

3Ç25 Kâr Beklentileri

3Ç25 sonuçları henüz tam bir toparlanma sinyali vermiyor

AK Yatırım Araştırma
arastirma@akyatirim.com.tr

Bankalar için toplam net kârın 3Ç25'te çeyreklik bazda neredeyse yatay kalmasını (tek seferlik etkiler hariç tutulduğunda yaklaşık %10-15 çeyreklik büyüme), kapsam dahilindeki sigorta şirketleri için ise çeyreklik bazda orta tek haneli seviyelerde artmasını öngörüyoruz. Finans-dışı şirketler için kar görünümü, otomotiv, telekomünikasyon ve rafineri sektörlerinden bazı şirketlerle birlikte çoğu gıda perakendecisi ve gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) için genel olarak olumlu görünüyor. Buna karşılık, havayolu şirketleri, petrokimya ve çelik sektörü ile otomotiv sektöründen bazı şirketler için 3Ç25 sonuçları genel olarak zayıf görünüyor.

3Ç25, temmuz ayında faiz indirimlerinin yeniden başlamasıyla şirketler açısından pozitif başladı. Nitekim, ticari ve bireysel kredi faiz oranlarında çeyreklik ortalama 600 baz puanlık bir düşüş yaşandı. Enflasyonda gıda ve hizmet kaynaklı katılıklar faiz indirimlerinin geçmiş öngörülerden daha yavaş olabileceği beklentisi oluşturdu. Türk Lirasının reel olarak son iki ayda değer kazanmasına rağmen, reel efektif döviz kuru (REER) bazında yıllık ortalama değer artışı 3Ç25'te %4'e gerileyerek yılın ilk yarısındaki %14 seviyesinin oldukça altında kaldı. Öncü göstergeler, ana imalat sektörlerinde tam anlamıyla bir toparlanmaya işaret etmekten uzak kalırken, savunma sanayii ve deprem sonrası yeniden inşa faaliyetleriyle desteklenen inşaat sektörü güçlü performansını sürdürdü. İleriye dönük olarak, faiz indirim döngüsündeki olası gecikmeler BIST şirketleri için genel olarak negatif değerlendirilebilir. Öte yandan, başlıca ticaret ortaklarımızın PMI endekslerindeki yükseliş ve ISO İhracat İklimi Endeksi'ndeki hafif artış, ihracatçı şirketler açısından bir miktar toparlanma potansiyeli sunuyor. Ayrıca, düşük seyreden petrol fiyatları ve 2Ç25'teki artışın ardından güçlenen Euro/Dolar paritesi üretim maliyetleri açısından olumlu bir gelişme oldu.

3Ç25'te bankaların performansı genel olarak yıl sonu öz kaynak kârlılığı (RoE) hedeflerinin gerisinde kaldı: Devam eden makro ihtiyati tedbirler ve faiz indirim hızındaki yavaşlama, net faiz marjı (NIM) genişlemesini sınırladı. Ayrıca, tahsili gecikmiş alacaklardaki (NPL) hızlanma, risk maliyetleri (CoR) üzerinde baskı yarattı. Her ne kadar ücret ve komisyon gelirlerindeki olumlu trend sürse de birçok bankada enflasyonun üzerinde artan operasyonel giderler bu olumlu etkiyi büyük ölçüde törpüledi. Bu nedenle, araştırma kapsamındaki bankalar için 3Ç25'te toplamda orta-tek haneli bir net kâr artışı öngörmekteyiz. 9A25 itibarıyla öz kaynak kârlılığı seviyeleri, çoğu banka için 2025 bütçe hedeflerinin altında bulunuyor. Araştırma kapsamındaki özel bankalar arasında Yapı Kredi'nin 3Ç25'te yaklaşık %20 çeyreklik kar artışı ile en güçlü performansı göstermesi beklenirken, İş Bankası'nda öngörülen yaklaşık %20'lik kar düşüşü ise bir önceki çeyrekteki tek seferlik, faaliyet dışı gelir kalemlerinden kaynaklanmaktadır.

Sigorta şirketlerinde 3Ç25 dönem için ılımlı sonuçlar bekleniyor, ancak uzun süren yüksek faiz ortamında öne çıkabilirler: Araştırma kapsamındaki üç sigorta şirketi için 3Ç25'te toplam net kâr artışının çeyreklik bazda %6,2 olmasını bekliyoruz. Muallak hasar karşılıklarında kullanılan iskonto oranının %32,5'ten %30,0'a düşürülmesinin olumsuz etkisi olsa

da finansal gelirlerdeki artış bu bozulmayı büyük ölçüde telafi etti. Anadolu Sigorta için %14 çeyreklik net kâr artışı, Türkiye Sigorta için ise önceki çeyreğe paralel bir sonuç öngörüyoruz. Anadolu Hayat Emeklilik tarafında ise tüm iş kollarında (hayat, emeklilik, finansal gelir) görülen hafif iyileşmeye bağlı olarak net kârda %7 çeyreklik artış bekliyoruz.

Finans dışı sektörlerde ayrışma devam ediyor: 3Ç25'te gıda perakendeciliği ile gıda ve içecek sektörü, sepet büyüklüklerinin enflasyonun üzerinde artması ve etkin maliyet kontrolü sayesinde pozitif ayrıştı. Buna karşın, fiyat hassasiyeti daha yüksek olan gıda dışı perakende sektörü, düşük ve orta gelirli hane halklarının satın alma gücündeki düşüş nedeniyle zayıf bir performans sergiledi. Otomotiv sektörü, güçlü iç talep sayesinde olumlu sinyaller verirken, ihracat tarafındaki zayıflık sektörel belirsizliği artırıyor. Havayolu şirketleri ise rekabetin yoğunlaştığı hatlarda fiyat baskısı ve artan personel maliyetleri nedeniyle zayıflık yaşıyor. Rafineri sektörü olumlu mevsimsellik ve destekleyici ürün marjlarından faydalanmaya devam ederken, demir-çelik sektörü küresel talep zayıflığı nedeniyle hâlâ cazip görünmüyor. Dayanıklı tüketim malları sektörü ise EUR/USD paritesindeki güçlenmenin marjlara destek olmasına rağmen, ihracat pazarlarındaki zayıf talep ve artan rekabet nedeniyle toparlanmadan uzak seyrediyor.

Bu çeyrek olumlu yönde öne çıkanlar. Bu çeyrekte, nispeten daha iyi finansal sonuçlar beklediğimiz şirketler arasında **BİM** (düşük bir bazla desteklenen reel gelir büyümesi ve marjda iyileşme), **Coca-Cola İçecek** ve **Ülker** (hacim genişlemesi ve operasyonel metriklerde iyileşme), **Tofaş Oto** (Stellantis Otomotiv satın alımı ve 'K0' modelinin etkisi), **Doğu Oto** (canlı iç pazar talebi), **Arçelik** (EUR/USD paritesindeki artışın etkisiyle toparlanan FAVÖK), **Avrupakent GYO** (ev teslimatları ve gelirlerde reel büyüme), **Torunlar GYO** (ofis kiralarda güçlü artış), **TAV** (yolcu büyümesi), **Turkcell** (reel mobil ARPU büyümesi), **Tüpraş** (ürün marjlarının güçlenmesi, mevsimsellik ve parasal kayıpların azalması) ve **Koç Holding** (finansal tarafta enflasyon muhasebesinin azalan etkisi ve ana sektörlerdeki kar büyümesi) yer alıyor.

