları hariç: yıllık +%19) gerilemiştir.

➤ Migros, Migros 2025 yılında TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri dahil %6-%7'lük reel satış büyümesi beklemektedir. Şirket, TMS-29 dahil %6,5 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	521,00	
Piyasa Değeri (mn TL)	94.329	Son 12 Ay En Yüksek	587,42	
Piyasa Değeri (mn \$)	2.227	Son 12 Ay En Düşük	412,49	
Firma Değeri (mn TL)	94.170	Beta	0,92	
Firma Değeri (mn \$)	2.223	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	26,71	
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	28,99	
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
Satış Gelirleri	202.823	262.132	293.780	410.923
Büyüme (%)		29,2%	12,1%	39,9%
FAVÖK	5.430	4.537	15.796	27.334
FAVÖK Marjı (%)	2,7%	1,7%	5,4%	6,7%
Net Kar	13.196	12.747	6.340	8.681
Pay Başına Kar	72,88	101,65	36,66	47,95
Temettü Verimi	1,6%	1,9%	0,7%	0,9%
Net Borç/FAVÖK (x)	-0,27	-1,17	0,51	0,24
Net Borç/Özsermaye (x)	-0,04	-0,07	0,15	0,10
Ortalama Özsermaye Karlılığı		22,2%	10,0%	14,9%
Ortalama Aktif Karlılığı		8,2%	3,1%	3,8%
Değerleme Çarpanları	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
F/K	7,1	7,4	14,9	10,9
FD/FAVÖK	17,3	20,8	6,0	3,4
FD/Satışlar	0,5	0,4	0,3	0,2
F/DD	2,4	1,3	1,8	1,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	15,5	7,2	-2,7	11,0
\$ Getiri (%)	14,1	3,7	-19,1	-9,4
BIST-100 Relatif (%)	15,2	11,8	-12,2	-1,8



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: %78,6

Sabancı Holding 3Ç25'te, enflasyon muhasebesi (TMS-29) uygulanmış konsolide finansal sonuçlarına göre 679mn TL ana ortaklık net kar (3Ç24: 3.754mn TL zarara karşılık) açıkladı. Holding'in 9A25 itibariyle net zararı 789mn TL seviyesinde (9A24:14.834mn TL net zarar) gerçekleşti.

Sabancı Holding 3Ç25'te bankacılık dahil 277.887mn TL (yıllık %3,2 azalış) konsolide gelir elde etti. Bankacılık gelirleri yıllık %1,8 azalışla 206.818mn TL seviyesinde gerçekleşirken, banka dışı gelirler yıllık %6,5 azalışla 74.858mn TL seviyesinde gerçekleşti. Holding'in ilk dokuz aylık dönemde toplam konsolide geliri yıllık %1,6 artışla 846.837mn TL olarak gerçekleşti (9A24: 833.809mnTL)

Sabancı Holding'in FAVÖK rakamı 3Ç25'te yıllık %56,9 yükselişle 19.379mn TL seviyesinde gerçekleşti. Yılın ilk dokuz aylık döneminde ise geçen yılın aynı dönemine göre %7,9 azalışla 62.089mn TL FAVÖK elde edildi (9A25: 67.416mn TL). Üçüncü çeyrekssel dönemde geçen yıla kıyasla bankacılık tarafındaki güçlü FAVÖK büyümesine ek olarak, enerji, finansal hizmetler ve malzeme teknolojileri segmentlerinin katkısına bağlı olarak banka dışı FAVÖK'te sağlanan iyileşme net kar performansına doğrudan pozitif olarak yansımıştır.

Azalan net parasal pozisyon kayıpları ve yatırım faaliyetlerinden sağlanan gelirler net karı pozitif etkilerken, Türkiye'de devam eden yüksek faiz ortamına bağlı olarak artan finansman giderleri karlılığa negatif etki etmiştir.

