

Piyasalarda Son Görünüm*

USD/TL 42,2310	EUR/TRY 48,8258	EUR/USD 1,1565	BIST-100 10.925	Gram Altın 5505,9
-------------------	--------------------	-------------------	--------------------	----------------------

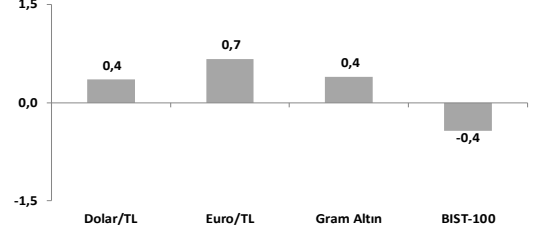
Ulu önderimiz Atatürk'ü ölümünün 87. yılında saygı ve özlemle anıyoruz

- TCMB Enflasyon Raporunda enflasyon tahmin bandı orta noktaya %27'den %32'ye yükseldi
- Hazine nakit dengesi ekim ayında 195,9 milyar TL açık verdi
- ABD'de Mich. Üniv. Tüketici Güven Endeksi kasımda aylık 3,3 puan azaldı;50,3

ABD hükümet açılışına ve Çin'in nadir element ihracat kısıtlamalarına yönelik olumlu haberlerle küresel piyasalar yeni haftanın başlangıcına pozitif açılışa hazırlanıyor. ABD'de hükümetin 40 gün kapalı kalmasının ardından Demokratlar ve Cumhuriyetçiler, hükümetin açılmasına yönelik geçici bütçe konusunda uzlaşmaya vardı. ABD Senatosunda yapılacak oylamanın ardından tasarrın Temsilciler Meclisi ve Beyaz Saray'dan geçmesiyle hükümetin ocak sonuna kadar yeniden fonlanması bekleniyor. Diğer yandan bu hafta Perşembe günü yayınlanması gereken ABD TÜFE verisi, hükümetin kapalı olduğu dönemde veri toplanamaması nedeniyle yayınlanmayabilir. Yeni haftaya başlarken piyasa risk iştahını destekleyen bir diğer önemli haber akışı ise Çin'in ABD'ye ihrac edilen kritik minerallere getirdiği yasağı resmen askıya alması oldu. Çin Ticaret Bakanlığı, ABD savunma sanayisi üreticilerine yönelik ihracatın yasaklanmasını öngören tedbirlerin 27 Kasım 2026'ya kadar askıya alındığını duyurdu. Geçtiğimiz hafta ABD işgücü piyasasına yönelik farklı yönde sinyaller veren istihdam verileri, Fed üyeleri arasında devam eden görüş ayrılıkları ve federal hükümet kapanması nedeniyle havacılık sektöründe yaşanan aksaklıklar risk iştahını sınırlarken, küresel hisse senedi piyasaları nisan ayından bu yana en yüksek haftalık kayıplara sahne oldu. **MSCI Dünya Endeksi** haftalık bazda %1,6 geriledi. **ABD'de S&P 500** ve **Nasdaq** endekslerindeki haftalık kayıplar ise sırasıyla %1,63 ve %3,04 olarak kaydedildi. Sektörel detayda düşüşler, yüksek değerleme endişeleriyle hafta boyunca satıcılı seyrin hakim olduğu teknoloji (%-4,24) ve iletişim (%-1,74) endekslerinde yoğunlaşırken, sağlık (%+1,2) ve zorunlu tüketim (%+0,79) gibi defansif sektörler ile enerji (%+1,48) ve gayrimenkul (%+0,99) gibi döngüsel sektörler yükseldi. **Avrupa** tarafında, **Eurostoxx-600** ise içsel faktörlerden ziyade küresel risk alma iştahındaki zayıflamaya katılarak Cuma günü %0,55, haftalık bazda ise %1,24 geriledi. **Asya piyasalarında** bu sabah Çin haricinde genele yayılan alıcılı seyrin takip ediliyor. **Japonya'da** Nikkei 225 %1,14, **Güney Kore'de** KOSPI %3,30 yukarıda işlem görüyor. Faizler tarafında, piyasaların Fed'in aralık ayı faiz indirimine attığı olasılık bu sabahki %63 seviyesi ile belirsizliğin sürdüğüne işaret ediyor. Bu hafta ABD TÜFE verisinin açıklanıp açıklanmayacağı faiz fiyatlamaları açısından kritik öneme sahip. Geçtiğimiz Cuma gününün ikinci yarısından itibaren hafif pozitif dönen risk alma iştahıyla birlikte tahvil getirilerinde yükseliş takip ediliyor. 10 yıllık ABD tahvil getirisi Cuma günü 1 baz puan (bp) artışla %4,10'a, 2 yıllık getiri 1 bp artışla %3,56'ya yükseldi. 2 ve 10 yıllık getiriler bu sabah da 4 bp yukarıda seyrediyor. **Dolar Endeksi (DXY)** geçtiğimiz haftayı %0,2'lik kayıpla 99,6 seviyesinde tamamladı. **Euro/dolar paritesi** ise %0,3 güçlenerek 1,157'ye yükseldi. Zayıf talep ve küresel arz fazlasıyla baskılanmaya devam eden **Brent petrol aktif vadeli kontratı** bu sabah 64,1\$/bbl ile bu yılki ortalamasının %7,3 altında. Geçtiğimiz haftayı yatay tamamlayan **altın** ise bu sabah %1,3'lük yükselişle 4055\$/ons seviyesinde işlem görüyor.

