

2025 AĞUSTOS AYI STRATEJİ RAPORU

İÇİNDEKİLER

1- ÖNCEKİ DÖNEM ÖZETİ – SAYFA 4

- TÜRKİYE – SAYFA 4
- ASYA-PASİFİK – SAYFA 10
- AVRUPA – SAYFA 11
- ABD – SAYFA 12

2- ÖNÜMÜZDEK DÖNEM BEKLENTİLERİ – SAYFA 13

- TÜRKİYE – SAYFA 13
- ASYA-PASİFİK – SAYFA 14
- AVRUPA – SAYFA 15
- ABD – SAYFA 16
- EMTİA – SAYFA 17

3- BORSA İSTANBUL ÖNCEKİ DÖNEM ÖZETİ – SAYFA 21

- GENEL DEĞERLENDİRME – SAYFA 19
- SEKTÖREL DEĞERLENDİRME – SAYFA 23

4- MODEL PORTFÖY GÜNCEL DURUM – SAYFA 34

GRAFİKLER

Grafik-1: TCMB Politika Faizleri

Grafik-2: Döviz Kurları

Grafik-3: Döviz Kurları

Grafik-4: CDS

Grafik-5: CDS

Grafik-6: TÜFE

Grafik-7: TÜFE Ana Eğilim

Grafik-8: Resmi Rezerv Varlıkları

Grafik-9: Net Rezervler

Grafik-10: Net Fonlama

Grafik-11: Swap Eğrisi

Grafik-12: Çin TÜFE

Grafik-13: Parite

Grafik-14: TÜFE Ana Eğilim

Grafik-15: ABD Tarım Dışı İstihdam

Grafik-16: Japonya GSYİH

Grafik-17: ABD TÜFE

Grafik-18: ETF Giriş-Çıkış

Grafik-19: Merkez Bankaları Altın Alımları

Grafik-20: Altın Pozisyonlanmaları

Grafik-21-27: Çeşitli Emtialar

Grafik-28-29: MSCI Getiriler

Grafik-30: Menkul Kıymet İstatistikleri

Grafik-31: BIST-100 Grafik

Grafik-32: Prim Üretimleri

Grafik-33-34: Toplam Yolcu Trafiği

Grafik-35: PTF

Grafik-36: Kurulu Güç Dağılımı

Grafik-37: PMI

TABLÖLAR

Tablo-1: Toplantı Takvimleri

Tablo-2: Altın Pozisyonlanmaları

Tablo-3: Bankacılık Araştırma Kapsamımız

Tablo-4: ODMD İstatistikleri

Tablo-5: GYO Nad İstatistikleri

Tablo-6: Holding NAD İstatistikleri

Tablo-7: Elektrik Tüketimi

Tablo-8: Model Portföy

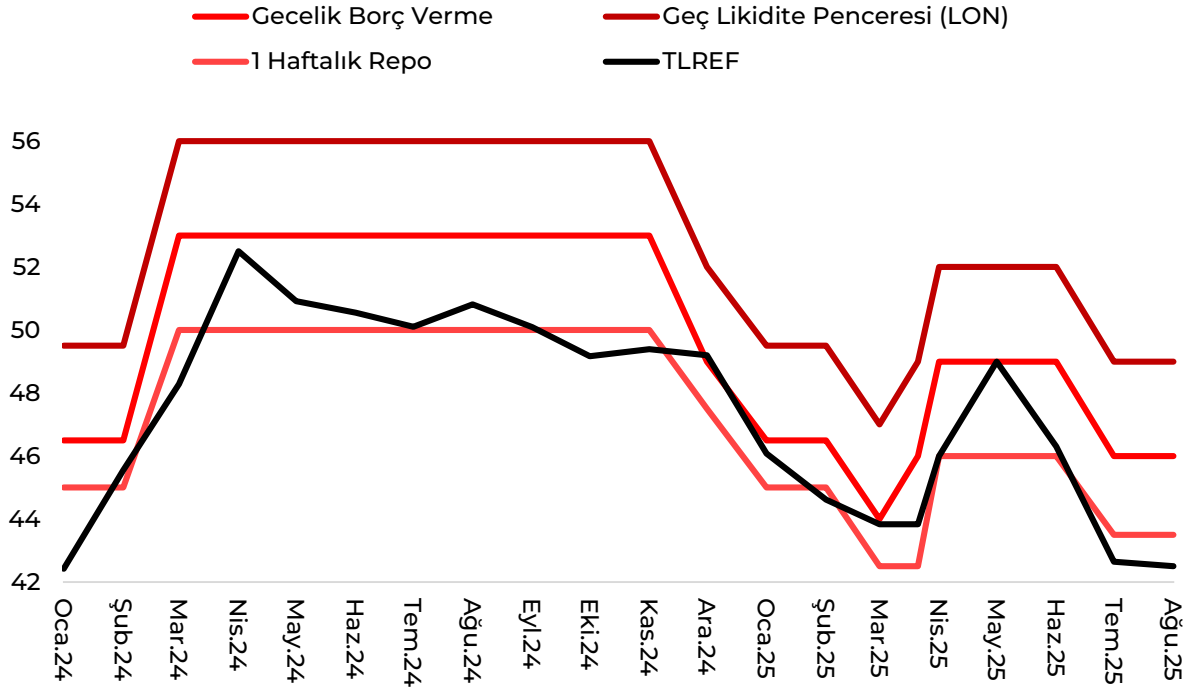
Tablo-9: Araştırma Kapsamımız

TÜRKİYE

Faiz indirim döngüsüne başladık

TCMB artık riskleri görece dengelendiğini dikkate alarak piyasa beklentisinin ortasını bulma çerçevesinde faizi 300 baz puan indirerek %43,5'a çekme kararı aldı. TLREF tarafında da önemli esnemeler kaydedilerek fonlamaya ilişkin baskı yaklaşık 700 baz puana varan düşüş oluşmuş oldu.

Grafik-1: TCMB Politika Faizleri (seviye, toplantı bazında, %, TLREF Mukayese)



Faiz indirim süreçler tarafında özellikle fonlamada henüz tam olarak dibe erişim var olmasa da önümüzdeki dönemde fonlama koşullarının bir miktar daha indirim alanının oluşabileceği ancak TLREF'in Mart seviyelerinde kalmaya devam ettiğini gözlemlediğimiz bir dönem oldu diyebiliriz. Önümüzdeki takvim kıymet arz etmekle birlikte takvimde yer alan tüm tarihlerin piyasada majör etki yapabileceğini değerlendiriyoruz.