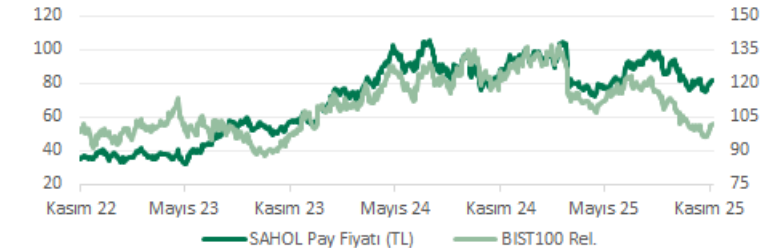
Holding solo net nakit pozisyonu, iklim Teknolojileri'ne yönelik sermaye artırımları ile ilgili nakit çıkışları nedeniyle çeyreklik bazda hafif düşüş göstererek 12,0 milyar TL seviyesine geriledi. Banka dışı Net borç/FAVÖK rasyosu 1,7x ile Grup'un politika seviyesi olan 2,0x'in altında kalmayı sürdürdü.

Sabancı Holding'in net aktif değerinin %37'si bankacılık ve finansal hizmetler, %37'si enerji ve iklim teknolojileri, %16'sı malzeme teknolojileri, %1'i dijital teknolojiler, %5'i diğer, ve %3'ü nakit segmentlerinden oluşuyor. Konsolide gelirlerin (9A25) ise %76'sı bankacılıktan, %24'ü banka dışı segmentlerden geliyor.

2025 beklentilerimiz: Holding'in gelirleri içerisinde önemli paya sahip olan bankacılık ve finansal hizmetler segmentinin, 2025'te 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 28 Kasım 2025 tarihli son kapanış fiyatına göre %78,6 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	81,90	
Piyasa Değeri (Mn TL)	172.021	Son 12 Ay En Yüksek	105,98	
Piyasa Değeri (Mn S)	4.061	Son 12 Ay En Düşük	71,70	
Firma Değeri (Mn TL)	371.854	Beta	1,14	
Firma Değeri(Mn S)	8.876	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn S)	60,8	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	31,8%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2023*	2024*	2024/09	2025/09
Satış Gelirleri	248.115	244.704	180.690	175.458
Finans Sektörü Hasılatı	713.069	892.925	653.119	671.379
Toplam Satış Gelirleri	961.185	1.137.629	833.809	846.837
Büyüme		18,4%		1,6%
Konsolide Net Kar (Mn TL)	27.938	-19.410	-14.834	-789
Pay Başına Kar	13,69	-9,24	-7,06	-0,38
Temettü Verimi	4,5%	2,7%		
Net Borç / Özsermaye (x)	0,10	0,33	0,21	0,59
Ort. Özsermaye Karlılığı	7,40%	-5,46%		-1,5%
Ortalama Aktif Karlılığı	0,70%	-0,50%		-0,1%
Değerleme Çarpanları	2023*	2024*	2024/09	2025/09
F/K	8,0	0,0	0,0	0,0
FD/Satışlar	0,6	1,3	1,5	2,2
F/DD	0,6	0,7	0,7	0,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	3,2	-14,6	-11,5	-6,9
S Getiri (%)	1,9	-17,5	-26,4	-24,0
BIST-100 Relatif (%):	3,0	-11,0	-20,2	-17,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2023, 2024 finansalları 9A25'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Turkcell (AL, Hedef: 136,60 TL)

Getiri Potansiyeli: %46

Beklentilere paralel sonuçlar...

Turkcell, 3Ç25'te bizim beklentimiz olan 5.800mn TL'lik net kar tahmininin %7,4, piyasanın medyan beklentisi olan 5.066mn TL net kar tahmininin ise %6,5 üzerinde, yıllık bazda %71,6'lık düşüşle 5.398mn TL net kâr elde etmiştir (3Ç24: 19.035mn TL). Net kârdaki düşüş, Ukrayna operasyonlarının satışı nedeniyle elde edilen tek seferlik kazancın 3Ç24'te meydana getirdiği yüksek baz etkisinden kaynaklandı. Buna ek olarak, parasal pozisyon kaybı ve yüksek seyreden net finansman gideri de düşüşü etkileyen diğer unsurlar oldu.