- ABD'de tüketici güven endeksinde son dört aydır bozulma görülüyor.** Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi kasımda öncü veriye göre aylık 3,3 puan azaldı ve 50,3 ile Haziran 2022'den bu yana en düşük seviyede gerçekleşti (beklenti: 53,0). Tüketicilerin mevcut koşullara ilişkin değerlendirmeleri düşüşe öncülük ederek 58,6'dan 52,3'e geriledi. Beklentiler endeksi ise 1,3 puan düşüşle 49,0 değerini aldı. Medyan 12 aylık enflasyon beklentisi %4,6'dan %4,7'ye yükselirken, uzun vadeli beklentiler %3,9'dan %3,6'ya geriledi.
- ABD'de New York Fed kasım ayı Tüketici Beklenti Anketi'ne göre, bir yıllık enflasyon beklentileri 0,2 puan azalışla %3,2'ye geriledi.** Üç yıl (%3,0) ve beş yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri ise sabit kaldı. İşsizlik oranı ve iş bulma beklentileri kötüleşti. Önümüzdeki 12 ay içinde işini kaybetme olasılığına ilişkin ortalama beklenti 0,9 puan azalışla %14,0'e geriledi. Medyan konut fiyatı artış beklentileri beşinci ay üst üste %3,0 seviyesinde sabit kaldı.
- Yurt içinde TCMB yılın son Enflasyon Raporunu yayınladı.** TCMB, bir önceki rapor döneminde enflasyon tahminlerinden ayrıştırarak ulaşmayı taahhüt ettiği ara hedeflerini değiştirmeyerek 2026 ve 2027 yıl sonları için sırasıyla %16 ve %9 seviyelerinde korudu. Yıl sonu enflasyon tahmin bandının orta noktası 2025 için %27'den %32'ye yükseltirken, 2026 ve 2027 için sırasıyla %16 ve %9 seviyelerinde sabit bırakıldı. 2025 yıl sonu tahmini için belirsizlik aralığı %31-33 olarak belirlendi. **(Makro: İddialı hedefler, şahin iletişim, yüksek maliyetli makro arka plân)**
- Hazine nakit dengesi ekim ayında 195,9 milyar TL,** faiz dışı olarak ise 36,0 milyar TL açık verdi. 2024 aynı döneminde ise sırasıyla 170,0 milyar TL, faiz dışı olarak ise 44,1 milyar TL açık verilmişti. Ekim ayında gelirler yıllık %33,2, giderler %30,2 artış gösterdi. Hazine nakit dengesi Ocak-Ekim döneminde ise toplam 1.834 milyar TL açık verdi.
- Hazine bugün 7 ay vadeli Hazine bonosu,** yarın 2 yıl ve 5 yıl vadeli sabit kuponlu tahvil ihaleleri düzenleyecek. **Yurt içinde bugün** eylül ayı sanayi üretimi verisi açıklanacak. Sanayi Üretim Endeksi ağustos ayında mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış (m.a.) olarak aylık bazda %0,4, yıllık bazda ise %4,7 artmıştı. Öncü verilerden ISO Türkiye İmalat Satın Alma Yöneticileri Endeksi eylülde aylık 0,6 puan azalışla 46,7 değerini aldı. KKO aylık 0,2 puan artsa da, %73,8 ile tarihsel ortalamasının 2,5 puan ile belirlen altını kalmaya devam etti.

Haftalık Getiriler (%)



Veriler (Bugün)

Önceki Beklenti

Türkiye Sanayi Üretimi (eylül, yıllık % değişim)	7,1	-
Euro Bölgesi Sentix Yatırımcı Güven Endeksi (kasım)	-5,4	-4,0

Yatırımcı Takvimi için tıklayın

Devlet Tahvili Getirileri

(%)	07/11	06/11	2024
TLREF	39,28	39,27	48,80
TR 10 yıllık	32,14	32,05	29,04
ABD 10 yıllık	4,10	4,08	4,57
Almanya 10 yıllık	2,67	2,65	2,36

Döviz Kurları ve Kripto

	07/11	Günlük (%)	Haft. (%)	2024 sonu (%)
\$/TL	42,2130	0,2	0,4	19,4
€/TL	48,8961	0,5	0,7	33,4
€/§	1,1566	0,2	0,3	11,7
\$/Yen	153,42	0,2	-0,4	-2,4
GBP/§	1,3162	0,2	0,1	5,2
Bitcoin	104.512	2,2	-5,0	11,5

Hisse Senedi Endeksleri

	07/11	Günlük (%)	Haft. (%)	2024 sonu (%)
BIST-100	10.925	-1,3	-0,4	11,1
S&P 500	6.729	0,1	-1,6	14,4
FTSE-100	9.683	-0,5	-0,4	18,5
DAX	23.570	-0,7	-1,6	18,4
SMI	12.298	0,0	0,5	6,0
Nikkei 225	50.276	-1,2	-4,1	26,0
MSCI EM	1.382	-0,9	-1,4	28,5
Şangay	3.998	-0,3	1,1	19,3
Bovespa	154.064	0,5	3,0	28,1

Emtia Fiyatları

	07/11	Günlük (%)	Haft. (%)	2024 sonu (%)
Brent (\$/varil)	63,6	0,4	-2,2	-14,8
Altın (\$/ons)	4.001	0,6	0,0	54,9
Gram Altın (TL)	5.428,3	0,8	0,4	82,1
Bakır (\$/libre)	495,7	-0,2	-2,6	23,1