Zayıf beklentisi olan şirketler: Diğer taraftan, **Mavi** ve **Koton** (tüketici talebinin zayıf olması nedeniyle gelir daralması), **Ford Otosan** (satış karmasında elektrikli araç payının artması nedeniyle daha yüksek maliyetler), **Türk Traktör** (zayıf iç talep ve düşük kapasite kullanımı), **Türk Hava Yolları** ve **Pegasus** (yoğunlaşan rekabet ve devam eden yüksek personel maliyetleri nedeniyle marj baskısı), **Selçuk Ecza** (referans kur için güncelleme olmaması ve yüksek personel maliyetleri), **Ereğli** (zayıf küresel talep hem fiyatları hem de hacimleri baskılıyor), **Petkim** (düşük talep, Çin rekabeti, yüksek faiz oranları) ve **Aksa** (yeni bir satın almanın finansmanı için yeni borçlanma ve genel olarak faaliyet ortamının zayıflığı nedeniyle faiz maliyetlerinde artış) için 2025'in 3. çeyreğinde nispeten zayıf performans öngörüyoruz.

3Ç25 bilanço dönemi 20 Ekim'de Türkiye Sigorta ile başlayacak. Türkiye Sigorta'nın ardından, Anadolu Hayat ve TAV'ın 23 Ekim'de, Arçelik ve Anadolu Sigorta'nın ise 24 Ekim'de sonuçlarını açıklamasını bekliyoruz. 3Ç25 bilanço açıklamaları için son tarih solo bazlı finans dışı şirketler için 30 Ekim, bankalar ve konsolide bazlı finans dışı şirketler için 10 Kasım olarak belirlendi.

BANKA

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		3Ç25T	3Ç24	Y/Y	2Ç25	Ç/Ç	9A25T	9A24	Y/Y	Beklenti Notları
Banka											
ALBRK	6-Kas	Özkaynak	20,618	16,059	28.39%	19,878	3.72%	20,618	16,059	28.39%	Albaraka Türk'ün 3Ç25 net kârının önceki çeyreğe göre %40'ın üzerinde gerileyip 3Ç24 sonucunun hafif altında kalacağını tahmin ediyoruz. Şirket 2Ç25'te toplam 1,3 milyar TL otel binası satışından olağandışı gelir elde etmişti. Buna karşılık, net faiz gelirinde 3Ç25'te 1 milyar TL'ye yakın artış bekliyoruz. Bunun 2/3'ü TCMB'den zorunlu karşılıklar için sağlanan faiz gelirinin döneme ögü muhasebesel ek katkısından, geri kalan ise genişleyen katılım payı marjından kaynaklanıyor. Albaraka Türk'ün ayrıca bu çeyrekte serbest karşılıklardan önceki dönem ayırdığı 445 milyon TL'yi silip gelir kaydedeceğini öngörüyoruz. Buna göre bankanın toplam serbest karşılık rezervinin de yeniden 0,3 milyar TL'ye gerilemesini bekliyoruz. Ayrıca bankanın azalarak da olsa bu çeyrekte de vergi geliri yazacağını düşünüyoruz.
		Net Faiz Geliri	1,010	(666)	n.a.	(395)	n.a.	1,916	1,050	82.52%	
		Net Kâr	740	794	(6.75%)	1,256	(41.06%)	9,842	2,664	269.43%	
GARAN	30-Eki	Özkaynak	409,835	302,648	35.42%	377,604	8.54%	409,835	302,648	35.42%	Garanti'nin 3Ç25 net kârındaki düşük tek haneli büyüme tahminimiz, benzer bankalarla aynı seviyede olan 50 baz puanlık net faiz marjı artış etkisini yansıtır. Banka TL mevduat fonlaması yerine daha düşük maliyetli swap fonlamaya yöneldiğinden swap giderlerinin 3Ç25'te önceki çeyreğin üç katına çıkmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, bankanın 2025/9A döneminde swap dahil net faiz marjındaki artışı 120 baz puan olarak, bankanın 2025 için hedeflediği 300 baz puanlık artışın oldukça altında hesaplıyoruz. Ayrıca, bankanın komisyon gelirinin rakiplerine paralel olarak yüksek tek haneli düzeyde artmasını ve işletme gideri artışının da yıllık %15'i aşarak benzer banka ortalamasından yukarıda kalmasını bekliyoruz. Diğer taraftan, bankada sorunlu kredi intikallerinin benzer bankalardan daha düşük düzeyde seyretmesini, dolayısıyla bankanın kredi risk maliyetinin benzerlerine göre daha az artmasını bekliyoruz.
		Net Faiz Geliri	35,339	18,896	87.01%	29,830	18.47%	94,910	45,530	108.46%	
		Net Kâr	29,350	22,095	32.84%	28,326	3.62%	82,960	66,934	23.94%	
HALKB	10-Kas	Özkaynak	179,849	137,957	30.37%	168,310	6.86%	179,849	137,957	30.37%	Halkbank'ın 3Ç25 net kârında önceki çeyreğe göre %50 üzeri artış beklentimiz faaliyet giderlerinin (sektör eğiliminin aksine) önceki çeyreğe göre 1,2 milyar TL azalmasından ve öz sermaye yöntemine geçişle birlikte iştirak gelirinin 1,5 milyar TL'nin üzerinde artmasından kaynaklanıyor. Buna karşılık banka muhasebe değişikliği ile TÜFE tahvil gelirlerinin yüklü kısmını 2Ç25'e çektiğinden, TÜFE tahvil gelirinde 32 milyar TL'ye yakın ve swap dahil toplam net faiz gelirinde 0,5 milyar TL kadar bir azalma bekliyoruz. Bununla birlikte bankanın TÜFE hariç net faiz marjında 350 baz puan civarında güçlü bir artış olası görünüyor. Bankanın komisyon gelirinde de orta onlu seviyelerde (özel banka ortalamasının üzerinde) bir artış olası görünüyor. Ancak takibe intikallerin hızlanmasıyla kredi risk maliyetinin önceki çeyreğin iki katına ulaşarak net kâr artışını sınırlamasını bekliyoruz. Ayrıca bankanın azalarak da olsa bu çeyrekte de vergi geliri yazacağını iş Bankasının swap dahil net faiz gelirinde %120'ye yaklaşan artış ile 3Ç25'te ayrışacağını düşünüyoruz. Modelimiz bu artışın tamamen eksiden artıya geçen TÜFE tahvili hariç faiz gelirinden geleceğini ve net faiz marjında 100 baz puan civarında rakiplerin üzerinde bir artış sağlanabileceğini gösteriyor. Bununla birlikte iş Bankasının önceki çeyrekte (ikinci ve dördüncü çeyreklerde tekrarlanan) aktif değerlemesi geliri elde ettiği ve önceki çeyreğe 1,2 milyar TL katkı sağlayan vergi gelirinin bu çeyrekte olmayacağı değerlendirilirse kâr artışı çok olası görünmüyor. Ayrıca banka kârının faaliyet giderlerinde %15'i aşan artış ve kredi risk maliyetinin rakiplerden hızlı artarak 250 baz puana ulaşması gibi faktörler tarafından baskılanacağını tahmin ediyoruz. Buna karşılık iş Bankası'nın komisyon gelirinde özel sektör bankalarına paralel yüksek tek haneli dönemsel artış bekliyoruz.
		Net Faiz Geliri	18,876	3,066	n.m	19,379	(2.59%)	52,519	(401)	n.m	
		Net Kâr	7,600	2,960	156.78%	4,981	52.58%	19,633	11,218	75.02%	
ISCTR	3-Kas	Özkaynak	377,189	290,553	29.82%	360,538	4.62%	377,189	290,553	29.82%	
		Net Faiz Geliri	18,507	(5,771)	n.m	8,657	113.79%	37,724	(14,669)	n.m	
		Net Kâr	14,000	5,534	152.99%	17,372	(19.41%)	43,790	34,685	26.25%	
TSKB	27-Eki	Özkaynak	42,220	29,217	44.51%	39,439	7.05%	42,220	29,217	44.51%	TSKB'nin önceki çeyrek sonuçları olağanın üzerinde 1,6 milyar TL'lik kredi tahsilatı gelir etkisini ve 300 milyon TL kadar (2. ve 4. çeyreklerde gerçekleşen) aktif değerlendirme etkisini yansıtır. Bankanın bu kalemlerin etkisini bir miktar dengelemek için 3Ç25'te 250 milyon TL kadar serbest karşılık çözümünü bekliyoruz. Ayrıca Hazine gelirlerinin 3Ç25'e (tahvil alım/satımı ve kur kaynaklı) 250 milyon TL ek katkı sağlamasını; ayrıca önceki çeyreğe göre net karşılık giderinin (bahsedilen olağan dışı kurumsal kredi etkisi hariç) 200 milyon TL düşmesini bekliyoruz. Bunun dışında komisyon gelirinde halka arz kaynaklı gelir artışı ve faaliyet giderlerinde önceki çeyrek personele ödenen kuruluş primi gibi faktörler kârdaki azalmayı bir miktar dengeleyecektir.
		Net Faiz Geliri	3,632	3,172	14.48%	3,610	0.59%	10,424	8,460	23.22%	
		Net Kâr	2,780	2,633	5.61%	3,380	(17.75%)	9,255	7,036	31.55%	
VAKBN	6-Kas	Özkaynak	257,206	201,166	27.86%	246,456	4.36%	257,206	201,166	27.86%	Vakıfbank halen TÜFE tahviller için %27 gibi (önceki %26) rakiplerin altında bir enflasyon varsayımı uyguluyor ve yıl sonu beklentileri dikkate alındığında 4Ç25 TÜFE gelirlerinde kuvvetli bir artış sağlayacak. Bankanın 3Ç25 net kârının ise önceki çeyreğe göre orta tek haneli artış göstermesini bekliyoruz. Bu öngörümüz 50 baz puan kadar sektör ortalamasına yakın bir net faiz marjı genişlemesi ile net faiz gelirinde 7,5 milyar TL'ye yakın artış öngörüyoruz. Buna karşılık hazine gelirlerinde 3 milyar TL gerileme, iştirak gelirlerinde 0,5 milyar TL düşüş ve net karşılık giderlerinde 4 milyar TL kadar artış öngördüğümüzden net kâr ancak %7 kadar büyüyor. Ek olarak net komisyonlarda %15'in hafif altında ve faaliyet giderlerinde %5'in altında büyümeler kârlılık açısından sektör ortalamasından olumlu bir ayrışmaya işaret ediyor.
		Net Faiz Geliri	32,040	16,486	94.35%	24,581	30.34%	78,390	30,346	158.32%	
		Net Kâr	10,750	8,023	33.99%	10,029	7.18%	40,813	27,214	49.97%	
YKBNK	31-Eki	Özkaynak	235,730	190,967	23.44%	221,692	6.33%	235,730	190,967	23.44%	Yapı Kredi'nin 3Ç25 net kârında %20'ye yaklaşan ve rakiplerinden olumlu ayrılan bir eğilim bekliyoruz. Net kârdaki artış swap dahil net faiz gelirinde sınırlı bir artış (net faiz marjında ortalama 50 baz puanlık genişlemeyle) öngörmemize rağmen, bankanın hazine gelirlerini (sektör genelinden ayrıarak) arttırmasından kaynaklanıyor. Bankanın komisyon gelirinin yüksek tek haneli düzeyde (genel eğilime paralel) artmasını, faaliyet gideri artışının da %15 düzeyi ile özel banka ortalamasına yakın olmasını bekliyoruz. Bankanın ayrıca önceki çeyrek düzeyinde korunan kredi risk maliyeti tarafında genel artış eğiliminden olumlu ayrışacağını ve böylece net karşılık giderindeki artışın %20'inin altında kalacağını hesaplıyoruz.
		Net Faiz Geliri	14,470	1,376	951.78%	10,197	41.90%	36,082	4,301	739.00%	
		Net Kâr	13,400	5,001	167.95%	11,330	18.27%	36,148	22,405	61.34%	
TOPLAM		Özkaynak	1,522,647	1,168,566	30.30%	1,433,917	6.19%	1,522,647	1,168,566	30.30%	
		Net Faiz Geliri	123,874	36,560	238.82%	95,860	29.22%	311,964	74,616	318.09%	
		Net Kâr	78,621	47,038	67.14%	76,675	2.54%	242,441	172,155	40.83%	