3Ç25'te Turkcell, bizim 59.200mn TL olan tahminimizin ve 59.019 milyon TL olan piyasanın medyan beklentisine paralel gerçekleşerek yıllık %11,2 artışla 59.536mn TL net satış geliri elde etti. Bu artış temel olarak, güçlü ARPU büyümesi, genişleyen abone portföyü, başarıyla gerçekleştirilen müşteriye daha üst paketlere taşıma stratejileri ve Techfin segmentinin güçlü performansı sayesinde gerçekleşti. Turkcell Türkiye gelirlerinin %76'sını oluşturan bireysel segment gelirleri, fiyat düzenlemeleri, artan faturalı abone sayısı ve müşterileri üst paketlere taşıma aksiyonları sayesinde %10,8 büyümeye kaydetti. Kurumsal gelirler, Veri Merkezi ve Bulut Hizmetleri ile mobil iş kolundaki fiyat optimizasyonları sayesinde yıllık bazda %17,1 yükseldi. Veri Merkezi ve Bulut iş kolu, bu çeyrekte yıllık bazda %50,6 ile bir kez daha önemli bir büyümeye kaydetti.

Hem mobil hem de sabit tarafta çift haneli ARPU büyümesi... Pazardaki rekabetin yoğun seyrettiği bu çeyrekte, müşteri bazında kazanım devam etti. 3Ç25'te 569 bin net faturalı mobil abone kazanımıyla, son 12 aydaki net faturalı abone artışı 2 milyonu, toplam mobil abone bazı ise 39 milyonu aştı. Gelire olan yüksek katkısı nedeniyle önemli olan faturalı abone oranı ise yıllık bazda 4,6 puan artışla %79'a yükseldi. Diğer taraftan, abone bazını yapay zekâ destekli mikro-segment yaklaşımıyla yöneterek, ihtiyaç odaklı teklifler sayesinde aboneleri üst paketlere taşıma devam etti. Bununla birlikte, faturalı abone oranındaki artış ve segment bazında yapılan fiyat düzenlemelerinin de etkisiyle Mobil Bileşik ARPU (M2M hariç) yıllık %11,9 büyüdü. Sabit segmentte ise nette 33 bin fiber abone kazanımı elde etti.

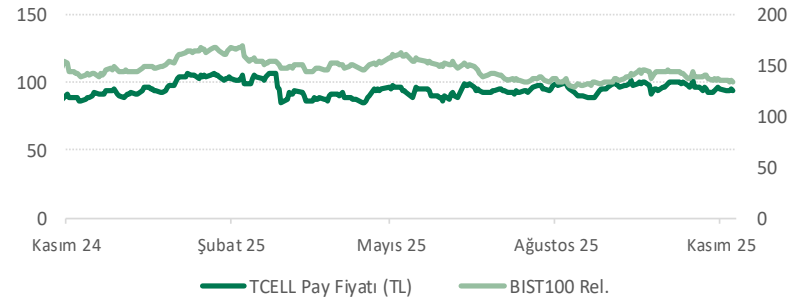
TMS-29 etkisi dahil FAVÖK güçlü gelir artışı sayesinde bizim 26.200mn TL olan tahminimizin ve 25.920 milyon TL olan piyasanın medyan beklentisine paralel gerçekleşerek yıllık %21,4 artışla 26.519mn TL gerçekleşti. FAVÖK marjı 3Ç25'te %44,5 (3Ç24: %40,8) seviyesinde gerçekleşti.

Şirket'in net borç pozisyonu azaldı. 30 Eylül 2025 itibarıyla net borç, 2024/06 sonundaki 27.274 milyon TL seviyesinden 19.855 milyon TL seviyesine geriledi. Net borç/FAVÖK oranı ise 0,20x seviyesinde gerçekleşmiştir.

2025 yılı beklentileri yukarı yönlü revize edildi. Şirket, gelir büyümesi öngörüsünü %7-9 aralığından yaklaşık %10 seviyesine yükseltti. FAVÖK marjı beklentisi ise %41-42 aralığından %42-43 aralığına çıkarıldı. Güçlü gelir performansının etkisiyle, operasyonel yatırım harcamalarının gelire oranı %24'ten %23'e düşürüldü. Ayrıca Veri Merkezi - Bulut iş kolu için gelir büyümesi beklentisi de %32-34 aralığından yaklaşık %43 seviyesine revize edildi. (Beklentiler 2025 yılı enflasyonunun %32 seviyesinde gerçekleşeceği varsayımına dayanmaktadır)