Kaynak: Bloomberg * Piyasalardaki son verileri yansıtır

Piyasa ve Teknik Görünüm

- BIST100 endeksi Cuma günü bankalar ve holdingler öncülüğünde %1,34 gerilerken güçlü bilançolar ve yüksek faiz ortamına dayanıklılık açısından ön plana çıkan perakende sektörü hisseleri endeksten olumlu ayrıştı. Bugün 3. çeyrek bilançolarının KAP'ta yayınlanması için son tarih. Yurt içinde bu hafta Cuma günü kasım ayı Piyasa Katılımcıları Anketi enflasyon beklentilerini takip etmek açısından önemli olacak. ABD'de hükümetin açılması ile ilgili olumlu gelişmelere paralel olarak artan risk iştahıyla beraber BIST100 endeksinin yeni haftaya hafif alıcılı başlamasını bekliyoruz.
- Teknik Yorum:** BIST100 haftanın son işlem gününde gün başından itibaren satış baskısı altındaydı. Kapanış 10925 seviyesinde gerçekleşti. BIST'te kapanış yeni yatay kanal bölgesi olarak değerlendirdiğimiz 10935-11025 bandının hemen altında. Halen her iki yönde de belirgin bir kırılma yok. Dolayısıyla belirgin bir olumsuzluk da söz konusu değil. Endekste kısa periyot için yeni yatay kanal hareketinin 11025 seviyesi üzerinde kapanışla gelişebileceğini yineliyoruz. Bu seviye üzerindeki harekete bağlı olarak 11218 ve 11530 seviyelerine yönelik yeni bir hareket görülebilir. BIST'te 11156-11372 bölgesinin de haftalık grafikler için önemli direnç konumunda olduğunu, bu bölge üzerinde haftalık kapanış durumunda ancak yeni ve belirgin bir yukarı hareket yaşanabileceğini hatırlatıyoruz. 10869/849 yakın destek bölgesi. Altına yaşanacak sarkma ancak yeni zayıflama sinyali olarak düşünülmeli. Bu durumda 10713-10520 seviyesine yönelik bir hareket görülebilecektir. BIST100 için 10869-10713-10566/520 destek, 11025-11156-11218-11372/11530-11600 direnç.
- Detaylı Teknik Analiz Bülteni için [tıklayın](#)**

Portföy Seçimleri

- Temel Analize Dayalı En Çok Beğenilen Hisseler:** Coca-Cola İçecek, Entra, Koç Holding, Medikal Park, Migros, Otokar, Tofaş, Torunlar GYO, Tüpraş, Turkcell. Detaylar için [tıklayın](#)

Endeks Değ (%)	Gün	Hafta	Ay	YBB
BIST-100	-1.3	-0.4	-0.4	11.1
BIST-30	-1.5	-0.8	-0.8	10.1
Banka Endeksi	-2.5	0.3	0.3	2.7
Sınai Endeks	-1.5	-1.2	-1.2	8.7
Hizmetler Endeksi	-1.1	-0.1	-0.1	14.6

Piyasa Verileri

BIST100 Piy. Değ. (mn TL)	10,179,212
Bankalar Piy. Değ.	2,039,507
Holdingler Piy. Değ.	2,096,755
Sanayi Piy. Değ.	4,134,926
BIST İşlem Hacmi (mn TL)	208,677
BIST100 Ort. Halka Açıklık	32%

En Yüksek Getiri	Değişim (%)	Hacim (mn TL)
Işıklar Enerji Ve Yapı	9.99	1247.3
Migros	6.11	4045.0
Borusan Boru Sanayi	4.86	1939.1
Türkiye Sığorta	4.76	1483.2
Türk Altın İşletmeleri	3.95	3745.5

En Düşük Getiri	Değişim (%)	Hacim (mn TL)
Dap Gayrimenkul Gel	-9.74	741.9
Pasifik Teknoloji	-8.77	1155.6
Kardemir (D)	-7.36	2063.4
İş Yatırım	-5.70	535.3
Trabzonspor	-5.59	960.8

En Yüksek Hacim	Değişim (%)	Hacim (mn TL)
Türk Hava Yolları	-1.03	12483.7
Akbank	-2.48	7660.1
İş Bankası (C)	-2.79	7224.6
Koç Holding	-2.55	6414.3
Ereğli Demir Çelik	-1.51	6015.5

ViOP Kontrat	Uzl. Fiy. Değ. (%)	İşl. Ad.	
F_XU0301225	12353.0	-1.8	239,616
F_XU0300226	12988.0	-1.7	3,410
F_USDTRY1225	44.17	0.0	16,151
F_EURTRY1225	51.19	0.2	429

