

Piyasalarda Son Görünüm*

USD/TL 42,0901	EUR/TRY 48,3922	EUR/USD 1,1493	BIST-100 10.914	Gram Altın 5376,0
-------------------	--------------------	-------------------	--------------------	----------------------

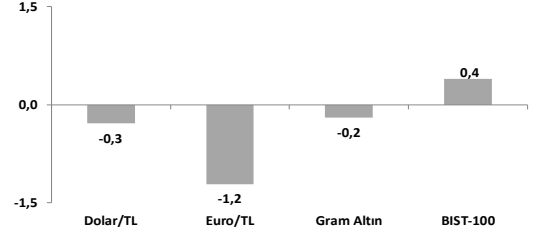
Yüksek değerlendirme endişeleri küresel risk iştahını baskılıyor

- Ticaret Bakanlığı'nın geçici verilerine göre ekimde dış açık 7,4 milyar \$ oldu
- TÜİK verisine göre mevsimsellikten arındırılmış TÜFE aylık %2,07 arttı
- Reel efektif döviz kuru ekimde aylık %1,5 artışla 71,87'ye yükseldi

Son günlerde yapay zeka ve büyük ölçekli teknoloji hisseleriyle yükselen borsalar, yüksek değerlendirme endişeleriyle gerilerken, güvenli liman arayışının arttığı günde yalnızca dolar endeksi değer kazandı. Altın ise tahvil getirilerindeki yükseliş ve dolar endeksindeki güçlenmenin daha ağır basmasıyla son haftalardaki düşüş eğilimini dün de sürdürdü. Bu sabah Asya seansı ve Avrupa vadeli işlemlerindeki sert düşüşler dünki satış eğiliminin bugüne taşındığına işaret ediyor. ABD'de bugün TSİ 16:15'te açıklanacak ADP istihdam verisi piyasaların kısa vadeli seyrini açısından yakından takip edilecek. **MSCI Dünya Endeksi** dün ABD, Avrupa ve Asya piyasalarındaki genele yayılan düşüşlerle %1,1 geriledi. **ABD'de** son bir haftada dar tabanlı hisse grubuna yönelik alımlarla yükselen **S&P 500** ve **Nasdaq** ise sırasıyla %1,17 ve %2,04 değer kaybetti. Sektörel detayda, teknoloji (%-2,27), iletişim (%-1,53) ve zorunlu olmayan tüketim (%-1,85) S&P 500'deki günlük düşüşe öncülük ederken, Fed'in geçtiğimiz haftaki faiz kararından itibaren, zorunlu tüketim (%-0,73) haricindeki tüm alt sektörler haftalık bazda gerilemiş oldu. **Avrupa** tarafında, **Eurostoxx-600** küresel risk alma iştahındaki zayıflıktan etkilenerek %0,30 değer kaybetti. **Avrupa vadeli işlemler piyasası** bu sabah güçlü negatif açılışa işaret ediyor. **Asya piyasalarında** ise bu sabah genele yayılan satıcılar seyrin hakimken, hafta başında rekor seviyelere ulaşan **Japonya** (Nikkei 225: %-2,78) ve **Güney Kore** (KOSPI: %-3,18) borsalarındaki kayıplar ön plana çıkıyor. Faizler tarafında, bu hafta bazı fed üyelerinden gelen nispeten güvercin açıklamaların ardından piyasaların Fed'in aralık ayı faiz indirimine attığı olasılık %67'den %74'e yükseldi. Bununla uyumlu olarak, 10 yıllık **ABD tahvil getirisi** dün 3 baz puan (bp) düşüşle %4,09'a, 2 yıllık getirisi 3bp düşüşle %3,58'e geriledi. Kısa ve uzun vadeli tahvil getirilerindeki düşüş bu sabah da devam ediyor. Güvenli liman arayışının arttığı günde **Dolar Endeksi (DXY)** %0,4 değer kazanarak 100,2 ile son 5,5 ayın en yüksek seviyesine ulaştı. **Euro/dolar paritesi** ise %0,3 düşüşle son 3 ayın en düşük seviyesi olan 1,148'e geriledi. ABD'nin Rus petrol şirketlerine yaptırım uygulaması sonrasında arz endişeleriyle 64-66\$/bbl bandına yerleşen **Brent petrol aktif vadeli kontratı** bu sabah 64,4\$/bbl seviyesi ile yıl ortalamasının %7 altında. Güvenli liman arayışının arttığı günde, **altın** ise tahvil getirilerindeki yükseliş ve dolar endeksindeki güçlenmeyle baskılanarak %1,7'lik düşüşle 3932\$/ons seviyesine geriledi.