TCELL hissesi için pay başına 136,60 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %46 getiri potansiyeli sunarken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	93,55	
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 (%)	42,9%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	*2022A	*2023A	*2024A	2025T
Satış Gelirleri	163.358	186.459	199.250	240.650
Büyüme		14,1%	6,9%	20,8%
FAVÖK	72.127	85.211	88.662	102.450
FAVÖK Marjı	44,2%	45,7%	44,5%	42,6%
Net Kar (Mn TL)	12.460	22.734	29.505	20.944
Pay Başına Kar	8,18	14,92	10,11	9,52
Temettü Verimi	2,4%	1,6%	2,8%	3,4%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,96	0,54	0,40	0,21
Net Borç / Özsermaye (x)	0,35	0,21	0,15	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	7,5	9,8	8,7	9,6
FD/FAVÖK	4,8	3,2	3,3	2,3
FD/Satışlar	0,7	0,9	1,2	1,0
F/DD	2,7	1,0	1,1	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, 2023 ve 2024 finansalları 2025'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

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

Getiri Potansiyeli: 82%

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. 28 Kasım 2025 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız, **Şirket için %82'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2025T F/K 3.54x ve 2025T FD/FAVÖK 3.69x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ Şirket, Ekim 2024'e kıyasla Ekim 2025'te **toplam yolcu sayısında yıllık %19,1'lik artış** kaydetmiştir. THY'nin Ekim 2025'teki toplam yolcu sayısı 8.51mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Ekim 2025'te **dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı** içerisindeki oranı ise **%67,1'e** ulaşmıştır. THY, Ekim 2025'te yıllık bazda **%21,4 artışla 5.72mn dış hat yolcusu** taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise Ekim ayında **yıllık bazda %14,5** oranında artarak **2.8mn** olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in **yolcu doluluk oranı** Ekim 2025'te yıllık bazda **2.0 yp artış** göstererek **%84,7** olarak gerçekleşmiştir. THY'nin **kargo iş hacmi** ise Ekim 2025'te yıllık bazda **%16,2 artış** göstermiştir. Şirket, 10A24'e kıyasla 10A25'te toplam yolcu sayısında yıllık **%7,9'luk artış** kaydetmiştir. THY'nin 10A25'teki toplam yolcu sayısı 77.9mn olarak gerçekleşmiştir. THY, 10A25'te yıllık bazda **%10,3 artışla 50,77mn dış hat yolcusu** taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda **%3,6** oranında artış göstererek **27.1mn** olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı 10A25'te yıllık bazda **0.8 yp artış** göstererek **%83,1** olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise 10A25'te yıllık bazda **%6,7 artış** göstermiştir. Şirket'in açıklanan Ekim 2025 trafik verileri, bu ay içerisinde **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 **%5-6** 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 525-530 uçak aralığına yükselmesini beklemektedir.

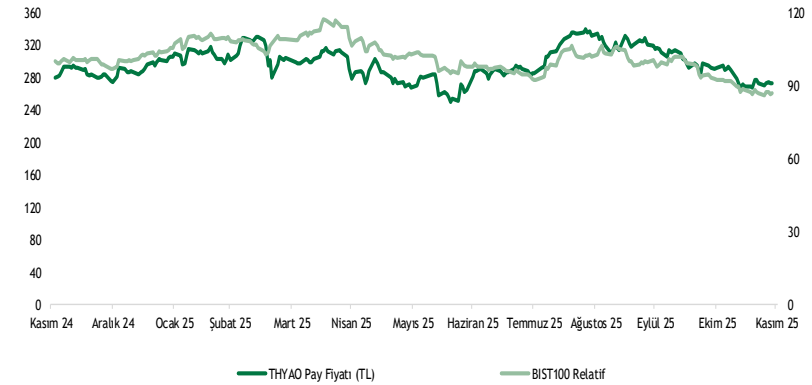
➤ **Riskler:** COVID-19 ya da farklı bir virüs salgını, doğal afet ve jeopolitik risklerin artması trafik, karlılık tahminlerimizi ve değerlememizi olumsuz etkileyebilecektir. Jet yakıt fiyatlarında hızlı bir artış/azalış da tahminlerimiz ve değerlememiz üzerinde olumsuz/olumlu etkili olabilecektir.