Açık Pozisyon	Adet	Değ.
F_XU0301225	526,366	16,091
F_USDTRY1225	1,444,975	2,896

Şirket Haberleri

- **Enka İnşaat'ın (ENKAI, EÜG, 12A HF: 111 TL), 3Ç25'te net karı 10,7 milyar TL (+%70 y/y) olurken piyasa beklentisi ve bizim beklentimiz olan 10,2 milyar TL'ye paralel gerçekleşti.** FAVÖK ise 8,4 milyar TL (+%44 y/y) seviyesinde gerçekleşirken piyasa beklentisi (8,9 milyar TL) ve bizim tahminimiz (8,8 milyar TL) ile uyumluydu. Enerji faaliyetlerinden elde edilen FAVÖK beklentilerimizin altında kaldı, ancak daha yüksek yatırım geliri, FAVÖK'teki hafif sapmayı fazlasıyla telafi ederek daha güçlü bir net kâr rakamına yol açtı. Enka'nın işlevsel para birimi ABD Doları olduğundan enflasyon muhasebesi uygulamamaktadır. **Taahhüt faaliyetlerinden** FAVÖK, yeni sözleşmelerin hızlanmasıyla dolar bazında %26'lık güçlü bir artışla 114 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. Taahhüt faaliyetlerindeki FAVÖK marjı, 3Ç25'te yıllık bazda 10 baz puan düşerek %17,1'e geriledi. **Enka'nın birikmiş iş hacmi**, 2Ç25'teki 7,9 milyar dolar seviyesinden iyileşerek, 3Ç25 sonunda 8,7 milyar dolar seviyesine ulaştı. Irak ve Birleşik Krallık, sırasıyla %22 ve %14 ile birikmiş siparişlerde en büyük paya sahip bölgeler. **Gayrimenkul faaliyetlerindeki** FAVÖK, 3Ç25'te 60 milyon dolar seviyesinde gerçekleşirken kiralardaki toparlanma ve olumlu kur etkisi sayesinde yıllık %16 artış gösterdi. **Enerji segmentinde**, 3Ç25'te doğalgaz santrallerinde geçen seneye göre daha zayıf karlılık sebebiyle FAVÖK 12 milyon dolar seviyesinde kalarak yıllık %2 düşüş kaydetti. Sınırlı kapasite kullanımı nedeniyle enerji faaliyetlerinde karlılıkla ilgili öngörülebilirliğin düşük olduğunu hatırlatmak gerekir. **Ticaret faaliyetlerinden** FAVÖK, canlı inşaat aktivitesi sayesinde yıllık %18 artışla 20 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti ve marjı 280 baz puan arttı. Enka, 4,6 milyar dolar tutarındaki finansal yatırım portföyünden 184 milyon dolar **yatırım geliri** elde etti. Finansal yatırımlardaki yeniden değerlendirme kazançları 3Ç25'te 115 milyon dolar olarak gerçekleşti. Yabancı devlet tahvilleri ve hisse senetleri, yatırım portföyünün sırasıyla %45 ve %30'unu oluşturuyor. Enka'nın **net nakit pozisyonu**, 3Ç25 sonunda 5,8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti (2Ç25: 5,4 milyar dolar). Enka, 2025 Ekim ayında 5,0 milyar TL (120 milyon dolar) nakit temettü dağıttı. Ayrıca, şirket, 2025 gelirlerinden 14 Ocak 2026'da 5 milyar TL tutarında bir avans temettü daha dağıtılacağını duyurdu. **Yorum ve Değerlendirme:** 3Ç25 sonuçlarının hisse performansı üzerinde nötr bir etki yaratmasını bekliyoruz. Enka için 12 aylık hedef fiyatımızı değerlememizi bir çeyrek ileri götürdüğümüz için %8 artırarak 103 TL'den 111 TL'ye yükseltiyor, Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.