SİGORTA

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		3Ç25T	3Ç24	Y/Y	2Ç25	Ç/Ç	9A25T	9A24	Y/Y	Beklenti Notları
Sigorta											
ANHYT	23-Eki	Özkaynak	10,982	8,302	32.3%	9,561	14.9%	10,982	8,302	32.3%	Anadolu Hayat için 2Ç25'e kıyasla yaklaşık %7'lik kâr artışı beklentimiz, tüm iş kollarındaki iyileşmeden kaynaklanmaktadır. Teknik karlılıkta (hayat & emeklilik) çeyreklik prim üretimindeki hızlanma ve emeklilik fon büyüklüğündeki yükseliş neticesinde daha iyi sonuçlar bekliyoruz. Bunun yanında, artan finansal gelirler de net karı destekleyici bir unsur olacaktır.
		Net Kâr	1,422	707	101.0%	1,326	7.2%	3,791	2,835	33.7%	
ANSGR	24-Eki*	Özkaynak	35,824	27,675	29.4%	31,510	13.7%	35,824	27,675	29.4%	Anadolu Sigorta'nın 3Ç25 sonuçlarında, çeyreklik bazda %14'lük bir net kâr artışı tahmin ediyoruz. Muallak hasar karşılıklarına uygulanan iskonto oranındaki düşüş (%32,5'ten %30,0'a) sebebiyle, bileşik oranda bir yükseliş beklememize rağmen, büyüyen yatırım portföyü ve iyileşen getiri oranı sayesinde finansal gelirlerdeki artışın zayıflayan teknik sonuçları telafi edeceğini düşünüyoruz.
		Net Kâr	3,360	2,441	37.6%	2,959	13.5%	8,575	7,879	8.8%	
TURSĞ	20-Eki	Özkaynak	41,879	24,075	74.0%	36,544	14.6%	41,879	24,075	74.0%	Türkiye Sigorta'nın 3Ç25 karında çeyreklik bazda yatay bir sonuç öngörüyoruz. Muallak hasar karşılıklarına uygulanan iskonto oranındaki düşüşün (%32,5'ten %30,0'a) etkisiyle teknik sonuçların pozitiften başa baş seviyeye dönmesini bekliyoruz. Buna karşılık, büyüyen yatırım portföyü neticesinde artan yatırım gelirlerinin teknik taraftaki bozulmayı dengeleyeceğini düşünüyoruz.
		Net Kâr	4,880	3,071	58.9%	4,811	1.4%	14,214	9,640	47.4%	
TOPLAM		Özkaynak	88,685	60,052	47.7%	77,614	14.3%	88,685	60,052	47.7%	
		Net Kâr	9,662	6,220	55.3%	9,097	6.2%	26,580	20,355	30.6%	