- Yurt dışında bugün** ABD'de ekim ayı ADP istihdam ile ISM hizmet sektörü endeksi, Euro Bölgesi'nde ekim ayı nihai hizmet sektörü endeksi ve eylül ÜFE, Almanya'da eylül fabrika siparişleri verileri açıklanacak. ABD'de ISM hizmet sektörü endeksi eylülde aylık 2,0 puan azalmış ve 50,0 ile mayıstan bu yana en düşük seviyede gerçekleşmişti. Ekim ayı için piyasa beklentisi endeksin 50,7 seviyesinde gerçekleşeceği yönünde.
- Yurt içinde** Ticaret Bakanlığı'nın açıkladığı geçici verilere göre, ekim ayında ihracat yıllık bazda %2,2 artışla 24,0 milyar \$, ithalat ise yıllık bazda %6,6 artışla 31,4 milyar \$ seviyesinde gerçekleşti. Böylece ekim ayı dış ticaret açığı bir önceki yıla göre 1,4 milyar \$ artarak 7,4 milyar \$ oldu. Dış ticaret açığı yılın ilk 10 ayında 74,4 milyar \$ olurken, 12 aylık birikimli olarak 89,3 milyar \$'dan 90,7 milyar \$'a yükseldi. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış (m.a.) verilere göre dış ticaret açığı ağustos ayındaki düşük seviyeden dönerek son iki aydır büyüyor ve yeniden nisan ayındaki seviyesine geldi. (Makro: Son çeyreğin başında dış ticaret açığı yeniden yükseldi)
- TÜFE bazlı Reel Efektif Döviz Kuru** ekimde aylık %1,5 artarak 71,87'ye yükseldi. Endeks bir önceki yılın %3,0 üzerinde bulunuyor. ÜFE bazlı REDK ise ekimde aylık %0,8 artışla 95,5'e yükseldi. Bununla birlikte endeks geçtiğimiz yılın aynı döneminin %0,7 aşagısında kaldı.
- TÜİK'in yayınladığı mevsimsellikten arındırılmış** aylık TÜFE ekimde %2,07 ile beklentimizle aynı seviyede açıklandı. Çekirdek B ve C endeksleri aylık enflasyonlarla da sırasıyla %2,04 ve %1,93'e geriledi (eylül: %2,58 ve %2,28). Hizmetler grubundaki aylık artış %2,86'dan %2,88'e sınırlı yükselirken, mal aylık enflasyonu ise %2,64'ten %1,67'ye geriledi.

Haftalık Getiriler (%)



Veriler (Bugün) Önceki Beklenti

ABD ADP İstihdam Değişimi (ekim, bin kişi)	-32	+40
ABD ISM Hizmet Sektörü Endeksi (ekim)	50,0	50,7

Yatırımcı Takvimi için tıklayın

Devlet Tahvili Getirileri

(%)	04/11	03/11	2024
TLREF	39,24	39,23	48,80
TR 10 yıllık	31,97	31,81	29,04
ABD 10 yıllık	4,09	4,11	4,57
Almanya 10 yıllık	2,65	2,67	2,36

Döviz Kurları ve Kripto

	04/11	Günlük (%)	Haft. (%)	2024 sonu (%)
\$/TL	41,8144	-0,6	-0,3	18,3
€/TL	48,2710	-0,4	-1,2	31,7
€/§	1,1482	-0,3	-1,5	10,9
\$/Yen	153,67	-0,4	1,0	-2,2
GBP/§	1,3021	-0,9	-1,9	4,0

Bitcoin	100.266	-6,2	-11,1	7,0
---------	---------	------	-------	-----

Hisse Senedi Endeksleri

	04/11	Günlük (%)	Haft. (%)	2024 sonu (%)
BIST-100	10.914	-1,3	0,4	11,0
S&P 500	6.772	-1,2	-1,7	15,1
FTSE-100	9.715	0,1	0,2	18,9
DAX	23.949	-0,8	-1,4	20,3
SMI	12.307	0,6	-0,4	6,1
Nikkei 225	51.497	-1,7	2,5	29,1
MSCI EM	1.393	-1,2	-0,7	29,6
Şangay	3.960	-0,4	-0,7	18,2
Bovespa	150.704	0,2	2,2	25,3

Emtia Fiyatları

	04/11	Günlük (%)	Haft. (%)	2024 sonu (%)
Brent (\$/varil)	64,4	-0,7	0,1	-13,7
Altın (\$/ons)	3.932	-1,7	-0,5	51,5
Gram Altın (TL)	5.306,8	-1,8	-0,2	78,0
Bakır (\$/libre)	494,9	-2,4	-4,3	22,9

Kaynak: Bloomberg * Piyasalardaki son verileri yansıtır

Piyasa ve Teknik Görünüm

- BIST dün görece zayıf bilanço açıklamalarının ve iç dinamiklerin etkisiyle 11 bin seviyesinin üzerinden kâr satışları gördü. Yurtiçi tarafta özellikle ABD endekslerinde dünkü satış ve öncesindeki temkinli eğilim de risk iştahını sınırladı. KAP'a altın madenine ilişkin kaynak duyurusunda bulunan Ereğli dün endekse en güçlü katkıyı veren hisseydi. Ayrıca enerji sektör hisseleri de dün olumlu ayrıştı. Buna karşılık Tüpraş, Tofaş Oto, Aselsan ve THY hisselerindeki belirgin satış eğilimi endeksi baskıladı. Dün bankacılık endeksi de geri çekilmekle birlikte ana endeksten daha az düştü. Piyasa haftanın geri kalanında Cuma günü gelecek enflasyon raporuna ilişkin beklentileri ve yurtiçi gündemi fiyatlamaya çalışacak. 11 bin üzerinde tutunamayan endekste bugün de bir miktar satış baskısı görülebilir.
- Teknik Yorum:** BIST100 dün gün başından itibaren satış baskısı altındaydı. Kapanış 10914 seviyesinde gerçekleşti. BIST'te kapanış yeni yatay kanal bölgesi olarak değerlendirdiğimiz 10935-11025 bandının hemen altında. Henüz aşağı yönde kararlı bir kırılma söz konusu değil. 10869 seviyesi yakın destek, bu bölge altına yaşanacak sarkma zayıflama sinyali olarak düşünülebilir. Endekste kısa periyot için yeni yatay kanal hareketinin ise 11025 seviyesi üzerinde 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 yakın destek bölgesi altına yaşanacak sarkma ise 10713-10520 seviyesine yönelik bir harekete neden olabilecektir. BIST100 için 10869-10713-10566/520-10265 destek, 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, Yapı Kredi. Detaylar için [tıklayın](#)