- **Pegasus (PGSUS; EÜG; 12A HF: 350 TL) 3Ç25 Finansal Sonuçlar:** 2025 birim gelir ve FAVÖK marjı beklentisi aşağı revize edildi. Pegasus 3Ç25'te, piyasa beklentisi olan 198 milyon Euro'nun %14 üzerinde fakat bizim beklentimiz olan 229 milyon Euro'ya paralel 227 milyon Euro net kar açıkladı. Şirket, 3Ç25'te piyasa beklentisi olan 386 milyon Euro ve bizim beklentimiz olan 387 milyon Euro'ya yakın 395 milyon EUR FAVÖK açıkladı. Şirket 2025 birim gelir ve FAVÖK marjı beklentisini aşağı revize etti. Yönetim, 2025 yılı AKK beklentisini %14-16 büyümeye olarak korudu (AK: %15). Şirket, birim gelir beklentisini orta tek haneli daralmadan %6-8 daralmaya düşürdü (AK: -%7). Yolcu başına yan gelirler beklentisi düşük tek haneli yükseliş seviyesinde korundu (AK: %4). Yönetim, yakıt dışı birim giderler beklentisini %3-5 artış olarak korudu (AK: %4). Yönetim birim gider beklentisini %1-3 daralma olarak korudu (AK -%2). Yönetim birim yakıt giderlerinin %10'un üzerinde daralmasını bekliyor (AK: - %13). Yönetim FAVÖK marjı beklentisi %26-27'den %26 civarına indirdi (AK: %25,5). Yönetim 2025 yıl sonunda filodaki uçak sayısını 127'ye artırmayı planlamaktadır (AK: 127). **Yorum ve Öneri:** Beklenti üzeri net kara rağmen 2025 beklentilerinin aşağı yönlü revizyon edilmesiyle, açılıştaki Hafif Olumsuz piyasa tepkisi bekliyoruz. Hedef fiyatımızı 375 TL seviyesinden 350 TL'ye indirdik. Şirket için "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruduk.
- **Halkbank'ın (HALKB; Endeksin Altında Getiri; 12A HF. 28,50 TL) 3Ç25 net kârı, %52 artışla 7,5 milyar TL ile tahminimiz ve medyan analist tahmini olan 7,6 milyar TL'ye paralel gerçekleşti.** Böylece, 2025/9 net kârı yıllık %80 artışla 20,2 milyar TL ve öz kaynak getirisi karlılığı %15,9 (2024'te %11,0) oldu. Halkbank önceki çeyrekte muhasebe yöntem değişikliği TÜFE tahvil gelirini düzeltme farkı ile 51,6 milyar TL olarak açıklamıştı. 3Ç25'te TÜFE tahvil geliri normalleşerek 22,2 milyar TL'ye geriledi. Bankanın TÜFE tahvil hariç net faiz zararı ise 32,2 milyar TL'den 3,8 milyar TL'ye iyileşti. Bankanın net faiz marjı ise 2025/9'da %2,1 oldu (2024: %0,2). Bankanın bu çeyrekte net faiz gelirine en güçlü katkı önceki çeyreğe göre 15,2 milyar TL artan takipteki alacak faiz gelirinden geldi. Takibe dönüşen kredi tutarı (net) ise önceki çeyreğe göre %141 artarak 22,9 milyar TL'ye ulaştı ve toplam takipteki alacak tutarını 2025/9 sonunda 69,6 milyar TL'ye ve takipteki kredi oranını %3,8'e (YbG 170 baz puan artış) çıkardı. Bankanın ikinci ve üçüncü grup krediler için karşılık ayırma oranları geriledi. Bununla birlikte net kredi risk maliyeti önceki çeyreğe göre 100 baz puan artarak 3ç25'te 193 baz puan ve 2025/9'da 116 baz puan oldu. Halkbank'ın komisyon geliri, özellikle kredi kartlarının artan katkısıyla 3Ç25'te %12 ve 2025/9'da yıllık %50 arttı. İşletme giderleri ise 3Ç25'te %3 gerileyip ve 2025/9'da yıllık %70 arttı. **Yorum ve öneri:** Net kâr tahminimizi 2025 için 30,0 milyar TL ve 2026 yılı için 50 milyar TL olarak koruduk ve 2027 için 77,5 milyar TL olarak belirledik (öz kaynak getiri beklentimiz sırasıyla %17, %22 ve %26). Değerleme döneminin iletilemesi ve bazı uzun vadeli model güncellemeleri nedeniyle, 12 aylık fiyat hedefimizi de %22 artışla hisse başına 28,50 TL'ye yükselttik. Hisse önerimizi "Endeksin Altında Getiri" olarak koruyoruz. Hissenin cari 1 yıllık F/DD'si 0.8x ile medyan 0.65x2in üzerinde ve bizim hedef fiyatın ima ettiği F/DD ile aynı düzeyde bulunuyor.