Tablo-1: Toplantı Takvimleri (tarih, seviye)

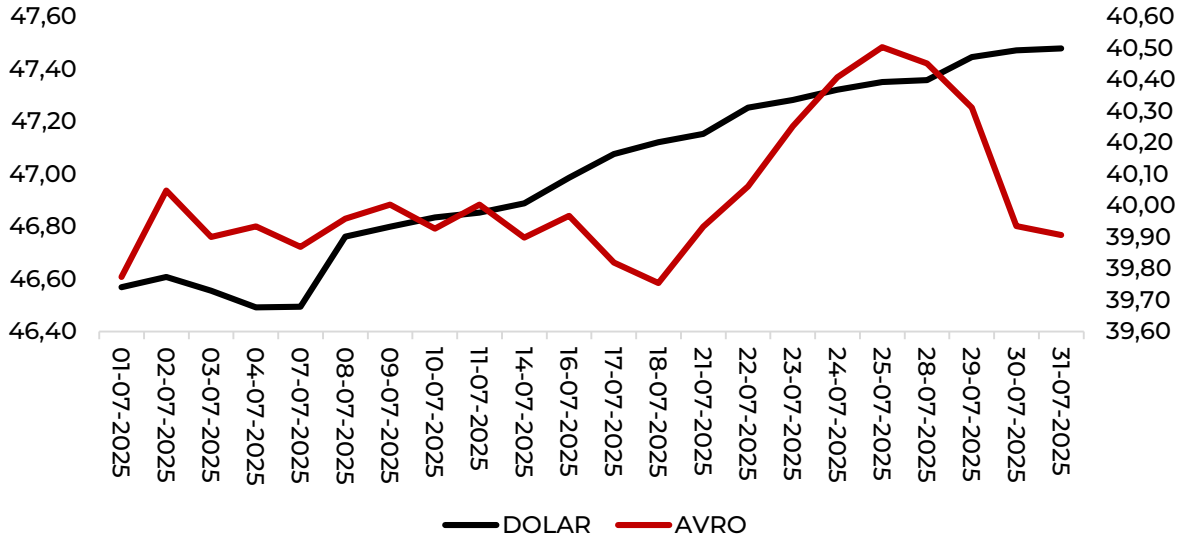
PPK	PPK Özeti	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
11 Eylül 2025 23 Ekim 2025	18 Eylül 2025 31 Ekim 2025		
		7 Kasım 2025	28 Kasım 2025
11 Aralık 2025 22 Ocak 2026	18 Aralık 2025 29 Ocak 2026		
		12 Şubat 2026	
12 Mart 2026	18 Mart 2026		

Dövizde TÜFE altında getiriler takip edildi.

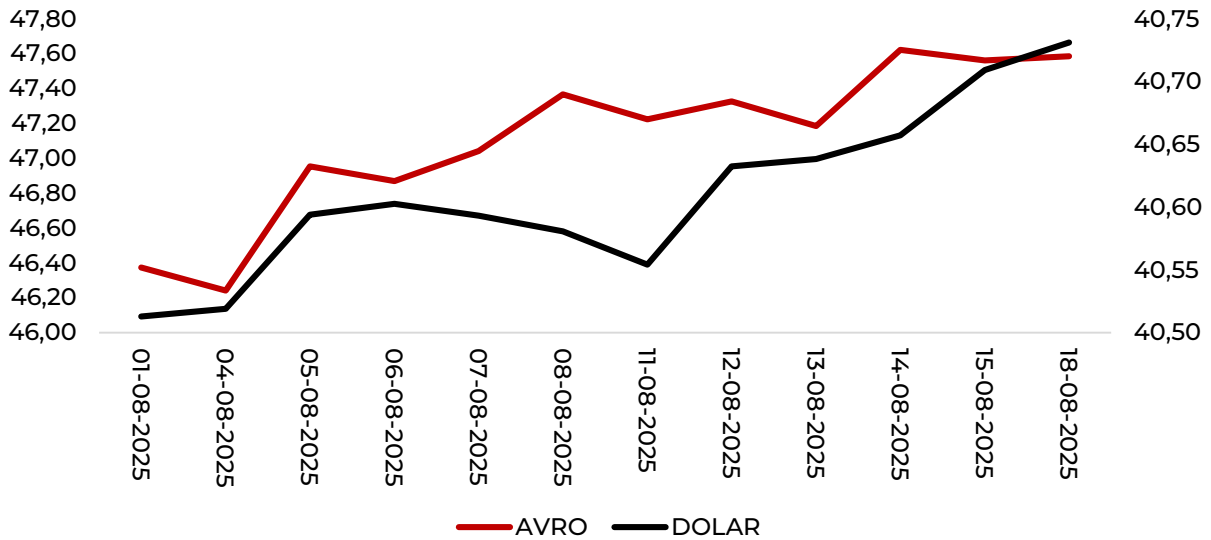
Döviz kurlarında hem avro hem dolar bazında TÜFE altında getiriler takip edildi.

- Temmuz ayı enflasyonu %2,06 olurken dolar özelinde %1,91 avro özelinde ise %0,35'lik bir getiri görüldüğünü takip ediyoruz.
- Ağustosta enflasyon ölçümlerimiz nezdinde 12 işgününde getiri avro özelinde TÜFE'yi aşarken dolar nezdinde ise son dönemin en düşük artış hızı takip edildiği kaydedildi.

Grafik-2: Döviz Kurları (Temmuz 2025, açık günler, alış, seviye, TL)



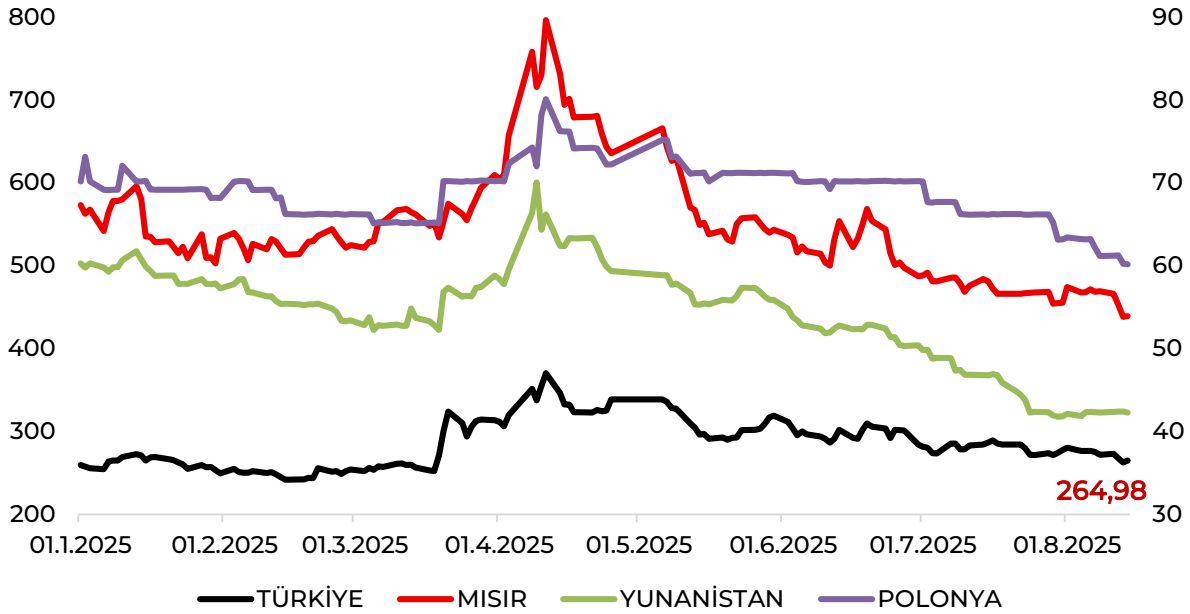
Grafik-3: Döviz Kurları (Ağustos 2025, açık günler, alış, seviye, TL)