Endeks Değ (%)	Gün	Hafta	Ay	YBB
BIST-100	-1.3	0.4	-0.5	11.0
BIST-30	-1.5	-0.4	-0.9	10.0
Banka Endeksi	-0.4	3.7	0.3	2.6
Sınai Endeks	-1.6	1.7	-0.1	9.8
Hizmetler Endeksi	-0.8	-0.5	-0.5	14.1

Piyasa Verileri

BIST100 Piy. Değ. (mn TL)	10,179,197
Bankalar Piy. Değ.	2,034,228
Holdingler Piy. Değ.	2,189,354
Sanayi Piy. Değ.	4,182,933
BIST İşlem Hacmi (mn TL)	224,254
BIST100 Ort. Halka Açıklık	32%

En Yüksek Getiri Değişim (%) Hacim (mn TL)

Tukaş	5.21	1244.3
Aksa Enerji	5.02	1527.2
Otokar	4.38	334.1
Enerya Enerji	3.94	856.5
Çan2 Termik	3.25	3131.2

En Düşük Getiri Değişim (%) Hacim (mn TL)

Granturk Holding	-9.99	296.0
Tofaş Otomobil Fab.	-8.81	4010.8
Tüpraş	-5.39	5690.4
Kuyas Yatırım	-5.18	260.7
Gübre Fabrikaları	-5.11	1174.5

En Yüksek Hacim Değişim (%) Hacim (mn TL)

Destek Finans Faktori	-0.46	9040.5
Türk Hava Yolları	-1.70	8606.6
İş Bankası (C)	-0.31	7631.8
Akbank	-0.16	7471.3
Ereğli Demir Çelik	1.18	6840.1

VİOP Kontrat Uzl. Fiy. Değ. (%) İşl. Ad.

F_XU0301225	12386.0	-1.7	240,743
F_XU0300226	13000.0	-1.8	2,537
F_USDTRY1225	44.19	0.0	30,766
F_EURTRY1225	50.91	-0.3	8,507

Açık Pozisyon Adet Değ.