Şirket Haberleri

- **Ülker (ÜLKER, Endeksin Üzeri Getiri, 12A HF: 197 TL)**, 3Ç25'te 1.067mn TL net kâr açıkladı; bu rakam piyasa beklentisinin %2, bizim tahminimizin ise %34 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK 4,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşerek yıllık bazda %17 arttı ve piyasa beklentisinin %12 üzerinde geldi. Gelirler ise 25,4 milyar TL ile beklentilerle uyumlu gerçekleşti. Sonuçların Ülker hisseleri üzerinde hafif olumlu bir etki yaratmasını bekliyoruz. Gelirler yıllık bazda %5 artarken, büyüme ağırlıklı olarak %26 artış kaydeden uluslararası operasyonlardan (8,2 milyar TL gelir) kaynaklandı; bu segmentte hacim artışı %9,6 oldu. Yurt içi gelirler ise piyasa trendleriyle paralel olarak %2,6 hacim daralmasına bağlı şekilde %3 düşüşle 17,2 milyar TL'ye geriledi. Toplam hacim yıllık bazda %0,7 artarken, uluslararası operasyonların toplam gelirler içindeki payı 3Ç25'te %32'ye ulaştı. Çikolata gelirleri (gelirlerin %49'u) %6,5 artışla 12,4 milyar TL'ye yükselirken, bisküvi kategorisinde %3,6 (9,6 milyar TL) ve kek kategorisinde %3,7 (2,1 milyar TL) büyüme kaydedildi. FAVÖK yıllık bazda %16,5 arttı ve 3Ç25'te 180 baz puanlık marj artışıyla desteklendi. Türkiye operasyonlarının FAVÖK marjı yıllık bazda 350bp artışla %19,7'ye yükselirken, uluslararası operasyonların marjı 180bp daralarak %13,7'ye geriledi. Net kâr marjı, FAVÖK marjındaki toparlanma ve yıllık bazda daha düşük vergi gideri sayesinde 160bp artarak %4,2'ye yükseldi. Ülker'in faiz gideri yıllık bazda hafif düşerken, kur farkı zararı 3Ç24'teki 2,1 milyar TL'ye karşılık 3Ç25'te 2,9 milyar TL'ye çıktı. **Kapsamı yeniden başlatıyor ve hisse başına 12 aylık 197 TL hedef fiyat ve "Endeks Üstü Getiri" tavsiyesi veriyoruz.** Ülker için olumlu görüşümüzün temel dayanakları: (i) Ürün karmasındaki iyileşme ve maliyet baskılarının azalmasıyla FAVÖK marjındaki aşağı yönlü trendin tersine dönmesi — bu eğilimin 2026'da da devam etmesini bekliyoruz, (ii) finansal kaldıraçta potansiyel iyileşme ve (iii) güçlü TL temasının korunmasıyla kısa FX pozisyonuna bağlı hassasiyetin azalması. Emsal karşılaştırmasına göre 2025 tahminlerinde 3,9x FD/FAVÖK ve 5,4x F/K çarpanları sırasıyla %61 ve %71 iskontoya işaret etmektedir
- **Torunlar GYO'nun (TRGYO; EÜG; 12A HF: 126 TL)**, daha yüksek parasal kayıp ve vergi yükünün etkisiyle net karı yıllık %27 düşerek 2,1 milyar TL'ye (AK: 1,95 milyar TL; Konsensüs: 2,76 milyar TL) indi. Gelirler 2,57 milyar TL ile beklentilere paralel ve yıllık %15 arttı; artışın ana kaynakları kira gelirlerinde %5,7'lik reel büyüme (2Ç25'te %4,7) ve daha yüksek konut teslimatları (331 milyon TL; yıllık +%198) oldu. FAVÖK 1,54 milyar TL (AK: 1,69 milyar TL; Kons.: 1,85 milyar TL) ile yıllık %12 yükseldi; bunda ciro artışı ve satışlara oranla faaliyet giderlerinde yıllık 1 puan düşüş etkili oldu. Konut teslimatlarında brüt marj ~%34 olarak gerçekleşti ve TMS-29'un yarattığı sunum etkisi nedeniyle yaklaşık 44 puan gerilemiş göründü; buna karşılık tekrarlayan gelirlerde brüt marj 0,6 puan genişledi. **Tahminlerimizden sapmalar: (i)** Kira operasyonları ve konut teslimatlarında beklenenden düşük brüt marj; **(ii)** Beklenenden düşük parasal kayıp. **Güçlü operasyonel görünürlük; yüksek finansal gelir sağlayan sağlam nakit rezervi:** Düzeltilmiş net nakit (net nakit + uzun vadeli finansal yatırımlar – ertelenmiş gelirler) bir önceki çeyrekteki ~17,5 milyar TL'den ~21,0 milyar TL'ye (piyasa değerinin ~%27'si) yükseldi. Ertelenmiş gelirler düşülmemiş haliyle net nakit ~26,5 milyar TL (~%33,5 PD). Ertelenmiş gelirler ~5,5 milyar TL (tamamı kısa vadeli) ve 3Ç25'in çeyreklik hasılatının ~2,1 katı, bu da önümüzdeki dönemde anlamlı hasılat kaydediş potansiyeline işaret ediyor. Şirket, ~2,23 milyar TL net finansal gelir (3Ç25 çeyreklik hasılatının ~0,9 katı) kaydetti. **AVM ciroları artan ziyaretçi trafiğiyle desteklendi:** Kiracı ciroları reel bazda yıllık %1,3 arttı; %3'lük ziyaretçi trafiği (footfall) artışı, ziyaret başına harcamadaki (ARPV) %1,7 düşüşe rağmen büyümeyi sağlayan faktör oldu. Alışveriş günü eşdeğeri (SDE) etkisine göre düzelttiğimizde 3Ç25'te yıllık ciro ivmesi daha güçlü görünüyor: %1,9 (düzeltilmemiş %1,3'e göre 0,6 puan daha yüksek). Aynı zamanda şirket kira maliyeti oranını (OCR) yıllık 0,6 puan artırarak %14,1'e yükseltti. **Ertelenmiş vergi yükümlülüğü ~17 milyar TL'ye ulaştı (~%21,5 PD).** GYO'lara getirilen vergi düzenlemelerinin dikkatli bir şekilde yorumlanması gerektiğini düşünüyor ve iki önemli hususu vurgulamak istiyoruz. İlk olarak, yasal vergi oranı temettü dağıtımın için %30, temettü dağıtımın için %10 iken, ertelenmiş vergi yükümlülükleri %30 vergi oranı varsayımıyla kaydediliyor. İkinci olarak, ticari GYO'lar kira getirili gayrimenkulleri portföylerinde uzun vadeli tutmaktadır, bu da ertelenmiş vergi yükümlülüklerinin ancak satış durumunda gerçekleşeceği anlamına gelmektedir. Bu tür satışların gerçeğe uygun değerinden önemli iskontolarla gerçekleşmesi mümkün olmayacağından, ilgili vergi yükümlülüklerinin NAD iskontosunda daralma olmaksızın nakit çıkışı ile sonuçlanmasını beklemiyoruz (güncel iskonto bizim NAD hesabımıza göre ~%43 seviyesinde). **Yorum:** Tekrarlayan gelirlerin güçlü seyri ve ziyaretçi trafiğinin artması, buna ek olarak sağlam net finansal gelir ile yüksek nakit/ertelenmiş gelir bakiyesi, operasyonel ve finansal görünürlüğü artırıyor. Sektör geneli olan ARPV zayıflığı tekrarlayan büyümeyi sınırlayabilir. TMS-29 sunum etkisinin konut teslimatlarındaki raporlanan brüt marjı olumsuz etkilediğini not ediyoruz. 2025 yıl sonu net nakdi yaklaşık 30,3 milyar TL (~%38 PD). **Değerlendirme:** 12A HF seviyemizi 107 TL'den 126 TL'ye yükseltiyor ve tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak devam ettiriyoruz. Değerlememize göre hisseler, 138,15 TL/pay NAD (NAVPS)'e (toplam ~138,15 milyar TL NAD) karşılık 0,57x PD/NAD çarpanıyla işlem görüyor.