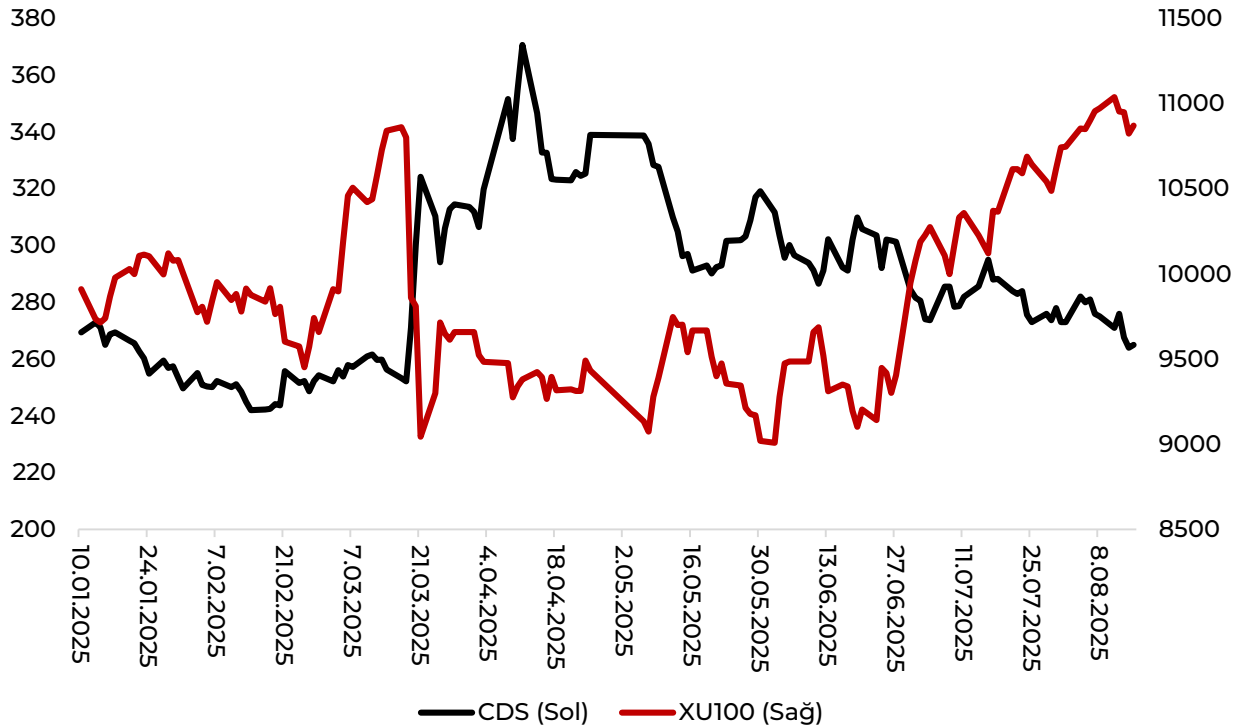
CDS sakinleşme peşinde

CDS nezdinde 19 Mart sonrası dalgalanma seyrinin artık azaldığını takip ediyoruz. Burada en büyük etken şu diyebiliriz: Not artırımı sonrası 250 bandına evrilme isteği. Bu doğrultuda da CDS iyice sakinleyerek 300'ün altında fiyatlamasını sürdürdü.

Grafik-4: CDS (5Y, seviye, güncel, ülkeler bazında)



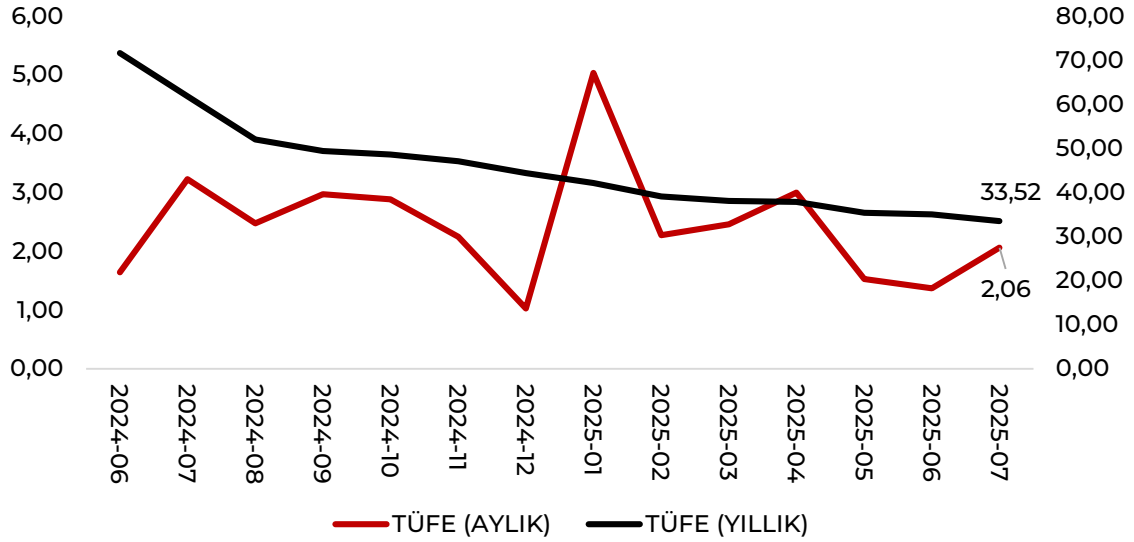
Grafik-5: CDS (5Y, seviye, güncel, XU100 ile kıyaslama)



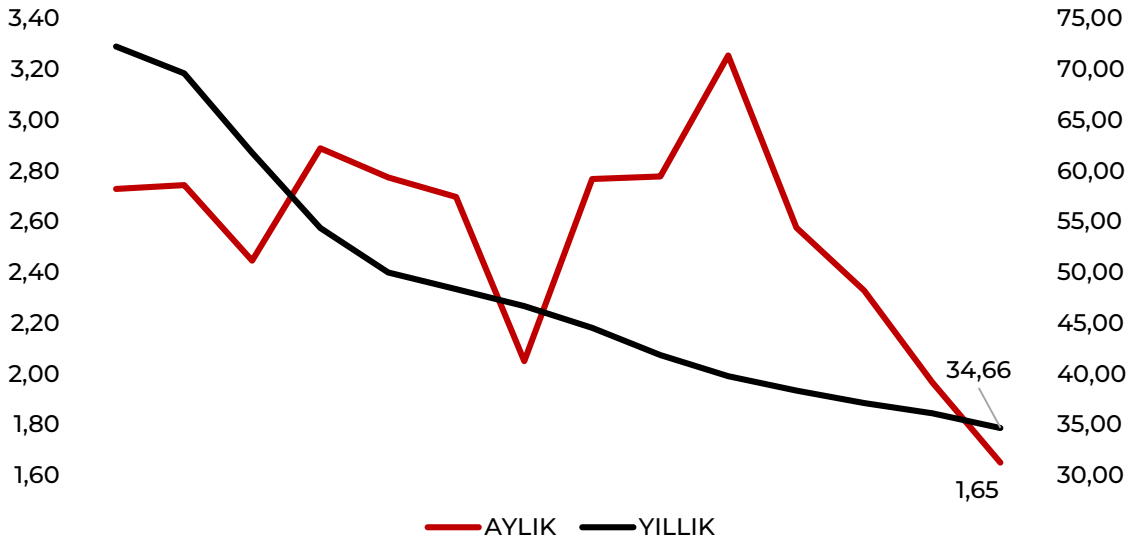
TÜFE'de ana eğiliminde yatay seyir takip ediliyor.

TÜFE nezdinde piyasa katılımcıları ve konsensüs beklentisinin altındaki seyri takip ettik. Buradaki ana etken giyimde sezonsal değişimler çerçevesinde değişimin beklentiler altında kaldığını takip ediyoruz. Bu çerçevede enflasyona dair beklentiler aylık bazda karışık seyrini sürdürse de yıllık bazda görece iyileşerek %30 ve altına doğru yönelmiş görünmektedir.