F_XU0301225	495,012	42,679
F_USDTRY1225	1,430,124	13,820

Şirket Haberleri

- **Coca-Cola İçecek (CCI, CCOLA TI, 12A HF: 92 TL), 3Ç25'te yıllık bazda %4 artışla 7,2 milyar TL net kâr açıkladı** (TMS29 sonrası). Bu rakam, piyasa beklentisi olan 7 milyar TL'nin %2 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK, 11,7 milyar TL ile konsensüsün %3 üzerinde gelirken, ciro ise beklentilere paralel açıklandı. Net kâr, bizim 6,3 milyar TL'lik tahminimizin de üzerinde gerçekleşti; bunda FAVÖK marjının tahminimiz olan %20,5'in üzerinde (22,5%) oluşması etkilidir. 3Ç25'te net borç çeyrek bazda 888m dolardan 580m dolara geriledi ve net borç/FAVÖK rasyosu 0.9x oldu (1Y25: 1.5x). FAVÖK artışı ve işletme sermayesindeki düzelme ana unsurlar oldu. **Sonuçların CCI hisseleri üzerinde hafif olumlu bir etkisi olmasını bekliyoruz.** **Ciro artışı, 3Ç25'te yıllık bazda reel olarak %7'ye (1Y25'te %-3) ulaştı;** bu artışta %9 hacim büyümesi ve 3. çeyrekte azalan satış iskontoları etkili oldu. Uluslararası gelirler, yüksek hacim artışı ve olumlu ürün/bölge karmasının desteğiyle %14 yıllık arttı. Türkiye gelirleri reel olarak %1 geriledi. Uluslararası hacimler yıllık %16 arttı (1Y25'te %13), yurt içi hacimler ise %1,7 azaldı. Özbekistan, Kazakistan ve Irak bölgelerinde sırasıyla %37, %24 ve %8 büyümeye kaydedildi. Pakistan hacimleri %1 büyüdü. FAVÖK yıllık %19 artışla 11,7 milyar TL'ye yükseldi; marj ise yıllık 240bps artış gösterdi. Türkiye FAVÖK marjı 90bps artışla %19,5'e, uluslararası FAVÖK marjı ise 310bps artışla %23,8'e çıktı. Net kar büyümesi %4 ile sınırlı kaldı. Daha yüksek vergi gideri ve azalan parasal kazanç büyümeyi sınırladı. IAS29 öncesi finansallara göre gelirler yıllık %40 arttı, FAVÖK marjı 70bps iyileşerek 23,1%'e ulaştı ve net marj yıllık 130bps arttı. **Beklentiler korundu:** CCI, 3Ç25'teki güçlü marj performansının ve düşük bazın etkisiyle 4Ç25'te beklenen marj iyileşmesinin ardından, yıl genelinde FVÖK marj beklentisini (IAS29 sonrası yatay, IAS29 öncesi hafif baskı altında) korumayı öngörüyor. Birim kasa bazında satış artışı yıl başındaki orta tek haneli büyüme beklentisinin altında kalsa da, hacim artışı yıl geneli için hedeflenen orta tek haneli büyümeyi aşmış durumda (9A25: %8,6 artış, AK: %5,5 artış). **Hedef fiyatımızı TL90'dan TL92'ye revize ediyor ve "Endeks Üstü Getiri" tavsiyemizi koruyoruz:** Revize edilen değerlememiz, beklentilerin üzerinde gelen 3Ç25 sonuçlarını ve 12 aylık değerlemeyi ileri götürme etkisini içermektedir. Daha detaylı analiz için 20 Ekim'de yayımladığımız [rapora](#) bakılabilir.
- **Galata Wind (GWIND TI; "EÜG"; 12A HF: 51,62 TL) IAS29 düzeltmelerine göre 2025 yılının üçüncü çeyreğine ait finansal sonuçlarını açıkladı;** şirket, 3Ç24'teki 202 milyon TL'ye kıyasla %44 artışla 292 milyon TL (piyasa beklentisi: 303 milyon TL) net kâr açıkladı. 90 milyon TL tutarındaki kur farkı geliri (3Ç24: 7 milyon TL) ve 120 milyon TL'lik net parasal kazanç (3Ç24: 33 milyon TL), beklenenden iyi gelen net kârda etkili oldu. Toplam satışlar yıllık bazda %15 artarak 947 milyon TL'ye (beklenti: 936 milyon TL) yükselirken, FAVÖK yıllık bazda %14 artışla 664 milyon TL'ye (beklenti: 661 milyon TL) ulaştı. FAVÖK marjı %70 seviyesinde yatay kaldı. Yılbaşından bu yana gözlemlediğimiz üç çeyrekte, Galata Wind'in konsolide gelirleri geçen yılki seviyesini koruyarak 2.231 milyon TL'ye ulaştı. Piyasa fiyatlarında %17 artış (USD bazında %3 düşüş) ve üretimde kapasite artışına paralel %15 artış olmasına rağmen, endeksleme oranının %33 olması nedeniyle gelirler geçen yılki seviyede kaldı. Satışların maliyeti, 9A25'te yıllık bazda %13 artarak 1.154 milyon TL'ye ulaştı. Satışların maliyetindeki artışın en önemli nedeni, Taşpınar Hibrit Enerji Santrali'nin Faz 1 ve Faz 2 ünitelerinin ve Mersin RES ek kapasite projesinin devreye alınmasıyla birlikte 666 milyon TL (9A24: 578 milyon TL) tutarında amortisman giderinin kaydedilmesidir. Net borç/FAVÖK oranı, kısa ve uzun vadeli kredi geri ödemeleri sayesinde 0,40 seviyesine geriledi. 3Ç25'te Galata Wind, 288,2 GWh elektrik üreterek 3Ç24'teki 209 GWh'ye kıyasla %38 artış kaydetti. Daha elverişli hava koşullarının yanı sıra artan kapasite de üretimi destekledi. Şirket, 2025 yılının ilk çeyreğinde (Mersin ve Taşpınar RES) üretim kapasitesini %19 oranında artırmıştı. Üçüncü çeyrekte ortalama Piyasa Takas Fiyatı (PTF) 70,6 USD/MWh olarak gerçekleşti (3Ç24: 75,6 USD/MWh). **IAS29 Dışı Sonuçlar:** Galata Wind, 920 milyon TL gelir açıkladı; bu rakam yıllık bazda %54 artışa (3Ç24: 597 milyon TL) işaret ediyor. FAVÖK %56 artışla 654 milyon TL'ye ulaştı ve FAVÖK marjı %71 oldu (3Ç24: %70). Artan vergi giderlerine (3Ç25: 136 milyon TL; 3Ç24: 48 milyon TL) ve yükselen finansman giderlerine (3Ç25: 147 milyon TL; 3Ç24: 62 milyon TL) rağmen, diğer faaliyet gelirlerinden gelen 128 milyon TL'lik (3Ç24: 32 milyon TL) destekle net kâr %40 artışla 432 milyon TL'ye ulaştı.