Şirket Haberleri

- **Emlak Konut GYO'nun (EKGYO; Öneri Yok)**, daha yüksek finansman gideri ve vergi nedeniyle net karı yıllık %94 düşüşle 194 milyon TL geldi. Net satışlar 14,2 milyar TL (yıllık +%24), FAVÖK 2,98 milyar TL (yıllık +%21) olarak gerçekleşti. Net borç 24,9 milyar TL (NB/FAVÖK 1,4x). Ortalama ~2 yıl vadeli Yaklaşık 58,4 milyar TL ticari alacak (bunun 33,6 milyar TL'si bilanço dışı) nakit akışı görünürlüğüne destekliyor. Yaklaşık 85 milyar TL ertelenmiş gelir, hasılat görünürlüğüne güçlendiriyor. Şirket, yaklaşık 167 milyar TL NAD raporluyor (hisse başına NAD ~44 TL), bu da ~0,45x F/NAD çarpanına işaret ediyor. Hisse, son bir ayda XU100'e göre %0,71 daha iyi, XGMYO'ya göre %7,02 daha zayıf performans gösterdi.
- **Türk Traktör (TTRAK; EÜG; 12A HF: 930 TL) Aylık Satışları** - Traktör satışları yıllık %35 daraldı. Türk Traktör'ün Ekim 2025'te yurt içi satışları yıllık %56 daralırken, ihracat satış hacmi yıllık %52 arttı. Ekim 2025'te Türk Traktör, yurt içi pazarda 1,1 bin adet traktör sattı (10 yıllık ortalama: 2,6 bin adet). Ekim 2025'te şirket, 1,0 bin adet traktör ihraç etti (10 yıllık ortalama: 1,3 bin adet).
- **Anadolu Hayat Emeklilik'in (ANHYT; EÜG; 12A HF: 158 TL)** ekim ayı toplam prim üretimi aylık %10 düşüşle (+%55 y/y) 1,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bu sonuçla birlikte, 10 aylık kümülatif prim üretimi yıllık %65 büyüme ile 16,4 milyar TL'ye yükseldi.
- **Türkiye Sigorta'nın (TURSG; EÜG; 12A HF: 15,30 TL)** ekim ayı brüt prim üretimi, aylık %11 düşüşle (+%44 y/y) 10,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bu sonuçla birlikte 10 aylık kümülatif prim üretimi yıllık %45 artış ile 115,6 milyar TL'ye yükseldi. "Nötr".
- **Anadolu Sigorta'nın (ANSGR; EÜG; 12A HF: 38,50 TL)** ekim ayı brüt prim üretimi, aylık %23 düşüşle (+%32 y/y) 6,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bu sonuçla birlikte 10 aylık kümülatif prim üretimi yıllık %44 artış ile 74,8 milyar TL'ye yükseldi. "Hafif Olumsuz".

Şirket Haberleri

TEMETTÜ BİLDİRİMLERİ

<u>Şirket</u>	<u>Kodu</u>	<u>Brüt</u> <u>Temettü (TL)</u>	<u>Brüt</u> <u>Verim (%)</u>	<u>Son</u> <u>Kapanış (TL)</u>	<u>Beklenen</u> <u>Tarih</u>
Enka İnşaat	ENKAI	0.8334	1.07%	77.90	14.01.2026
Osmanlı Yatırım Menkul Değerler	OSMEN	0.0250	0.26%	9.53	28.01.2026

PAY GERİ ALIM BİLDİRİMLERİ

<u>Şirket</u>	<u>Kodu</u>	<u>Pay Adedi</u>	<u>Fiyat</u> <u>Bandı (TL)</u>	<u>Tutar</u> <u>(milyon TL)</u>	<u>Program Kapsamında Geri Alımların</u> <u>Özsermayeye</u>
					<u>Oranı</u>
Mavi Giyim	MAVI	250,000	39.84	10.0	1.22%
Pc İletişim Ve Medya Hizmetleri	PCILT	10,000	24.43	0.2	4.27%
Akfen İnşaat Turizm Ve Ticaret	AKFIS	100,000	25.69	2.6	0.80%
Panelsan Çatı Cephe Sistemleri	PNLSN	6,000	41.07	0.2	1.19%
Escar Filo	ESCAR	125,000	19.70	2.5	0.35%
Lokman Hekim	LKMNH	15,000	16.50	0.2	4.99%
Mercan Kimya Sanayi Ve Ticaret	MERCN	300,000	21.04	6.3	0.72%
Akfen Yenilenebilir Enerji	AKFYE	120,000	17.52	2.1	1.12%
Toplam				24.1	

BEDELSİZ SERMAYE ARTIRIMI/AZALTIMI BİLDİRİMLERİ

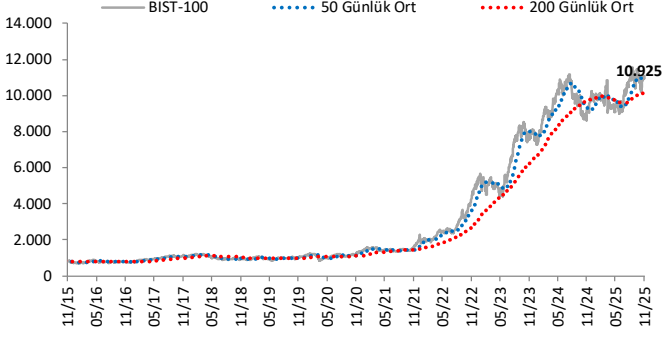
<u>Şirket</u>	<u>Kodu</u>	<u>Mevcut</u> <u>Sermaye (TL)</u>	<u>Bedelsiz</u> <u>Oranı (%)</u>	<u>Bedelsiz Tutarı (TL)</u>
Kayseri Şeker Fabrikası	KAYSE	706,000,000	324.9%	2,294,000,000

FİNANSAL TAKVİM

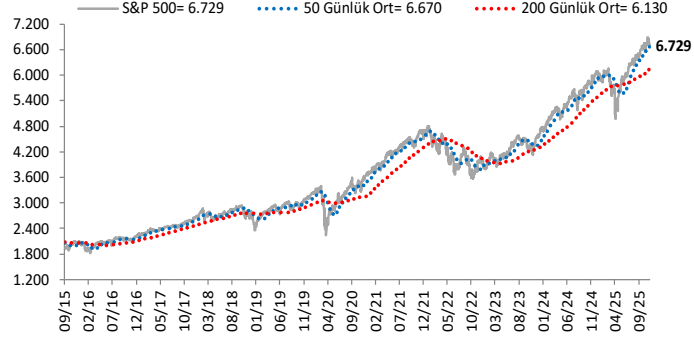
<u>Şirket</u>	<u>Kodu</u>	<u>Periyot</u>	<u>Tarih</u>
Kontrolmatik Teknoloji	KONTR	3. Çeyrek	10.11.2025
Gür-Sel Turizm Taşımacılık Ve Servis	GRSEL	3. Çeyrek	10.11.2025
Doğuş Otomotiv	DOAS	3. Çeyrek	10.11.2025
Park Elek. Madencilik	PRKME	3. Çeyrek	10.11.2025
Besler Gıda	BESLR	3. Çeyrek	10.11.2025