Grafik-6: TÜFE (aylık ve yıllık, seviye, %, 2003=100)



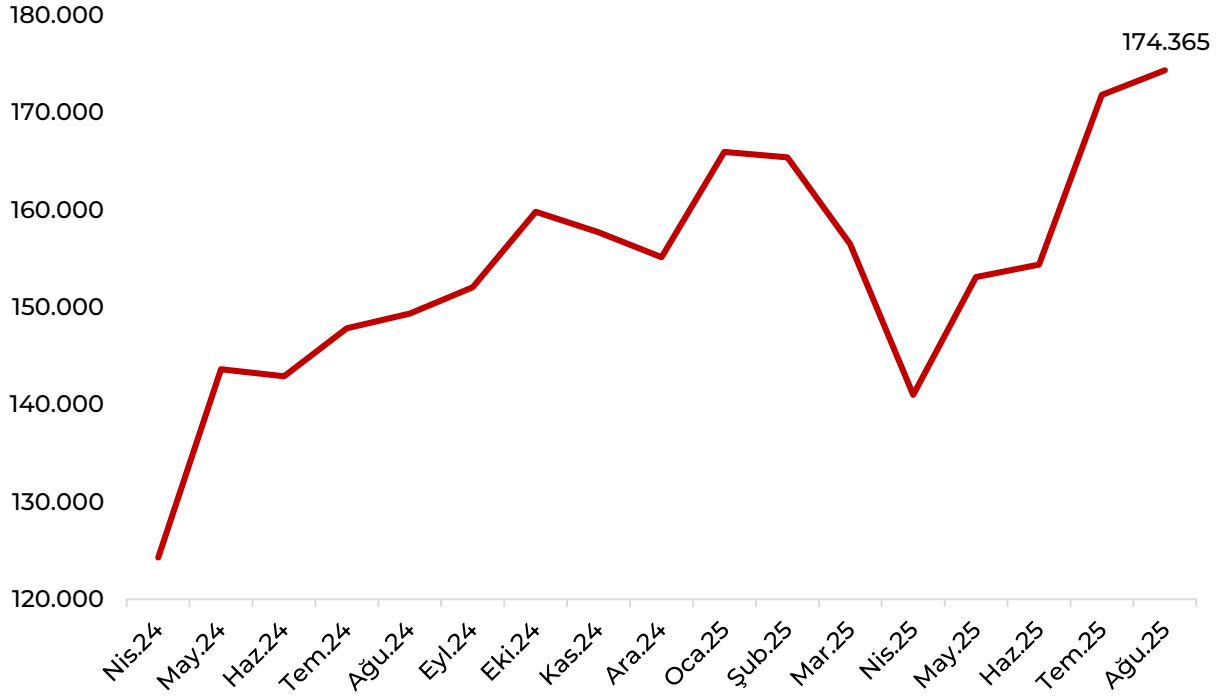
Grafik-7: TÜFE Ana Eğilim (aylık ve yıllık, seviye, %, 2003=100)



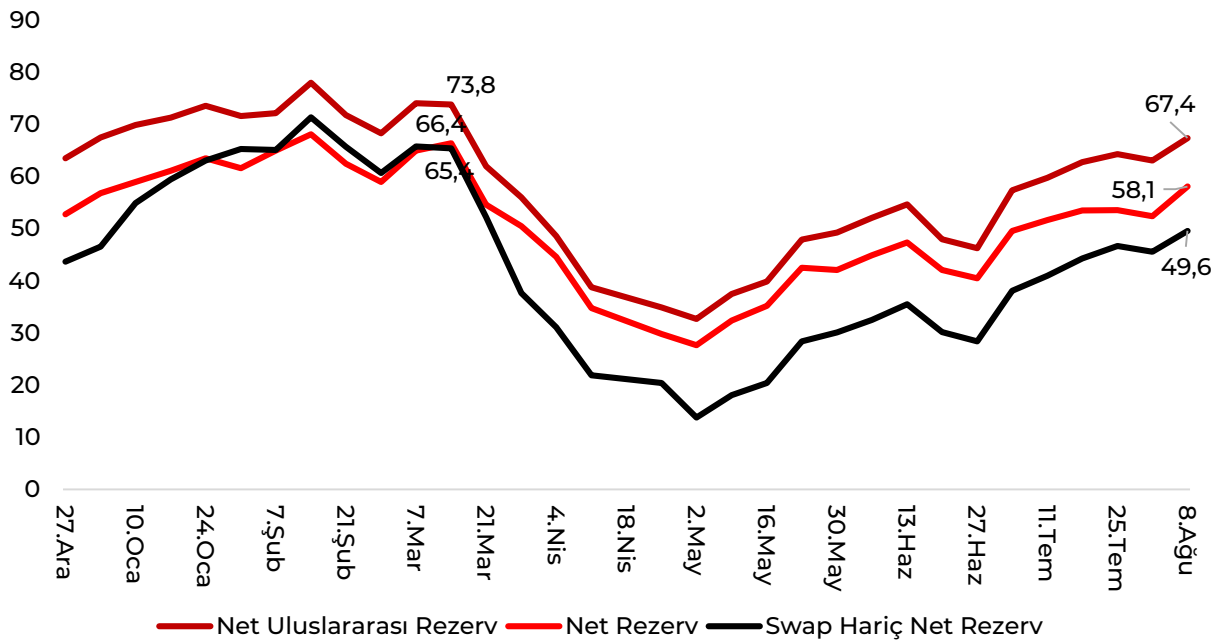
Rezervler canlı şekilde toparlanmayı sürdürüyor.

Faiz indirim döngüsü var olsun olmasın sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere girmesiyle birlikte hem resmi rezerv varlıklarında hem de net rezervler tarafında girişlerin sürmeye devam ettiğini takip ediyoruz. Resmi rezerv varlıkları tarihsel ortalamaları da aşarak 174,37 milyar dolar seviyesine ulaştı.

Grafik-8: Resmi Rezerv Varlıkları (milyon ABD doları, seviye)



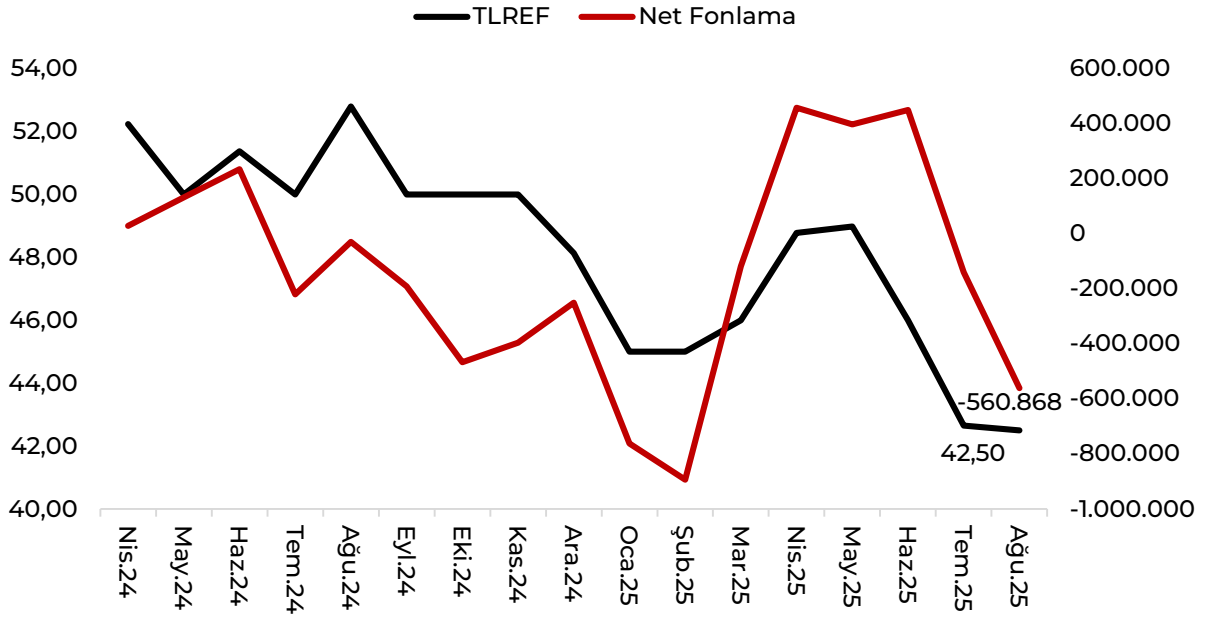
Grafik-9: Net Rezervler (milyon ABD doları, seviye)