* Planlanan tarih (değişebilir)

FİNANSAL KESİM DIŞI

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		3Ç25T	3Ç24 (orijinal)	Y/Y Nominal	Y/Y Reel	Beklenti Notları
AEFES	TL	5 Kas	Net Satış	68,532	62,195	10.2%	(17.3%)	3Ç tahminlerinin yıllık karşılaştırması anlamlı olmayacaktır, çünkü 3Ç24 için (Rusya operasyonları hariç) proforma rakamlar sağlanmamıştır. Türkiye bira hacimlerinin %5 daralması, uluslararası hacimlerin ise yatay kalmasını bekleriz. Çeyreksel bazda ise, mevsimsel düzeltmeler nedeniyle FAVÖK'ün reel anlamda %14 artacağını öngörüyoruz.
			FAVÖK	14,981	12,783	17.2%	(12.1%)	
			Marj	21.9%	20.6%	1.31pt	1.31pt	
			Net Kâr	4,693	5,600	(16.2%)	(37.1%)	
AKSA	TL	5 Kas	Marj	6.8%	9.0%	(2.16pt)	(2.16pt)	Aksa, DowAksa'daki kalan %50 hisseyi (satın alma sonrasında Aksa Karbon olarak adlandırılacak) 3Ç25'te 125 milyon USD karşılığında satın aldıktan sonra karbon elyaf operasyonlarını tamamen konsolide edecek. Daha önce karbon elyaf operasyonları öz kaynak yöntemi ile muhasebeleştiriliyordu. Yüksek faiz oranları, Çin ürünlerinden gelen rekabet ve maliyet baskıları nedeniyle tekstil elyaflarındaki zayıflığın devam etmesine rağmen, karbon elyaf operasyonlarının katkısı sayesinde Aksa'nın FAVÖK'ünde bir büyüme bekliyoruz. Aksa Karbon'dan 417 milyon TL FAVÖK bekliyoruz. Öte yandan, Aksa Karbon'un satın alınması nedeniyle artan net borç pozisyonu ve kur farkı zararlarının etkisiyle artan finansal giderlere paralel olarak Aksa'nın konsolide bazda net zarar etmesini bekliyoruz.
			Net Satış	8,773	6,078	44.3%	8.3%	
			FAVÖK	1,686	867	94.5%	45.9%	
			Marj	19.2%	14.3%	4.95pt	4.95pt	
ARCLK	TL	24 Eki	Net Kâr	(758)	286	n.a.	n.m.	Zayıf talep, gerileyen fiyatlama ve olumsuz ürün karması geliri baskılıyor; EURUSD, FAVÖK marjına ç/ç ~+1 puanlık destek sağlıyor. FAVÖK geçen yılın düşük bazından toparlanıyor; yüksek finansman giderleri net kârı aşağı çekiyor. 2025 öngörülerine kıyasla riskler aşağı yönde ağırlık kazanıyor.
			Marj	(8.6%)	4.7%	n.a.	n.a.	
			Net Satış	125,731	105,391	19.3%	(10.5%)	
			FAVÖK	8,801	4,638	89.7%	42.3%	
ASELS	TL	3-7 Kas	Marj	7.0%	4.4%	2.60pt	2.60pt	Aselsan'ın güçlü sipariş ivmesi ve dayanıklı karlılığı sayesinde 3Ç25'te sağlam sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. Yaklaşık 2.4 milyar USD tutarındaki duyurulan yeni sözleşmeler, son yılların en güçlü çeyreklerinden birine işaret ediyor ve TL'nin değerlendirilmesine rağmen güçlü ciro büyümesini destekleyecektir. Reel bazda yıllık bazda orta-onlu seviyelerde ciro artışı ve ürün karlılıklarındaki iyileşmenin desteğiyle yaklaşık 190 baz puanlık FAVÖK marjı artışı öngörüyoruz. Çeyrekler arası sınırlı kur hareketi kur farkı gelirlerini azaltarak net kar üzerinde baskı yaratabilir; ancak yeni sözleşmelere bağlı ertelenmiş vergi geliri etkisinin bu durumu dengelemesini ve yıllık bazda güçlü bir net kar artışıyla sonuçlanmasını bekliyoruz.
			Net Satış	33,433	21,811	53.3%	15.0%	
			FAVÖK	8,191	4,925	66.3%	24.8%	
			Marj	24.5%	22.6%	1.92pt	1.92pt	
AVPGY	TL	20-30 Eki	Net Kâr	3,391	2,004	69.2%	26.9%	Ev teslimatları hasılatta güçlü bir artış sağlıyor; kiralar, sözleşme endekslemeleri ve daha sağlıklı kiracı karmasının desteğiyle enflasyonun bir miktar üzerinde seyrediyor.
			Marj	10.1%	9.2%	0.95pt	0.95pt	
			Net Satış	2,200	813	170.5%	102.9%	
			FAVÖK	1,151	538	114.1%	60.6%	
AYGAZ	TL	31 Eki	Marj	52.3%	66.1%	(13.80pt)	(13.80pt)	Tedarik maliyetlerindeki düşüş sebebiyle dağıtıcı marjlarında iyileşmenin ve negatif FAVÖK kaydeden paket dağıtım işinin tam konsolidasyondan çıkıp öz kaynak yöntemiyle muhasebeleştirilmeye başlanmasının 3Ç25'te güçlü bir FAVÖK kaydedilmesine neden olmasını bekliyoruz. Öte yandan, geçen sene yüksek miktarda stok karı yazılmış olması ve artan finansman maliyetleri nedeniyle konsolide FAVÖK ve net karda geçen seneye göre reel olarak önemli bir değişiklik beklemiyoruz.
			Net Kâr	951	76	1153.9%	840.7%	
			Marj	43.3%	9.3%	33.92pt	33.92pt	
			Net Satış	20,868	20,123	3.7%	(22.2%)	
BIMAS	TL	10 Kas	FAVÖK	1,060	830	27.7%	(4.2%)	Gelir büyümesinin, sepet büyüklüğündeki iyileşme ile yıllık bazda %7'ye hızlanmasını bekleriz. Daha kısa ödeme vadelerinde tedarikçi indirimlerinden sağlanan faydalar, FAVÖK marjının yıllık bazda toparlanmasını desteklemelidir. Ancak, daha yüksek vergi giderleri öngörülmekte olup, bunun net marj üzerinde aşağı yönlü etkisi olmasını bekleriz.
			Marj	5.1%	4.1%	0.96pt	0.96pt	
			Net Kâr	1,506	1,046	44.0%	8.0%	
			Marj	7.2%	5.2%	2.02pt	2.02pt	
CCOLA	TL	4 Kas	Net Satış	179,619	125,938	42.6%	7.0%	Reel bazda hacim artışıyla beraber %8,5'lik net satış büyümesi bekliyoruz. Maliyet baskısındaki azalma ve promosyonların kısıtlanmasının, sınırlı bir marj artışıni desteklemesini bekliyoruz. Net kar ise yıllık bazda azalan parasal kazançlar nedeniyle daha düşük olacaktır.
			FAVÖK	11,029	5,434	103.0%	52.3%	
			Marj	6.1%	4.3%	1.83pt	1.83pt	
			Net Kâr	4,576	4,351	5.2%	(21.1%)	
			Marj	2.5%	3.5%	(0.91pt)	(0.91pt)	
			Net Satış	53,070	36,711	44.6%	8.5%	
			FAVÖK	10,904	7,356	48.2%	11.2%	
			Marj	20.5%	20.0%	0.51pt	0.51pt	
			Net Kâr	6,325	5,173	22.3%	(8.3%)	
			Marj	11.9%	14.1%	(2.17pt)	(2.17pt)	