Göstergeler

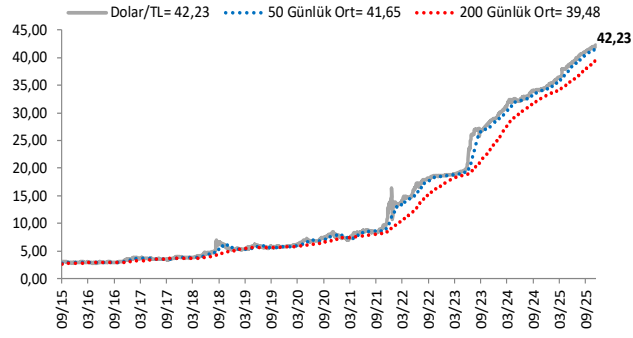
BIST-100 (bin)



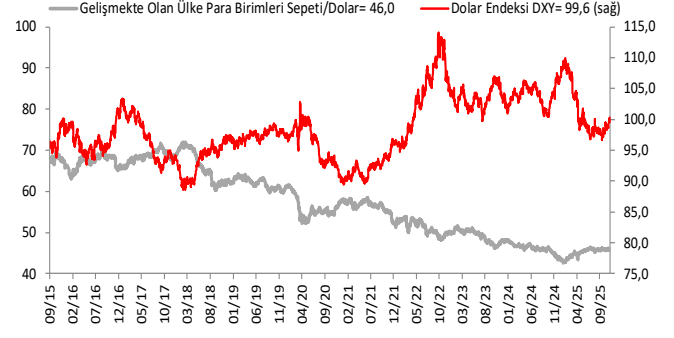
S&P 500



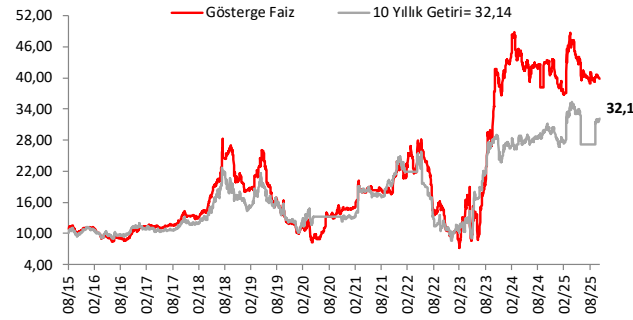
\$/TL



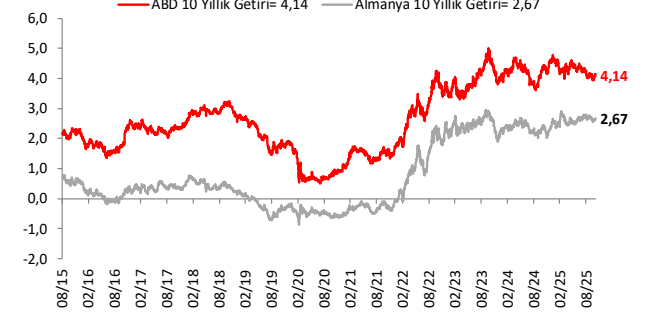
Dolar Endeksi DXY ve GOÜ Para Birimi Sepeti



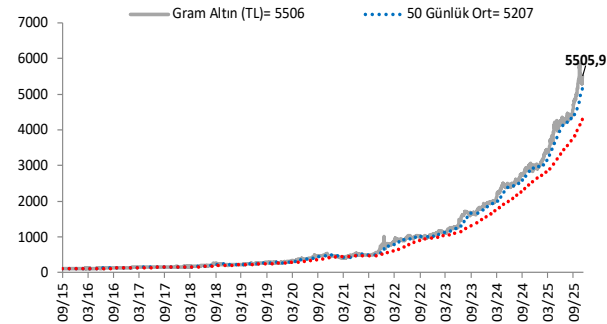
Yurt İçi Gösterge Faiz ve 10 Yıllık Getiri



ABD ve Almanya 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirileri (%)



Gram Altın (TL)



5 Yıllık CDS (baz puan)



Grafiklerde yer alan rakamlar, ilgili verinin son seviyesini göstermektedir.

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar ve Ak Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomikarastirmalar@akbank.com

Dr. Çağlar Yüncüler - Müdür

Caglar.Yunculer@akbank.com

M. Sibel Yapıcı

Sibel.Yapici@akbank.com

Sercan Pişkin

Sercan.Piskin@akbank.com

YASAL UYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil , suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAş, Ak Yatırım Ař ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAş ve Ak Yatırım Ař her an, hiğbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiğbir şekil ve surette Akbank TAş ve Ak Yatırım Ař'nin herhangi bir taahhüdünü iğermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, geręekleřtirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanılarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, geręekleřtirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiğbir şekil ve surette Akbank T.A.ř, Ak Yatırım A.ř ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiğbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAş, Ak Yatırım Ař ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler "yatırım danışmanlığı" hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamındadır; yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kurumların, iş bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geğmesi ve bu hizmeti bir sözleşme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında genel olarak düzenlendiğinden, kişiye özel rapor, yorum ve tavsiyeler iğermediğinden mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



AKYatırım

AKBANK

Ekonomik Araştırmalar