Likidite de proaktif davranış sergileniyor

Faiz indirim döngüsüne geçilmesiyle birlikte likidite yönetiminde fonlama maliyetleri artmaması amacıyla TCMB az miktartlı likidite fazlası bırakmayı sürdürmektedir. Temmuz ayı itibariyle sınırlı likidite fazlasından Ağustos ayında özellikle çeşitli kredi ve ödemelerin 4.çeyreğe kalmasıyla birlikte likidite fazlasını görece genişleterek proaktif davranış sergilenmektedir.

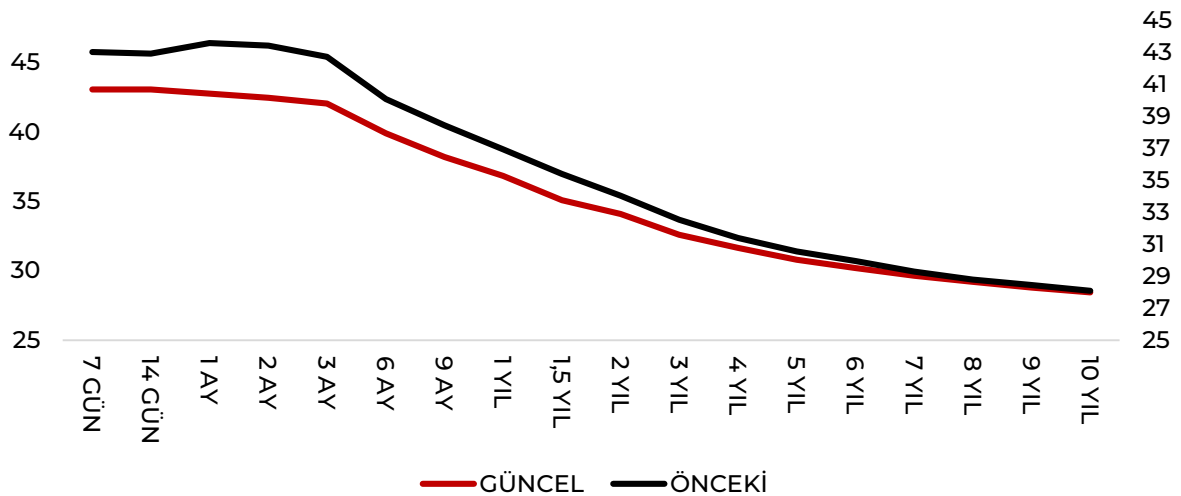
Grafik-10: Net Fonlama (milyon TL, TLREF ile mukayeseli, seviye, %)



Swaplarda iyileşme çabası var

19 Mart döneminde CDS'den daha hızlı bir şekilde hareketlenerek swap faizlerinde 3 haneli seviyeleri test etmemizin ardından görece iyileşen bir yapı takip ediyoruz. Son veri itibariyle TCMB'ye yaklaşık 85 baz puanlık bir indirim alanı açılmış görünüyor. Yılsonu beklentileri %39,9 bandında seyrediyor.

Grafik-11: Swap Eğrisi (seviye, %, 18 Ağustos 2025)



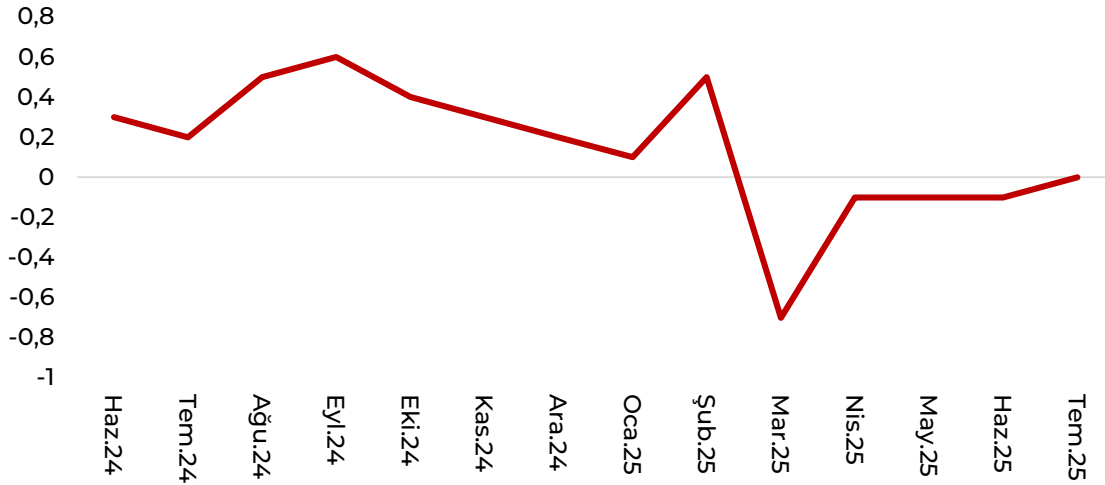
ASYA-PASİFİK

Deflasyon darbesi

Çin'in deflasyon problemi kaldığı yerden ekonomiye darbe etkisi yaratacak şekilde ediyor. Makroekonomik koşullarda da son NBS verisi itibariyle görece zayıflama Çin'de faizlerin yüksek kalması nedeniyle tüketici taleplerinin beklenildiği kadar olmadığı ve geri planda kalmaya devam ettiğini gösteriyor.

Önümüzdeki dönemde artık PBoC'un reel faizden önemli ölçüde kurtulması gerektiğini söyleyen analist ve vatandaş sayısı beklenenden fazla olma ihtimali artmaktadır. Ekonomik aktiviteye dair görece endişeler artmaktadır.

Grafik-12: Çin TÜFE (seviye, %)



Yaşandı bitti saygıyla: Tayland-Kamboçya gerilimi

24 Temmuz günü başlayan Tayland-Kamboçya gerilimi diğer çatışmaların aksine beklenenden daha kısa sürede sona erdi. Buradaki ana faktör ABD Başkanı Trump'ın etkisi olurken Trump derhal durdurun açıklaması çerçevesinde 28 Temmuz günü hızlıca ateşkes ilan edildi. Gerilim tarafında ASEAN bir gözlemci haline gelirken sürecin devamı ne şekilde ilerleyeceği merak konusu olmayı sürdürüyor. Özetle gerilimin yaşandı bitti saygıyla modunda sona erdiğini değerlendiriyoruz.