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		3Ç25T	3Ç24 (orijinal)	Y/Y Nominal	Y/Y Reel	Beklenti Notları
DOAS	TL	10 Kas	Net Satış	54,708	37,928	44.2%	8.2%	3Ç25'te Skoda hariç satış hacmi yıllık bazda %7 arttı. Skoda hariç hafif araç pazar payı yıllık bazda 60 baz puan düştü. Maliyet baskıları nedeniyle brüt kar marjında yıllık bazda 0.7 puanlık bir düşüş bekliyoruz. 3Ç25'te bağlı gideri olmayacağını varsayarak, faaliyet giderleri marjında yıllık bazda 1,3 puanlık bir iyileşme bekliyoruz.
			FAVÖK	3,390	2,218	52.8%	14.7%	
			Marj	6.2%	5.8%	0.35pt	0.35pt	
			Net Kâr	1,650	280	488.5%	341.5%	
			Marj	3.0%	0.7%	2.28pt	2.28pt	
ENTRA	TL	1-10 Nov	Net Satış	768	506	51.9%	--	EPIAŞ üretim verilerine göre ENTRA, üretimini yıllık bazda %48 artırdı. Kurulu güç ise 4Ç24 sonrası Erzin 2 GES'in eklenmesiyle %26 artış göstermişti. Spot elektrik fiyatları ABD Doları bazında yıllık %6 düşüş gösterirken Lira bazında %14 artış kaydedildi. Yağış seviyeleri yıllık bazda %25 azalmış olsa da IC Enterra'nın havzalarında düşüş %6 ile sınırlı kaldı. Bu doğrultuda yıllık bazda hidroelektrik kaynaklarından üretilen elektrik miktarı ise %3 artış gösterdi.
			FAVÖK	600	360	66.8%	--	
			Marj	78.1%	71.1%	7.01pt	--	
			Net Kâr	225	(19)	n.a.	--	
			Marj	29.3%	(3.8%)	n.a.	--	
EREGL	USD	20-24 Eki	Net Satış	45,160	48,729	(7.3%)	--	Satış hacimlerinin ç/ç düşük bazdan hafif toparlansa da y/y hâlâ aşağıda kalmasını bekliyoruz. FAVÖK/ton ç/ç yatay (y/y aşağıda)—satış hacmindeki ç/ç artış birim sabit maliyeti düşürürken daha zayıf ortalama satış fiyatları etkileri dengeliyor. Daha yüksek finansman gideri ve daha düşük ertelenmiş vergi gelirinin, net kârın ç/ç ve y/y aşağıda gelmesine neden olmasını bekliyoruz.
	TMS 29 Dışı		FAVÖK	4,755	4,530	5.0%	--	
			Marj	10.5%	9.3%	1.23pt	--	
			Net Kâr	560	801	(30.1%)	--	
			Marj	1.2%	1.6%	(0.40pt)	--	
FROTO	TL	5 Kas	Net Satış	184,862	141,729	30.4%	(2.1%)	3Ç25'te toplam satış hacminin %2 artmasını bekliyoruz. Artan elektrikli araç payıyla FAVÖK marjının yıllık 1,2 puan daralacağını öngörüyoruz.
			FAVÖK	10,537	9,719	8.4%	(18.7%)	
			Marj	5.7%	6.9%	(1.16pt)	(1.16pt)	
			Net Kâr	7,620	8,562	(11.0%)	(33.2%)	
			Marj	4.1%	6.0%	(1.92pt)	(1.92pt)	
GWIND	TL	1-10 Nov	Net Satış	915	618	48.2%	--	EPIAŞ üretim verilerine göre GWIND üretimini yıllık bazda %38 artırırken üretim kapasitesi ise 1Ç25 sonrasında Mersin ve Şah santrallerindeki ek kapasitelerle %19 artış göstermişti. Spot elektrik fiyatları ABD Doları bazında yıllık %6 düşerken TL bazında yıllık %14 artış gösterdi.
			FAVÖK	638	438	45.7%	--	
			Marj	69.7%	70.9%	(1.17pt)	--	
			Net Kâr	314	152	106.8%	--	
			Marj	34.3%	24.6%	9.73pt	--	
INDES	TL	7-10 Kas	Net Satış	20,852	14,485	44.0%	8.0%	Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanmasına rağmen, Indeks Bilgisayar'ın 2025 üçüncü çeyreğinde yıllık bazda yüksek tek haneli gelir artışı kaydetmesini bekliyoruz. Bu büyüme, yeni iPhone modelinin piyasaya çıkışıyla destekleniyor. Kurumsal satışların toplam içindeki payının düşük kalması nedeniyle FAVÖK marjının zayıf seyretilmesini bekliyoruz. Finansman giderlerinin ise çeyrek bazda karlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesini öngörüyoruz.
			FAVÖK	521	652	(20.1%)	(40.1%)	
			Marj	2.5%	4.5%	(2.00pt)	(2.00pt)	
			Net Kâr	118	36	231.5%	148.7%	
			Marj	0.6%	0.2%	0.32pt	0.32pt	
KCHOL	TL	6 Kas	Net Satış	-	n.a.	n.a.	-	Koç Holding'in net karında; i) Arçelik'in EUR/USD paritesinin olumlu etkisiyle daha iyi FAVÖK ve kar performansı, ii) YKB'nin daha güçlü net karı ve enflasyon muhasebesinin finans segmentindeki etkisinin azalması, iii) Tüpraş'ın daha düşük parasal zararlarla daha yüksek katkısı sayesinde önemli bir toparlanma bekliyoruz.
			FAVÖK	-	n.a.	n.a.	-	
			Marj	-	n.a.	n.a.	-	
			Net Kâr	8,871	(3,682)	n.a.	n.m.	
			Marj	-	n.a.	n.a.	n.a.	
KLKIM	TL	1-10 Kas	Net Satış	2,683	1,870	43.5%	7.7%	Bazı segmentlerde enflasyonun altında fiyatlamalara rağmen orta-yüksek tek haneli hacim artışı ciroyu destekleyerek büyümeyi şirket rehberliğinin alt bandının hafif yukarısında tutacak. EUR/USD paritesinin seyri ve operasyonel giderlerin satışlara oranındaki hafif artış, daha düşük bir FAVÖK marjına işaret ediyor; yine de şirket beklentilerinin orta bandında kalmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	604	455	32.7%	(0.4%)	
			Marj	22.5%	24.4%	(1.83pt)	(1.83pt)	
			Net Kâr	329	241	36.7%	2.6%	
			Marj	12.3%	12.9%	(0.61pt)	(0.61pt)	