Şirket Haberleri

- **Aselsan (ASELS TI, E.A.G., 12A HF: 148TL)**, 3Ç25'te 4,7 milyar TL net kar açıkladı, beklentilerimizin yaklaşık %38, piyasa ortalamasının ise %53 üzerinde gerçekleşti. Tahminlerimizden sapmada parasal kayıp kalemi etkili oldu. Net kar, 3Ç24'teki 2,7 milyar TL seviyesinden 4,7 milyar TL'ye yükselirken, bu artışın ana nedeni 2,3 milyar TL daha düşük parasal kayıp oldu. Operasyonel göstergeler genel olarak piyasa beklentileriyle uyumlu gerçekleşti. TL'nin reel değerlenmesine rağmen gelirler yıllık bazda %14 artarak 33,1 milyar TL'ye ulaştı (AK Yatırım: 33,4 milyar TL, Konsensüs: 32,3 milyar TL). Bu büyümede 3Ç25'te elde edilen 2,9 milyar USD tutarındaki güçlü yeni proje kazanımları ve mega projelerdeki teslimatlar etkili oldu. FAVÖK yıllık bazda reel %25 artışla 8,2 milyar TL'ye yükseldi. **Alınan sipariş ivmesi güçlü seyrini koruyor.** Aselsan, 3Ç25'te 2,9 milyar USD tutarında yeni sipariş olarak yılbaşından bu yana alınan işlerini 5,7 milyar USD'ye çıkardı ve bakiye sipariş büyüklüğünü 2Ç25'teki 16 milyar USD'den 18 milyar USD'ye taşıdı. Son 12 ayda toplam 9,2 milyar USD'lik yeni siparişle sipariş birikimi yıllık bazda %42 artarak 17,9 milyar USD'ye ulaştı. Bu güçlü ivme, hem yurt içi savunma projeleri hem de artan ihracat talebiyle desteklenerek Aselsan'ın stratejik konumunu güçlendirdi. **Bakiye siparişlerdeki artış, orta vadeli gelir görünürlüğünü desteklerken operasyonel ölçeklenebilirliği de güçlendiriyor.** Aselsan'ın book-to-bill oranı son iki yılda yaklaşık 2,0x seviyesinde seyrediyor. Mevcut sipariş seviyesi, 2025 yılı için 1,5x'in üzerinde bir orana işaret ediyor ve güçlü sipariş trendinin devam ettiğini gösteriyor. **Yorum:** Sipariş alma ivmesini olumlu değerlendiriyoruz ancak çeyreklik finansalları nötr buluyoruz. Modelimizde 2025 yıl sonu için toplam 7,3 milyar USD tutarında yeni proje kazanımı öngörüyoruz ve 1,8x book-to-bill oranı varsayıyoruz. Mevcut değerlendirme çarpanlarıyla Aselsan 1,2x FD/ Bakiye Siparişler ve 19,1x 2025T FD/FAVÖK seviyelerinde işlem görüyor; bu da küresel savunma şirketlerine göre sırasıyla %6 ve %1 prim anlamına geliyor. Bu sınırlı primlerin Aselsan'ın güçlü büyüme görünümü, sağlam yurt içi konumu ve artan ihracat payıyla gerekçelendirilebilir olduğunu düşünüyoruz. Ancak çarpanlardaki yüksek seviye, sektörün uzun vadeli büyüme potansiyelinin büyük ölçüde fiyatlandığını işaret ediyor. Genel olarak sipariş akışı ve bakiye görünümüne olumlu, kısa vadeli karlılık dinamiklerine ise nötr yaklaşıyoruz.
- **Türk Telekom (TTKOM TI; E.Ü.G.; 12A HF: 86 TL)** 3Ç25'te 10,2 milyar TL net kar açıklayarak piyasa beklentilerini %71, bizim tahminimizi ise %33 aştı. Sapmanın temel nedeni, beklenenden güçlü operasyonel performans oldu. Gelirler reel olarak yıllık %11 artışla 59,5 milyar TL'ye ulaşarak konsensusun %5 üzerinde gerçekleşti. Tahminlerimizden sapma, ağırlıklı olarak sabit genişbant (FBB) ARPU artışı ve mobil tarafta çeyreklik 777 bin (M2M hariç) net abone kazanımı — yani yaklaşık %2,5 ç/ç büyüme — kaynaklı. Gelir artışı, FBB'de yıllık %14,3 ve mobilde %13,2 büyüme ile desteklendi. FBB tarafında ARPU %12,6 arttı, abone sayısı %1,4 yükseldi. Mobil segmentte abone sayısı %10,9 arttı, ARPU %2,0 yükseldi — bu da abone kazanımında başarıyı ortaya koyuyor. **Karlılıkta devam eden güçlenme.** FAVÖK %22 artışla 26,7 milyar TL'ye ulaşırken, marj yıllık 400 baz puan artışla %44,9'a çıktı ve konsensüsü 268 baz puan aştı. Bu artış; etkin maliyet kontrolü, operasyonel kaldiraç ve gelir karmasındaki olumlu değişimi yansıtıyor. **Güçlü dokuz aylık performans sonrası yukarı revize edilen beklentiler.** Yönetim, 9A25'teki güçlü sonuçların ardından 2025 yıl sonu hedeflerini yukarı yönlü revize etti. Gelir artışı (IFRIC 12 hariç) %12,7, FAVÖK marjı %42,2 seviyesinde gerçekleşti. Şirket, gelir büyüme hedefini %10'da korurken, FAVÖK marjı tahminini 50 baz puan artırarak %41,5'e yükseltti. Tahminler %29 yıl sonu TÜFE varsayımına dayanıyor. Enflasyon varsayımı beklentimizin altında olsa da reel büyümede aşağı yönlü risk görmüyoruz. Yatırım harcaması/satış oranı hedefi %29 seviyesinde korunarak sermaye disiplini teyit edildi. **Güçlü bilanço korunuyor.** Net borç 3Ç24'teki 52,9 milyar TL'den 57,5 milyar TL'ye yükselmesine rağmen, kaldiraç anlamlı ölçüde iyileşti. Net borç/FAVÖK oranı 0,61x seviyesine gerileyerek geçen yılın 0,96x ve bir önceki çeyreğin 0,68x seviyelerinin altına indi. Şirketin 449 milyon ABD doları net kısa döviz pozisyonu, güçlü nakit yaratımı sayesinde iyi yönetiliyor. **Yorum.** Sonuçlara güçlü bir pozitif piyasa tepkisi bekliyoruz. Türk Telekom, yaklaşık 1 puanlık mobil pazar payı artışıyla dikkat çeken çok güçlü bir çeyrek açıkladı. Modelimizde 5G ihalesi ve diğer mobil lisansların yenilenmesine ilişkin güncellemeyi daha sonra yapacağız.
- **Logo Yazılım (LOGO TI, Nötr, 12A HF: 183 TL)**, 3Ç25'te 240 milyon TL net kar açıkladı. Bu rakam, piyasa beklentisi olan 218 milyon TL'nin ve bizim tahminimiz olan 219 milyon TL'nin bir miktar üzerinde gerçekleşti. Net kar, operasyonel karlılıktaki artış ve azalan finansman giderlerinin desteğiyle yıllık bazda reel %62 yükseldi. Tahminlerimizden sapma, ağırlıklı olarak finansman giderlerindeki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Gelirler 1.375 milyon TL seviyesinde gerçekleşerek yıllık bazda reel %16 büyüme gösterdi. Gelir artışı, SaaS dönüşümlerindeki güçlü ivme ve ertelenmiş gelirlerin etkisiyle desteklendi. IFRS finansalları ile faturalandırılmış gelirler arasındaki farkın da katkısıyla, faturalandırılmış gelirler 3Ç25'te yıllık bazda %21 artış kaydetti. FAVÖK 544 milyon TL olarak gerçekleşti ve 3Ç24'teki 492 milyon TL'ye göre reel %10 büyüme gösterdi. Ancak ücret artışlarının etkisiyle FAVÖK marjı yaklaşık 213 baz puan daraldı. **Güçlü net nakit pozisyonu:** 3Ç25 sonunda Şirket 703 milyon TL net nakit pozisyonuna ulaştı. Bu rakam 2Ç25'teki 609 milyon TL ve 4Ç24 sonundaki 654 milyon TL'ye kıyasla sınırlı artışa işaret ediyor. Net nakit pozisyonu, 30 Haziran 2025'te 494 mın TL brüt temettü dağıtılmasına rağmen yaklaşık 250 milyon TL tutarındaki uzun vadeli tahvil ve yatırımların nakde çevrilmesiyle ve faturalanan gelir büyümesiyle desteklendi. **Yönetim beklentilerini korudu:** Yönetim, 2025 yılı için yıl sonu TÜFE varsayımını %35 olarak reel %11 gelir artışı ve %35 FAVÖK marjı hedefini yineledi. Şirket, yılın ilk dokuz ayında %11 gelir artışı ve %40,0 FAVÖK marjı kaydetti. Faturalanan gelir büyümesi ise %8 olarak gerçekleşti. **Yorum:** Sonuçlara güçlü buluyoruz, faturalanan gelir büyümesini etkileyici buluyoruz. Modelimizi bir çeyrek ileri taşıyarak 12 aylık hedef fiyatımızı 177 TL'den 183 TL'ye yükseltiyoruz. Ayrıca, hissedeki son geri çekilmenin yukarı yönlü potansiyeli artırması nedeniyle notumuzu "Endeks Altı Getiri"den "Nötr"e yükseltiyoruz.