Takıntı: Trump x Hindistan

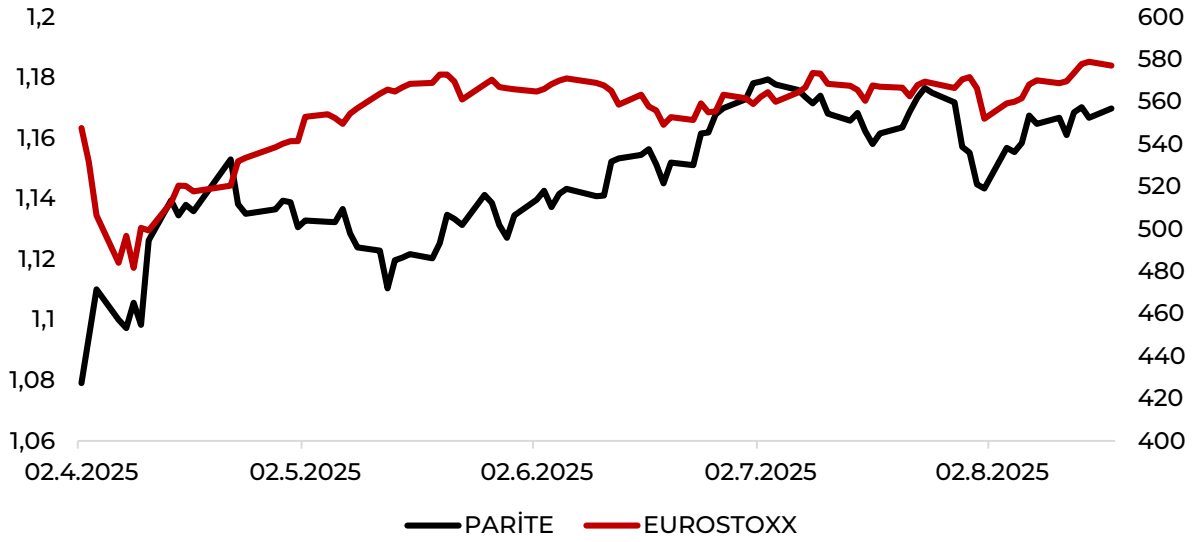
ABD Başkanı Trump'ın ateşkese yönelimi geciktirmesi nedeniyle Rusya ve Rusya ile ticaret yapan ülkelere yönelik tarife anlayışı çerçevesinde Rus petrolü alımından imtina etmeyen Hindistan'a yönelik ek vergileri 6 Ağustos 2025 günü ilan etme kararı aldı. Tarifeler 28 Ağustos 2025 itibariyle geçerli olmasıyla birlikte Hindistan'a yönelik tarife oranı %50 olarak gerçekleşecek.

AVRUPA

Parite etkisi devam ediyor

Tarifelerin getirdiği ve getireceği makroekonomik koşullar çerçevesinde zayıflayan dolar endeksi (DXY) önemli ölçüde düşerken parite gözle görülebilir şekilde yukarı yönlü seyir gerçekleştirerek 1,18'li seviyenin dibinden dönüş yaptı. İvmenin daha halen devamlılığını görmekle birlikte bu riskli varlıklara da gözle görülür şekilde yansımayı sürdürüyor. Korelasyonun tekrardan uyum sağladığını takip ediyoruz

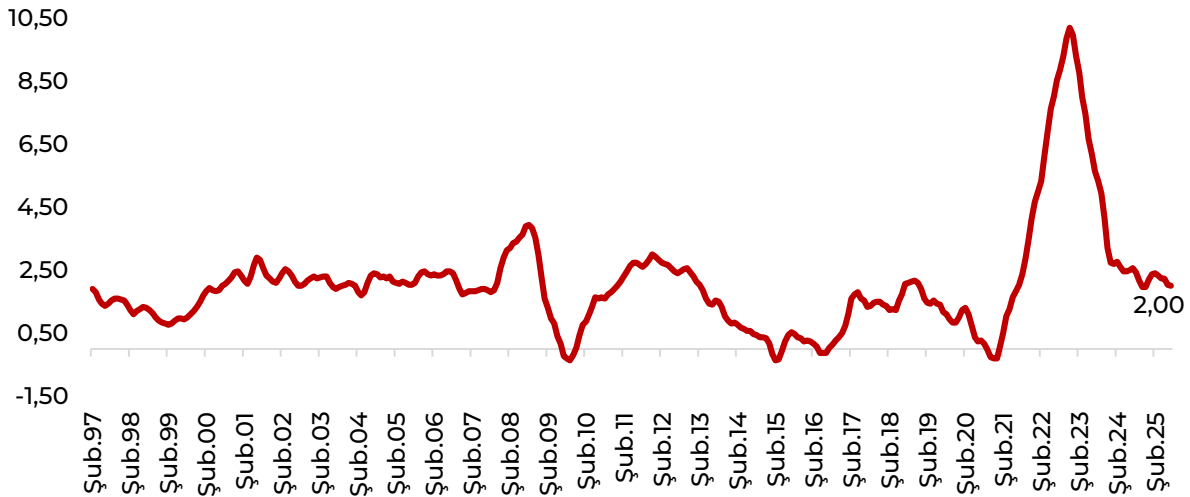
Grafik-13: Parite (seviye, dolar, EuroStoxx ile mukayese)



ECB'nin eli globale nazaran daha rahat kalmaya devam ediyor.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), enflasyonun %2'li seviyelere yakın seyretmeye devam etmesi nedeniyle faiz indirmede veyahut aksiyon almada görece çok daha rahat davranış sergileyebiliyor. Parite etkisi ve güncel koşullar çerçevesinde bir miktar daha sınırlı da olsa ECB için alan açılmış görünüyor.

Grafik-14: TÜFE Ana Eğilim (seviye, yıllık, %)



ABD

Globalde ön planda ABD

ABD Başkanı Trump, gündemi şekillendirmeye devam ediyor. Ekonomik, jeopolitik ve siyasi anlamda her şekilde gündem yaratmayı sürdürüyor. Trump, yaptığı açıklamalar ve aldığı aksiyonlarla görevde kaldığı sürece gündemde kalmayı sürdürmesini değerlendiriyoruz.

Yalanı istihdam verileri

1 Ağustos itibariyle yayınlanan veri çerçevesinde istihdam verilerinde geçmişe yönelik gözle görülür sert revizyon acaba veriler yalan mı söylüyor durumunu ABD'de iyice ortaya çıkarak resesyon beklentilerini bir miktar artırmış görünüyor. İster yalan ister revize isterse de güncel durum olsun: ABD'de istihdam piyasası gözle görülür şekilde soğumuş görünüyor.

Grafik-15: ABD Tarım Dışı İstihdam (seviye, aylık, revize edilmiş %)



Futbol takımı=FED adayları

ABD Hazine Bakanı Bessent tarafından yapılan açıklama çerçevesinde futbol takımı kadrosu kadar olacak şekilde FED Başkanlığına aday sayısı 11'e yükseldi. Kaynaklar çerçevesinde bazı adaylara bakacak olursak:

- Jefferies Baş Piyasa Stratejisti David Zervos,
- Eski Fed Yöneticisi Larry Lindsey
- BlackRock Küresel Sabit Getirili Menkul Kıymetler Baş Yatırım Sorumlusu Rick Rieder
- Fed Denetimden Sorumlu Başkan Yardımcısı Michelle Bowman,
- Fed Yöneticisi Chris Waller,
- Fed Başkan Yardımcısı Philip Jefferson,
- Eski Bush yönetimi ekonomik danışmanı Marc Summerlin,
- Dallas Fed Başkanı Lorie Logan
- Eski St. Louis Fed Başkanı James Bullard
- Başkan Trump'ın daha önce açıkladığı Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü Kevin Hassett
- Fed Yöneticisi Kevin Warsh olarak bir futbol takımı kurulacak miktarda liste oluşturulmuş oldu.