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		3Ç25T	3Ç24 (orijinal)	Y/Y Nominal	Y/Y Reel	Beklenti Notları
KARDM	TL	1-10 Kas	Net Satış	16,135	14,550	10.9%	(16.8%)	Satış hacmi yıllık bazda düşüş kaydediyor. Daha karlı ürün karması ve TMS29'un azalan etkisi ile FAVÖK/t'da toparlanma bekliyoruz. Riskten korunma muhasebesi kaynaklı düzeltmeler dipte karlılığı baskılayacak.
			FAVÖK	1,896	765	147.7%	85.8%	
			Marj	11.7%	5.3%	6.49pt	6.49pt	
			Net Kâr	(197)	(971)	n.a.	n.m.	
			Marj	(1.2%)	(6.7%)	n.a.	n.a.	
KOTON	TL	10 Kas	Net Satış	7,985	6,190	29.0%	(3.2%)	Gelirlerin, aynı mağaza satışlarındaki (LFL) süregelen zayıflığı yansıtarak, yıllık bazda yaklaşık %3 düşmesini bekliyoruz; ancak önceki çeyreğe kıyasla düşüş daha sınırlı olacaktır. Marj üzerindeki baskının devam etmesi, net karın daha düşük olmasına yol açacaktır.
			FAVÖK	1,757	1,586	10.8%	(16.9%)	
			Marj	22.0%	25.6%	(3.62pt)	(3.62pt)	
			Net Kâr	17	249	(93.2%)	(94.9%)	
			Marj	0.2%	4.0%	(3.80pt)	(3.80pt)	
LOGO	TL	7-10 Kas	Net Satış	1,370	886	54.6%	16.0%	TFRS kapsamında ertelenmiş gelirlerin etkisiyle güçlü bir gelir artışı bekliyoruz; bu durum çeyrek dönem için sağlam bir gelir performansını destekleyecektir. Güçlü ciroya rağmen, yüksek baz etkisi nedeniyle FAVÖK marjının yıllık bazda yaklaşık 2 yüzde puan daralmasını öngörüyoruz; buna karşın marj seviyesinin genel olarak sağlıklı kalmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	541	369	46.6%	10.0%	
			Marj	39.5%	41.6%	(2.16pt)	(2.16pt)	
			Net Kâr	219	111	97.3%	48.0%	
			Marj	16.0%	12.5%	3.46pt	3.46pt	
MAVI	TL	10 Ara	Net Satış	12,004	9,270	29.5%	(2.8%)	Gelirlerde, aynı mağaza satışlarındaki (LFL) süregelen zayıflık nedeniyle yıllık bazda %3 düşüş öngörmekte olup, düşüşün şiddeti önceki dönemlere kıyasla daha sınırlı olacak. FAVÖK ve net karda ise, daha elverişli bir maliyet yapısının etkisiyle yıllık bazda sınırlı bir iyileşme bekliyoruz.
			FAVÖK	2,401	1,775	35.2%	1.5%	
			Marj	20.0%	19.2%	0.85pt	0.85pt	
			Net Kâr	1,000	738	35.6%	1.7%	
			Marj	8.3%	8.0%	0.38pt	0.38pt	
MGROS	TL	6 Kas	Net Satış	106,236	74,487	42.6%	7.0%	Yıllık bazda gerçek gelir büyümesinin, mağaza trafiğinin sürdürülebilir şekilde artması sayesinde 3Ç25'te %7'ye hızlanacağını tahmin ediyoruz; FAVÖK marjının ise yıllık bazda büyük ölçüde yatay kalması öngörülmektedir. Daha yüksek hesaplanmış faiz ve komisyon giderlerinin net marj üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, 3Ç24 net kârı, bir varlık satışından kaynaklanan 412 milyon TL'lik (endeksleme etkisi öncesi) tek seferlik kazanç içermek ve yüksek bir baz yaratmaktadır.
			FAVÖK	7,968	5,685	40.2%	5.2%	
			Marj	7.5%	7.6%	(0.13pt)	(0.13pt)	
			Net Kâr	2,351	3,157	(25.5%)	(44.1%)	
			Marj	2.2%	4.2%	(2.03pt)	(2.03pt)	
MPARK	TL	3-7 Kasım	Net Satış	12,806	9,782	30.9%	(1.8%)	2025 yılının temmuz ayında, TTB tarifelerinde %20'lik bir fiyat artışı yaşanırken, 2024 yılının temmuz ayında bu artış %25 oldu. 3Ç25'te SUT tarifelerinde herhangi bir artış yaşanmazken, 2024 yılının mayıs ayında bu artış %50 olmuştu. İnorganik büyümeye rağmen, fiyatlandırma nedeniyle net satışların yıllık bazda reel olarak yatay kalmasını bekliyoruz. Şirketin personel ve malzeme maliyetlerinde verimliliği artırma çabaları ve daha önce satın alınan hastanelerin verimlilik artış süreciyle FAVÖK marjında yıllık bazda 1,2 puanlık bir artış bekliyoruz. 3Ç24'te MLP, tek seferlik bir gelir kaydetmişti. 3Ç25'te tek seferlik bir gelirin olmayacağını varsaydık. Bu nedenle, FAVÖK'teki büyümeye rağmen net karın düşmesini bekliyoruz.
			FAVÖK	3,586	2,620	36.9%	2.7%	
			Marj	28.0%	26.8%	1.22pt	1.22pt	
			Net Kâr	1,449	2,091	(30.7%)	(48.0%)	
			Marj	11.3%	21.4%	(10.06pt)	(10.06pt)	
OTKAR	TL	3-7 Kas	Net Satış	8,943	7,293	22.6%	(8.0%)	Destekleyici EUR/TRY paritesine rağmen, beklenenden zayıf zırhlı araç ve midibüs satış adetleri 3Ç25 sonuçlarının daha zayıf geleceğine işaret ediyor. OSD verileri her ne kadar ılımlı bir üretim performansına işaret etse de, bunun konsolide satışlara yansımalarının dördüncü çeyrekte görülmesini bekliyoruz. Bu nedenle 3Ç performansının zayıf görünmesini bekliyoruz. 2Ç25'te enflasyon muhasebesinin FAVÖK üzerindeki etkisi oldukça sınırlı olmuş ve karlılığı desteklemişti; 3Ç25'te benzer bir etkinin görülmesi tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturun.
			FAVÖK	94	(113)	n.a.	n.m.	
			Marj	1.1%	(1.6%)	n.a.	n.a.	
			Net Kâr	(436)	(904)	n.a.	n.m.	
			Marj	(4.9%)	(12.4%)	n.a.	n.a.	
PETKM	TL	6 Kas	Net Satış	21,546	17,219	25.1%	(6.1%)	3Ç25'te ortalama etilen-nafta makası 277 USD/ton olurken, geçen seneye göre %27 artışa, bir önceki çeyreğe göre ise yatay bir seviyeye denk geldi. Etilen-nafta makasında petrol fiyatlarından kaynaklanan iyileşmeye rağmen nihai ürün talebi ve fiyatlama ortamı zayıf seyretti. Buna göre, Petkim'in önceki 4 çeyrekte olduğu gibi operasyonel olarak zararda olacağını tahmin ediyoruz. Net karda ise parasal pozisyon kazancının etkisiyle hafif artıda olmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	(90)	(845)	n.a.	n.m.	
			Marj	(0.4%)	(4.9%)	n.a.	n.a.	
			Net Kâr	467	(2,999)	n.a.	n.m.	
			Marj	2.2%	(17.4%)	n.a.	n.a.	