Kod	THYAO.TI/THYAO.IS	Kapanış	272,75
Piyasa Değeri (Mn TL)	376.395	Son 12 Ay En Yüksek	342,72
Piyasa Değeri (Mn \$)	8.887	Son 12 Ay En Düşük	246,66
Firma Değeri (Mn TL)	761.657	Beta	0,91
Firma Değeri (Mn \$)	18.169	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	246,3
Halka Açıklık Oranı (%)	50,48	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	28,75

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	3,26	1,48	2,59	3,54
FD/FAVÖK	3,67	3,28	3,59	3,69
FD/Satışlar	0,99	0,87	0,80	0,75
F/DD	1,17	0,73	0,60	0,52

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-6,59	-18,95	-0,64	-2,80
\$ Getiri (%)	-7,74	-21,63	-17,38	-20,67
BIST-100 Relatif (%)	-6,83	-15,46	-10,38	-14,03



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

Tavsiye Listesi

Şeker Yatırım Tavsiye Listesi 1 Aralık 2025								
BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	64,75	88,90	336.700	462.282	37,3%	6,99	1,21
GARAN	AL	138,90	172,28	583.380	723.569	24,0%	5,34	1,42
HALKB	TUT	35,62	34,19	255.922	245.683	-4,0%	12,64	1,29
ISCTR	AL	13,57	18,80	339.250	469.965	38,5%	6,19	0,89
TSKB	AL	12,86	18,86	36.008	52.807	46,7%	2,91	0,84
VAKBN	AL	28,78	36,74	285.380	364.293	27,7%	5,18	1,08
YKBNK	AL	35,30	41,36	298.181	349.367	17,2%	6,71	1,24
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	168,40	243,75	427.045	618.125	44,7%	67,17	0,66
SAHOL	AL	81,90	146,24	172.021	307.167	78,6%	-	0,50
TAVHL	AL	278,00	384,00	100.992	139.501	38,1%	25,53	1,26
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	128,10	200,20	24.524	38.328	56,3%	48,49	1,02
AKSEN	AL	52,70	75,00	64.628	91.970	42,3%	48,00	1,21
ARCLK	AL	105,70	170,00	71.424	114.875	60,8%	-	1,05
ASELS	AL	183,40	240,00	836.304	1.094.400	30,9%	44,57	4,49
BIMAS	AL	537,00	772,00	322.200	463.200	43,8%	28,33	2,12
CCOLA	AL	51,40	75,00	143.821	209.847	45,9%	14,59	1,97
CİMSA	AL	45,76	63,00	43.270	59.576	37,7%	40,80	1,35
DOAS	AL	180,50	259,90	39.710	57.179	44,0%	8,47	0,59
EREGL	AL	23,86	39,70	167.020	277.908	66,4%	32,89	0,60
FROTO	AL	94,60	143,00	331.961	501.800	51,2%	12,29	2,09
KRDMD	TUT	25,08	30,35	19.568	23.680	21,0%	-	0,45
MGROS	AL	521,00	780,00	94.329	141.222	49,7%	20,20	1,25
PETKM	TUT	17,00	15,75	43.085	39.920	-7,3%	-	0,64
PGSUS	AL	201,00	365,60	100.500	182.801	81,9%	6,57	0,89
SELEC	TUT	68,55	110,00	42.570	68.310	60,5%	66,74	1,49
SISE	AL	37,32	55,00	114.319	168.470	47,4%	43,70	0,50
TCELL	AL	93,55	136,60	205.810	300.523	46,0%	21,55	0,85
THYAO	AL	272,75	495,50	376.395	683.795	81,7%	3,57	0,45
TOASO	AL	229,80	284,70	114.900	142.350	23,9%	79,17	2,18
TTKOM	AL	55,75	72,50	195.125	253.744	30,0%	11,35	0,96
TUPRS	AL	194,80	237,80	375.340	458.185	22,1%	17,03	1,09
ULKER	AL	110,80	170,00	40.916	62.778	53,4%	6,68	1,02
VESBE	AL	8,40	15,00	13.440	24.004	78,6%	-	0,35
ZOREN	TUT	3,24	4,20	16.200	21.000	29,6%	-	0,23

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak 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