Şirket Haberleri

- **Kalekim (KLKIM; EÜG; 12A HF: 49 TL)**, 246 milyon TL net kar açıkladı (%23 y/y düşüş), sonuç beklentinin %25 altında kaldı. Net kardaki sapmanın temelinde ticari borçlara ilişkin faiz giderinin ve parasal kaybın beklentilerin üzerinde gelmesi vardı. Net satışlar ~2,79 milyar TL (+%12 y/y) ile konsensüsün %4 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK 702 milyon TL (+%14 y/y) ile konsensüsü %16 yendi; bunun arkasında net satışlardaki pozitif sapma, beklenenden güçlü brüt marj ve daha düşük operasyonel gider marjı bulunuyor. FAVÖK marjı %25,1 (y/y +0,5 puan), konsensüsün 2,6 puan üzerinde gerçekleşti. Net nakit ~1,86 milyar TL'ye ulaştı (~0,9x S12A FAVÖK; 2Ç25: 0,7x). **9A25 sonuçlarının yönetimin 2025 hedefleriyle karşılaştırılması:** Net satışlar +%6 (hedef +%6-12), FAVÖK marjı %22,8 (hedef %20-25), 612 milyon TL yatırım harcaması (hedef 700-800 mn TL), NİS/Satışlar %14,2 (hedef %10-15). **Yorum:** Operasyonel anlamda güçlü sonuçlara pozitif piyasa tepkisi bekleriz. 9A25 performansı, yıl sonu net satışlarda hedef aralığının alt bandına yakın bir sonuç işaret ediyor. 4Ç'de (2022-24) marjların mevsimsel olarak zayıf seyretmesi nedeniyle, 2025 FAVÖK marjının da aralığın orta noktasının hafif altında gerçekleşmesi mümkün. NİS/Satışlar da 4Ç'de mevsimsel olarak geriliyor; bu da 4Ç25'te sınırlı bir işletme sermayesi çözümlerine işaret ediyor. Yönetim bugün 10:30'da analist toplantısı düzenleyecek; tahmin ve varsayımlarımızı sonrasında güncelleyeceğiz.
- **Erdemir (EREGL; N; 12A HF: 31,92 TL)**, %90 bağlı ortaklığı Ermaden'in Kangal/Sivas'taki Alacahan altın projesinde UMREK/JORC uyumlu Mümkün (Inferred) Kaynak tanımladığını açıkladı: 14,9 Mt @ 0,89 g/t (~424 bin oz Au); hesaplamalarda 0,5 g/t eşik tenör ve 2,53 g/cm³ yoğunluk kullanıldı. Bugüne kadar yapılan çalışmalar 5.804 ha'lık ruhsat alanının 45 ha'nı (~%0,7) kapsıyor (toplam 360 karotlu sondaj (~96,6 km) ve ~96,5 bin ateş analizi). Tahmin hâlen Mümkün (Inferred) sınıfında (yani ekonomik rezerv değil). Güvenilirliğin artırılması ve kaynağın büyütülmesi hedefleriyle sondaj çalışmalarına devam ediliyor; herhangi bir fizibilite çalışması sınıf yükseltmesini takiben gündeme gelecek. Yönetim rezerv raporu için 2Ç26'yı hedefliyor. **Yorum:** Bu aşamada ölçek ve tenör görece mütevazı görünüyor; bu nedenle EREGL değerlemesine kısa vadede sınırlı yansıma bekleriz. İlerleyen dönemde takip edilecek başlıklar: (i) sınıflandırmanın M&I/P&P seviyelerine ilerlemesi; (ii) proje ekonomilerinin (yatırım harcaması/işletme gideri, proses akımı, izinler) açıklanması; ve (iii) sondaj çalışmaları ilerledikçe kaynak ölçeğinin artması olacak. **Temsili ölçek tahmini:** 318 bin oz çıkarılabilir rezerv (Mümkün kaynağın %75'i), 2 yıl geliştirme, 8 yıl maden ömrü, ons başına 1.500 USD vergi sonrası nakit marj, ~100 milyon USD geliştirme maliyetinin bugünkü değeri (~315 USD/çıkarılabilir-oz), ve %10,6 iskonto oranı varsayımlarıyla Kasım-25 itibarıyla ~135 milyon USD net bugünkü değer (%90 pay) elde ediyoruz (~%3 fiyat etkisine işaret ediyor). Monte Carlo simülasyonunda üç ana değişken—çıkarılabilir rezerv (ortalama=318 bin oz, standart sapma~16 bin oz), maden ömrü (ortalama=10 yıl, standart sapma=1 yıl) ve vergi sonrası nakit marj (ortalama=1.500 USD/oz, standart sapma=150 USD/oz)—için, Erdemir'in %90 payına isabet eden NBD'nin ~110-160 mn USD aralığında (%68 güven aralığı) dağıldığını görüyoruz. Temsili ölçek tahmini çalışmamızın yalnızca tasviri hesaplamalardan ibaret olduğunu, kabaca ölçeği anlamaya hizmet etme niyeti taşıdığını not ederiz.