ÖNÜMÜZDEKİ DÖNEM NE BEKLİYORUZ? TÜRKİYE

Eylül ayında ana gündem: 11 Eylül PPK toplantısı

Makroekonomik koşullar çerçevesinde faiz indirim döngüsünün devam edeceğini değerlendirmekteyiz. Bu doğrultuda beklentimiz Eylül ayında 2 adet TÜFE verisi, iç ve dış belirsizlikler çerçevesine 200 baz puanlık bir indirim yapılması, Ekim ve Aralık'ta ise 300'er baz puan indirimle %35 yılsonu beklentimizi korumayı sürdürüyoruz.

TCMB'nin ilaveten artık zorunlu karşılıklar başta olmak üzere tedbirlerde kademeli aksiyonları almaya başlayabileceği bir yapıyı en erken yılsonunda değerlendirmekle birlikte enflasyonda ana eğilimde yatay seyrinden vazgeçerek yola devam etmesi gerekiyor.

Makroekonomik koşullarda iyileşmeler hızlanabilirse faiz beklentilerinde esneme gecikse de enflasyon tarafında bir miktar daha hızlı olabileceğini değerlendiriyoruz.

Siyasi belirsizlikler canlanabilir

11, 15 ve 26 Eylül'de görülecek davaların belirsizliği bir miktar Eylül ayı içerisinde endeksler özelinde kısmi baskı takip edilebilir. Artık davaların netleşmesi gerektiğini önemsiyoruz. Bu doğrultuda ertelemekten daha çok kararların netleşmesi riskleri önemli ölçüde ötelemekten hızlıca azaltıyor olabilecektir.

Enflasyonda aylıkta ana eğilim riskli seyrediyor

Öncü ölçümlerimiz doğrultusunda güncel rapor itibarıyla :

- Ağustos'ta %1,97
- Eylül'de %1,70 enflasyon beklentimiz mevcuttur

Bu enflasyon verileri yıllık ana eğilimi bozmasa da aylık ana eğilimi bozabilecektir. Hatırlamak gerekirse, TCMB para politikası 2025 raporu çerçevesinde TCMB'nin aylık değil yıllık enflasyona odaklandığını hatırlatmış olalım.

Beklentilerin altında gelebilecek 1 enflasyon %0,3, 2 enflasyon %1 bandında aşağı yönlü risk sağlamaktadır. Yılsonu beklentimizi %30,5'ta korumayı sürdürüyoruz.

Sınai tarafa yönelim zamanı geldi

Borsa İstanbul özelinde ağırlıkları gereği yol alabilmek için elbette bankacılık, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sigorta ve holding gibi finans şirketlerinin ön planda olacağını bilmekteyiz. Ancak makroekonomik koşullarda yumuşak inişle birlikte sınai şirketlerinde "enflasyondan zarar gören"leri kademeli bir şekilde ön plana almak gerektiğini önem arz etmektedir.

Endeks kural setinde değişim geliyor

Borsa İstanbul'un Ağustos ayı boyu görüş topladığı kural setinin değişme ihtimali her geçen gün artmakla birlikte nihai karar 25 Ağustos 2025 günü paylaşılıyor olacak. Eğer değişim gerçekleştirilirse küresel endekslere uyum daha da net artacak şekilde doğru şirketlerin endekslere girmesine vesile oluyor olacak.

ASYA-PASİFİK

Önemli tarihler ay sonunda takip ediliyor olacak

Asya-Pasifik görece tarihlerde küreselden ayrılarak faiz kararları içerikli takip ediliyor olacak. Bu çerçevede:

- Çin faiz kararı – 20 Ağustos
- Yeni Zelanda faiz kararı – 20 Ağustos
- Güney Kore faiz kararı – 28 Ağustos takip ediliyor olacak.

İlaveten makroekonomik anlamda:

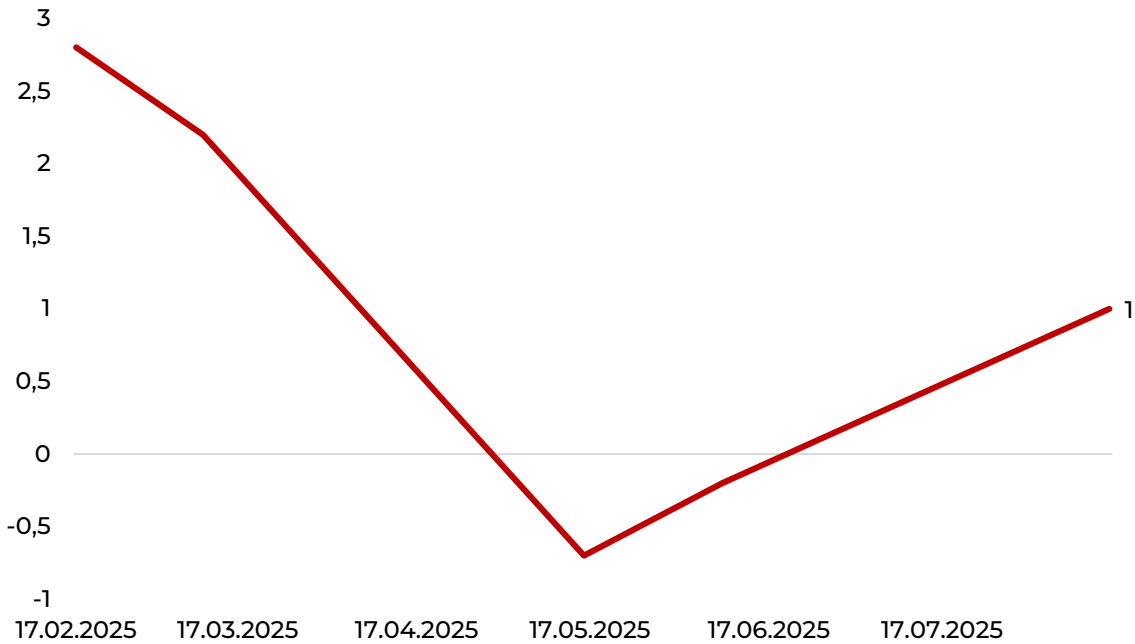
- 19 Ağustos Yeni Zelanda ÜFE
- 27 Ağustos Avustralya TÜFE İndikatörü
- 31 Ağustos'ta Çin NBS PMI verileri önem arz ediyor olacak.

Japonya ekonomi aktivitesi faiz artırımlarını öteleyebilir

Makroekonomik koşullarda zorlanma var olsa da tarife etkisinin görece üreticilerde geri plana itilerek tekrardan büyüme moduna geri dönüş hızlıca gerçekleşmiş olduğunu gözlemliyoruz. Gelecek dönemde büyümelerin daha hızlanmasını bekleyebiliriz.

Bu durum doğal olarak faiz artırım sürecini bir miktar daha ötelemekle birlikte 2026 yılsonuna kadar %1'ler bandında faize ulaşmasını beklemeyi sürdürüyoruz.

Grafik-16: Japonya GSYİH (seviye, %, öncüler dahil)



Tarifelerin şimdilik ana etki edeceği yer: Hindistan

Trump'ın özellikle Rusya ile ilişkileri dikkate alınarak Hindistan'ı ön plana iteceğini takip etmeyi sürdürüyoruz. Bu doğrultuda Hindistan mali yapısı bir miktar beklenenden daha gecikmeli olsa da bozulabileceğini değerlendirmekteyiz.