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		3Ç25T	3Ç24 (orijinal)	Y/Y Nominal	Y/Y Reel	Beklenti Notları
PGSUS	EUR	7-10 Kas	Net Satış	52,939	40,082	32.1%	--	Pegasus'un uçulan koltuk sayısı 3Ç25'te yıllık %16 arttı. Toplam yolcu sayısı 3Ç25'te yıllık %16 arttı. Dolayısıyla doluluk oranı yıllık bazda yatay kaldı. Artan rekabet ve jeopolitik etkilerle birlikte bilet fiyatlarında Euro cinsinden daralma bekliyoruz. Yan faaliyetlerden gelen güçlü katkının 3Ç25'te de devam etmesini bekliyoruz. Net satışlarda Euro bazında yıllık %2 artış bekliyoruz. Özellikle personel giderleri tarafında devam eden baskıya rağmen, yakıt dışı birim giderlerin yüksek baz etkisiyle yıllık %1 daralmasını bekliyoruz. Yakıt fiyatlarındaki düşüş ve EUR/USD kurundaki değişimi göz önünde bulundurarak, birim yakıt giderinde yıllık %8 düşüş bekliyoruz. Bilet fiyatlarındaki ciddi daralmayla zayıf sonuçlar bekliyoruz.
			FAVÖK	18,412	16,037	14.8%	--	
			Marj	34.8%	40.0%	(5.23pt)	--	
			Net Kâr	10,882	10,824	0.5%	--	
RGYAS	TL	1-10 Kas	Marj	20.6%	27.0%	(6.45pt)	--	Kira endekslemeleri ve daha sağlıklı kiracı karmasının desteğiyle tekrarlayan gelirler enflasyonun biraz üzerinde seyrediyor. 30 Eylül'de tamamlanan Optimum İzmir'in satın alımının, vergi öncesi ~6 milyar TL tutarında tek seferlik satın alım kârı yaratmasını bekleriz.
			Net Satış	2,619	1,894	38.3%	3.8%	
			FAVÖK	1,667	1,248	33.6%	0.2%	
			Marj	63.7%	65.9%	(2.24pt)	(2.24pt)	
SELEC	TL	10 Kas	Net Kâr	5,700	3,536	61.2%	20.9%	3Ç25'in ilk iki ayında pazar satışları yıllık bazda TL cinsinden nominal %35 arttı. Şirket, 2025 yılında eczanelere yönelik satış teşvikleri yoluyla pazar payını artırmayı planlamaktadır. Bu stratejiye paralel olarak 3Ç25'te pazar payında yıllık 1 puan artış bekliyoruz. 3Ç25'te referans kurda güncelleme olmadı. Satış teşvikleri ve artan personel maliyetleri nedeniyle FAVÖK marjında düşüş bekliyoruz.
			Marj	217.6%	186.7%	30.89pt	30.89pt	
			Net Satış	40,466	29,666	36.4%	2.3%	
			FAVÖK	850	971	(12.4%)	(34.3%)	
TAVHL	EUR	23 Eki	Marj	2.1%	3.3%	(1.17pt)	(1.17pt)	Toplam yolcu sayısı 3Ç25'te yıllık %7 arttı. 2025 şirket beklentisi yıllık %3-13 yolcu büyümesine işaret etmektedir. Net satışlarda Euro bazında yıllık %13 büyüme bekliyoruz. FAVÖK marjının yıllık yatay kalmasını bekliyoruz. Net kar, nakit olmayan bir kalem olan Antalya 1'den kalan satın alma fiyatı tahsisinin amortismanından olumsuz etkilenecektir.
			Net Kâr	(159)	205	n.a.	n.m.	
			Marj	(0.4%)	0.7%	n.a.	n.a.	
			Net Satış	26,748	18,365	45.6%	--	
TCELL	TL	3-7 Kas	FAVÖK	10,471	7,177	45.9%	--	Mobil ve sabit genişbant segmentlerinde ARPU artışlarının öncülüğünde güçlü bir ciro büyümesi bekliyoruz. İkinci çeyreğe kıyasla bir miktar yavaşlasa da diğer gelir kalemlerinin de toplam gelir artışını desteklemeye devam etmesini öngörüyoruz. FAVÖK marjının yıllık bazda yatay seyretmesini bekliyoruz. Genel olarak, hem ciro büyümesi hem de FAVÖK marjı açısından yönetim öngörülerine yönelik yukarı yönlü riskler görüyoruz. 3Ç24 net karı, Ukrayna operasyonlarına ilişkin tek seferlik kalemler nedeniyle yüksek bir baz içermektedir.
			Marj	39.1%	39.1%	0.07pt	--	
			Net Kâr	5,242	3,821	37.2%	--	
			Marj	19.6%	20.8%	(1.21pt)	--	
THYAO	USD	7 Kas	Net Satış	58,909	40,171	46.6%	10.0%	THY, 3Ç25'te yıllık bazda %8 AKK ve %9 UYK büyümesi kaydetti. 3Ç25'te doluluk oranı yıllık bazda 0,6 puan arttı. Artan rekabet ve jeopolitik etkilerle birlikte birim yolcu gelirlerinde yıllık bazda %2'lik bir düşüş bekliyoruz. Yıllık bazda kargo hacminin artmasına rağmen fiyatların zayıf seyretmesi nedeniyle kargo gelirlerinin çeyrek bazda 0,8 milyar ABD doları seviyesinde yatay seyredeceğini tahmin ediyoruz. Özetle, net satışların yıllık bazda %5 artışla 6,95 milyar ABD dolarına ulaşmasını bekliyoruz. Temmuz ayında yapılan maaş artışını dikkate alarak, 3Ç25'te birim personel giderlerinde yıllık bazda %19 artış bekliyoruz. Ortalama jet yakıtı fiyatında yıllık bazda ~%5 düşüşe rağmen, zamanlama farkı nedeniyle birim yakıt giderlerinin sabit kalmasını bekliyoruz. Bu nedenle, 3Ç25'te birim giderlerin yıllık bazda %4 artış göstermesini bekliyoruz. Özetle, şirket tanımı FAVÖK'ün 3Ç25'te yıllık bazda %18 düşüşle 1.9 milyar ABD dolarına gerileveceğini tahmin ediyoruz. Faiz gelirlerinin düşmesi nedeniyle net karın yıllık
			FAVÖK	282,636	221,815	27.4%	--	
			Marj	58,952	59,088	(0.2%)	--	
			Net Kâr	20.9%	26.6%	(5.78pt)	--	
TOASO	TL	3 Kas	Marj	49,367	51,540	(4.2%)	--	3Ç25'te toplam satış hacminde KO üretiminin artması ve Stellantis Otomotiv'in satın alınmasının etkisiyle yıllık bazda %206 artış bekliyoruz. Yükselen KKO ile FAVÖK marjında önemli bir artış bekliyoruz.
			Net Satış	17.5%	23.2%	(5.77pt)	--	
			FAVÖK	94,918	23,575	302.6%	202.1%	
			Marj	4,017	266	1412.1%	1034.4%	
TRGYO	TL	1-10 Kas	Net Kâr	4.2%	1.1%	3.11pt	3.11pt	Kira düzenlemeleri ve önemli alışveriş merkezlerinde artan ziyaretçi trafiğinin etkisiyle tekrarlayan gelirlerde reel bazda yüksek tek haneli büyüme, ciroyu destekliyor. Konut teslimatlarının büyük bölümü 4Ç'de planlanıyor. Güçlü nakit pozisyonu, faiz gelirleri yoluyla net kârı desteklemeyi sürdürecektir. 3Ç24'te temettü gelirleri ve daha düşük parasal kayıp, net kâr karşılaştırmaları için yüksek baz oluşturuyor. Gelir getiren varlıklardan ve konut satışlarından kaynaklanan güçlü operasyonel nakit akışıyla net nakdin ~26 milyar TL'ye ulaşmasını bekleriz.
			Marj	1,375	312	340.7%	230.6%	
			Net Satış	1.4%	1.3%	0.13pt	0.13pt	
			FAVÖK	2,565	1,674	53.2%	15.0%	
TRGYO	TL	1-10 Kas	Marj	1,687	1,097	53.8%	15.4%	Kira düzenlemeleri ve önemli alışveriş merkezlerinde artan ziyaretçi trafiğinin etkisiyle tekrarlayan gelirlerde reel bazda yüksek tek haneli büyüme, ciroyu destekliyor. Konut teslimatlarının büyük bölümü 4Ç'de planlanıyor. Güçlü nakit pozisyonu, faiz gelirleri yoluyla net kârı desteklemeyi sürdürecektir. 3Ç24'te temettü gelirleri ve daha düşük parasal kayıp, net kâr karşılaştırmaları için yüksek baz oluşturuyor. Gelir getiren varlıklardan ve konut satışlarından kaynaklanan güçlü operasyonel nakit akışıyla net nakdin ~26 milyar TL'ye ulaşmasını bekleriz.
			Net Kâr	65.8%	65.6%	0.23pt	0.23pt	
			Marj	1,953	2,174	(10.2%)	(32.6%)	
			Marj	76.1%	129.9%	(53.78pt)	(53.78pt)	