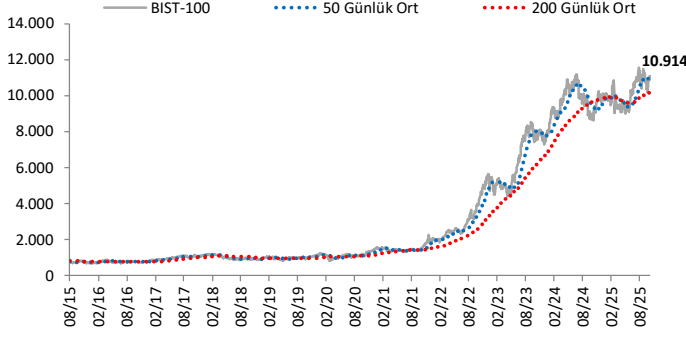
Şirket Haberleri

FİNANSAL TAKVİM										
Hisse Kodu	TMS-29	Para Birimi	Tarih (t)	Dönem	AK Yatırım			Konsensüs Tahmini (TMS-29)		
					Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar
AKSA	TMS-29	TL	5-Kas	3Ç25	8,773	1,686	(758)	8,790	1,660	(380)
AEFES	TMS-29	TL	5-Kas	3Ç25	68,532	14,981	4,693	69,350	15,002	4,773
FROTO	TMS-29	TL	5-Kas	3Ç25	184,862	10,537	7,620	185,089	11,573	7,655
RGYAS	TMS-29	TL	5-Kas	3Ç25	2,619	1,667	5,700	2,619	1,667	5,700
MPARK	TMS-29	TL	5-Kas	3Ç25	12,806	3,586	1,449	12,798	3,639	1,572
TCCELL	TMS-29	TL	6-Kas	3Ç25	58,909	25,920	5,980	59,019	25,920	5,066
PETKM	TMS-29	TL	6-Kas	3Ç25	21,546	(90)	467	22,130	(188)	(504)
VAKBN		TL	6-Kas	3Ç25	n.a.	n.a.	10,750	n.a.	n.a.	10,899
ALBRK		TL	6-Kas	3Ç25	n.a.	n.a.	740	n.a.	n.a.	740
DOHOL	TMS-29	TL	6-Kas	3Ç25	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,000
KCHOL	TMS-29	TL	6-Kas	3Ç25	n.a.	n.a.	8,871	n.a.	n.a.	8,724
MGROS	TMS-29	TL	6-Kas	3Ç25	106,236	7,968	2,351	106,236	7,727	1,913
MEDTR	TMS-29	TL	6-Kas	3Ç25	-	-	-	650	85	(20)
ENKAI		TL	6-7 Kas	3Ç25	37,408	8,807	10,209	38,591	8,807	10,130
KRDMD	TMS-29	TL	6-7 Kas	3Ç25	16,135	1,896	(197)	15,913	1,853	(166)
THYAO		USD	7-Kas	3Ç25	6,947	1,745	1,213	6,945	1,830	1,260
ULKER	TMS-29	TL	7-Kas	3Ç25	24,685	3,950	797	25,207	4,012	1,000
PGSUS		EUR	7 Kas	3Ç25	1,114	387	229	1,114	386	198
INDES	TMS-29	TL	7-10 Kas	3Ç25	20,852	521	118	21,530	734	90
TRGYO	TMS-29	TL	7-10 Kas	3Ç25	2,565	1,687	1,953	2,572	1,849	2,757
ENTRA	TMS-29	TL	1-10 Kas	3Ç25	768	600	225	747	560	184
HALKB		TL	10-Kas	3Ç25	n.a.	n.a.	7,600	n.a.	n.a.	7,579
BIMAS	TMS-29	TL	10-Kas	3Ç25	179,619	11,029	4,576	180,211	11,111	4,538
KOTON	TMS-29	TL	10-Kas	3Ç25	7,985	1,757	17	7,985	1,811	17
SELEC	TMS-29	TL	10-Kas	3Ç25	40,466	850	(159)	40,000	800	(163)
DOAS	TMS-29	TL	10-Kas	3Ç25	54,708	3,390	1,650	54,672	3,390	1,502
MAVI	TMS-29	TL	10-Ara	3Ç25	12,004	2,401	1,000	12,363	2,401	1,000

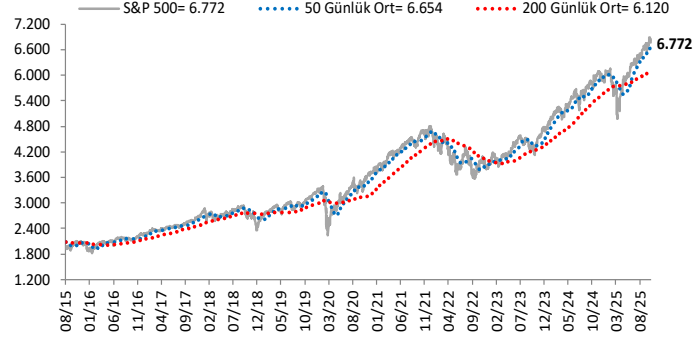
3Ç25 için son tarih: 10 Kasım

Göstergeler

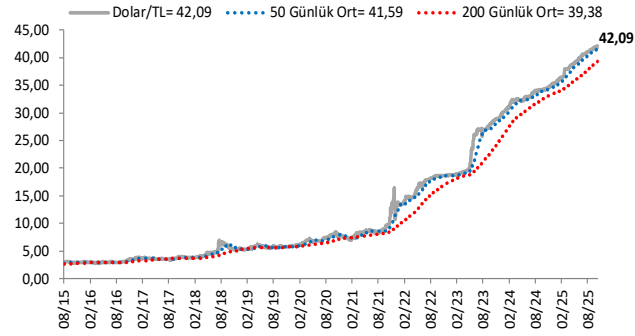
BIST-100 (bin)



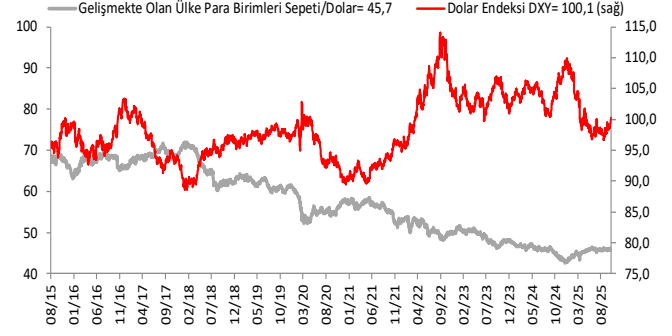
S&P 500



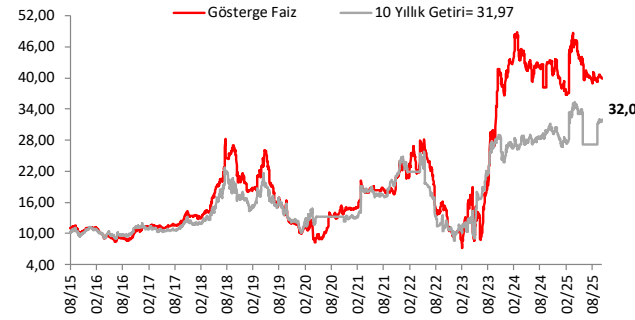
\$/TL



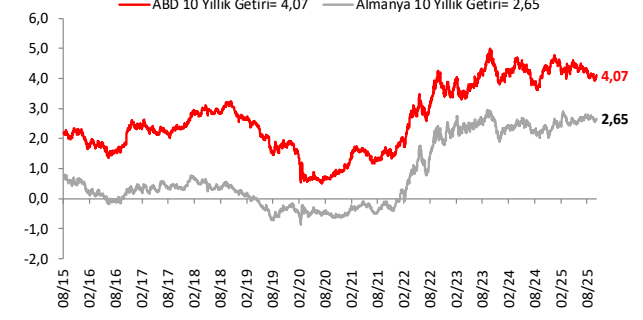
Dolar Endeksi DXY ve GOÜ Para Birimi Sepeti



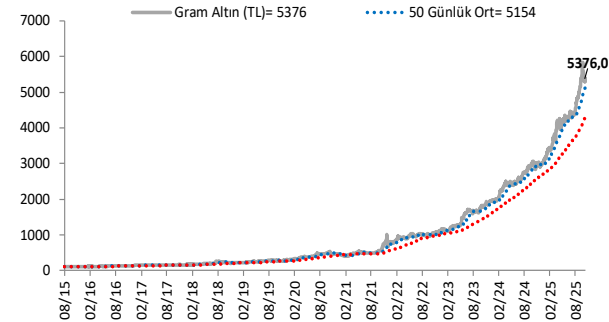
Yurt İçi Gösterge Faiz ve 10 Yıllık Getiri



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