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		3Ç25T	3Ç24 (orijinal)	Y/Y Nominal	Y/Y Reel	Beklenti Notları
TTKOM	TL	3-7 Kas	Net Satış	56,915	40,353	41.0%	5.8%	Mobil ve sabit genişbant segmentlerinde ARPU büyümesinin ılımlı seyretmesini bekliyoruz. Mobil tarafta, şirketin ARPU artışından ziyade abone tabanını genişletmeye odaklanacağını öngörüyoruz. Sabit genişbantta ise toptan fiyat düzenlemesine rağmen yüksek baz etkisinin devam etmesi, ARPU büyümesini sınırlayacaktır. Diğer gelir kalemlerindeki zayıf performansın toplam gelir artışını baskılamasını bekliyor, çeyrek için yıllık bazda orta-tek haneli ile yüksek-tek haneli gelir büyümesi öngörüyoruz. Şirket tanımlı FAVÖK marjının operasyonel kaldıraç etkisiyle yıllık bazda yaklaşık 2 puan artmasını ve bunun net karlılığa da yansımaları bekliyoruz. Ayrıca ikinci çeyreğe kıyasla daha düşük kur farkı zararlarının net kara olumlu katkı sağlayacağını öngörüyoruz.
			FAVÖK	24,398	16,469	48.1%	11.1%	
			Marj	42.9%	40.8%	2.06pt	2.06pt	
			Net Kâr	7,700	1,145	572.7%	404.7%	
			Marj	13.5%	2.8%	10.69pt	10.69pt	
TTRAK	TL	27 Eki	Net Satış	11,283	12,900	(12.5%)	(34.4%)	3Ç25'te toplam satış hacminin %38 daralmasını bekliyoruz. Düşen kapasite kullanımı ve zayıflayan iç talep ile birlikte FAVÖK marjında ciddi bir daralma bekliyoruz.
			FAVÖK	1,162	2,697	(56.9%)	(67.7%)	
			Marj	10.3%	20.9%	(10.61pt)	(10.61pt)	
			Net Kâr	321	927	(65.4%)	(74.0%)	
			Marj	2.8%	7.2%	(4.34pt)	(4.34pt)	
TUPRS	TL	31 Eki	Net Satış	221,032	196,223	12.6%	(15.5%)	3Ç25'te, Akdeniz piyasasında ortalama dizel, jet yakıtı ve benzin ürün marjları sırasıyla 25,0 USD/v, 20,0 USD/v ve 18,8 USD/v seviyesindeydi. Ürün marjları geçen senenin aynı dönemine göre sırasıyla %60, %48 ve %33 arttı. Ağır-hafif ham petrol makası hem geçen çeyreğe göre hem de geçen seneye göre Tüpraş aleyhine daraldı. Tüpraş'ın FAVÖK'ünün reel olarak yıllık bazda sabit kalmasını, ancak dolar bazında %13 artmasını bekliyoruz. Güçlü ürün marjları, 3Ç25'te FAVÖK'ü desteklemiş olabilir, ancak daha dar ağır-hafif ham petrol makası ve 3Ç24'te yaklaşık 60 milyon USD tutarındaki stok karı, yıllık FAVÖK büyümesini sınırlayabilir. Ekim 2025'te şu ana kadarki ürün marjları, normal bir 4.çeyreğe göre daha düşük bir bakım/onarım durumu ile birleşince, 4Ç25'te de kârlılığın güçlü olmasını bekleriz. Net karın, daha düşük parasal zararlar sayesinde yıllık bazda %24 oranında reel olarak artmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	20,635	15,003	37.5%	3.2%	
			Marj	9.3%	7.6%	1.69pt	1.69pt	
			Net Kâr	12,796	7,744	65.2%	24.0%	
			Marj	5.8%	3.9%	1.84pt	1.84pt	
ULKER	TL	7 Kas	Net Satış	24,685	18,196	35.7%	1.8%	Hacimdeki hafif artış, daha iyi bir gelir dağılımı ve azalan maliyet baskıları, 3Ç25'te karlılığın yıllık bazda iyileşmesine katkı sağlamalıdır. Ayrıca, finansal giderlerin yıllık bazda daha düşük olmasını bekliyoruz.
			FAVÖK	3,950	2,902	36.1%	2.1%	
			Marj	16.0%	15.9%	0.05pt	0.05pt	
			Net Kâr	797	470	69.3%	27.0%	
			Marj	3.2%	2.6%	0.64pt	0.64pt	
TOPLAM			Net Satış*	1,796,382	1,347,320	33.3%		
			FAVÖK*	254,142	195,514	30.0%		
			Marj	14.1%	14.5%	(0.36pt)		
			Net Kâr*	132,496	116,437	13.8%		
			Marj	7.4%	8.6%	(1.27pt)		

*KCHOL hariçtir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.