AVRUPA

Potansiyel Risk: İngiltere

Maliye yönetiminde başarısızlık enflasyon, bütçe açığı ve beraberinde ciddi sorunlar getirmeyi sürdürüyor. Bu çerçevede İşçi Partisi hükümetinin makroekonomik açıdan ciddi davranışlar sergilemesi gerektiğini tekraren yineliyoruz. Tarifeler nezdinde ABD ile ticaret anlaşması yapması nedeniyle ikincil planda olsa da pan-bölge anlaşmasında AB üzerinden veto yiyor oluşu bölgeden istenilen faydayı elde edemeyeceğini teyitlemiş oluyor.

Enflasyona yönelik beklentiler 20 Ağustos günü yayınlanacak verilerde TÜFE'nin Temmuz ayında %3,7 seviyesinde gerçekleşeceğini değerlendirmekteyiz. Bu da son dönemin en yüksek enflasyonunu beraberinde getireceği görülmektedir.

Potansiyel Destek Güncelleme: Ukrayna-Rusya Savaşı

15 Ağustos 2025 günü Alaska'da gerçekleştirilen görüşmenin ardından Ukrayna Devlet Başkanı Zelenski ve ABD Başkanı Trump'ın görüşmesi 18 Ağustos 2025 günü gerçekleştirilecek. Bu görüşmeden iyimser bir sonuç çıkarsa bu doğrultuda önümüzdeki günler ve dönemde bir Trump-Zelenski-Putin üçlü zirvesinin yapılma ihtimalini artırmaktadır.

Ayrıca AB majör ülkelerinin de 18 Ağustos günü Trump ile görüşme gerçekleştirerek sürecin hızlanmasına ilişkin ilgilerini artırmayı planlamaktadır.

Parite finansallara olumsuz etki etmeye başladı

Zayıf dolar çerçevesinde artan Avro/Dolar paritesiyle birlikte şirketlerin finansallarında görece baskılanmanın takip edildiğini gözlemliyoruz. Başta bankalar olmak üzere sinai tarafta da finansallara –özellikle hiperenflasyon muhasebeli ülkeler- ciddi etki yaratmaktadır.

Şirketlerin beklentileri ECB'nin bir tur daha indirim yaparak faiz %1,9 bandına ve nötr seviyelere iyice yaklaştırması gerektiğidir. Ayriyeten son dönemde gözle görülür şekilde finansmana erişimde de risk ağırlıkları artırılması da doğal olarak şirket finansallarına gözle görülür şekilde olumsuz etki edilmektedir.

Maliye becerisi sağlanması lazım

Şeffaflık çerçevesinde ECB'nin artık bilgi ve birikimlerde açık ve net olması gerektiği döneme girmektedir. Burada özellikle ECB Üyelerinden ayrılacak olan Holzmann gibi kritik isimlerin “şeffaflığa dair problemler var” vurgusu endişe yaratmaktadır.

Aktarım mekanizmaları, enflasyon, parite ve sürdürülen döngü beklentilerinde ECB'nin şeffaflığına dair endişelerin görece arttığını takip ediyoruz.

Tarifeler çok problem değil

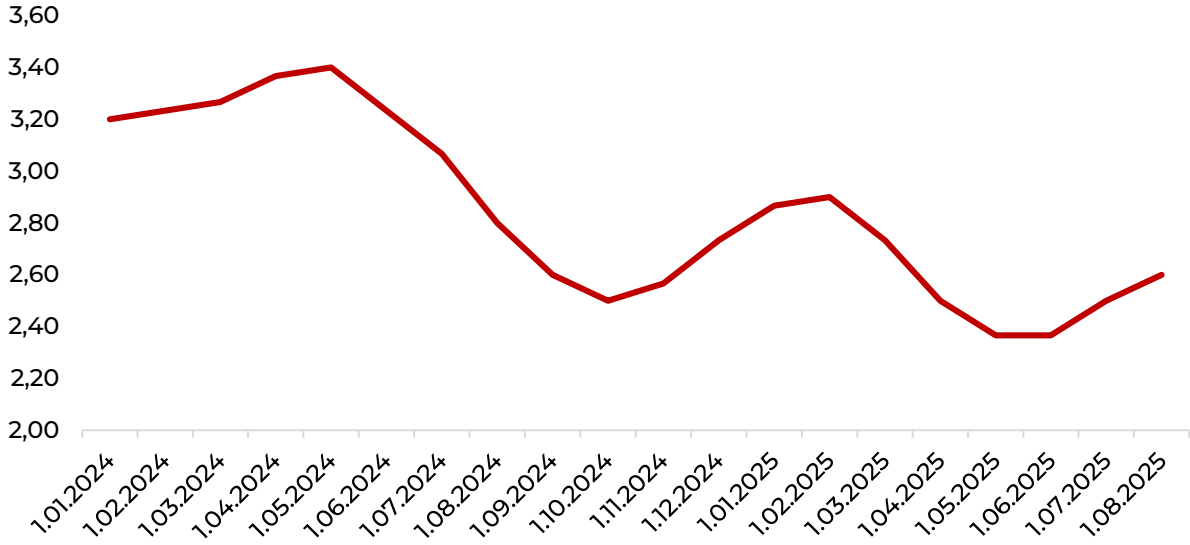
Tarifelerin %15'ten %25'e yükseltilmesi her ne kadar kıymetli olsa da görece sürecin anlaşma ve uzatımlara doğru evriltilmesi küreselden görece pozitif ayrıştırılmasına neden olmayı sürdüreceğini değerlendiriyoruz.

ABD

Ana eğilimde burun kıvrıma

Her ne kadar beklenti altında gelen enflasyon varlığı olsa da enflasyon verileri çerçevesinde ana eğilimin bir miktar yukarıya yöneldiğini takip ediyoruz. Bu doğrultuda özellikle üretici fiyat endeksinden gelen etkiyle bir miktar yukarıya ilerleme takip edilebilir.

Grafik-17: ABD TÜFE (LABOR, ana eğilim, seviye, %)



FED nezdinde indirim ihtimali artıyor

Bizim beklentimiz ikincil bir sapma olmadıkça Eylül, Ekim ve Aralık ayında faizleri 25'er baz puan indirmesi ve 2026 yılında faizleri en az 6 kez indirmesi idi. Bu beklentiler doğrultusunda gelen verilerle birlikte faiz indirim ihtimali varlığını sürdürmeye devam ettirmektedir.

Ekonomik aktiviteye dair beklentiler karışık

Ekonomik aktiviteye dair ölçümler kötümser olmayı sürdürse de beklentiler altında gelen GSYİH verisi sonrası 2.çeyreğe dair beklentiler kopmayan enflasyon ve 50'nin üzerine kalan Hizmet ve İmalat PMI çerçevesinde bir miktar daha iyimser büyüme beklentisi de mevcut diyebiliriz. Bu durum belirsizlik varlığını önemli ölçüde artırmaya devam ediyor.

Potansiyel Risk Devamı: Halefi FED Başkanı

FED Başkanı Powell'ın görev süresi Mayıs 2026'da tamamlanıyor olacak. Powell ile devam edilmeyeceği konusunda Trump-Powell atışmaları ile net bir şekilde görmekteyiz. 11 aday ile futbol takımı kadar kadro mevcut ancak son dönemde ön plana çıkan ismin Trump'ın danışmanı Hasset'in olduğunu gözlemliyoruz.

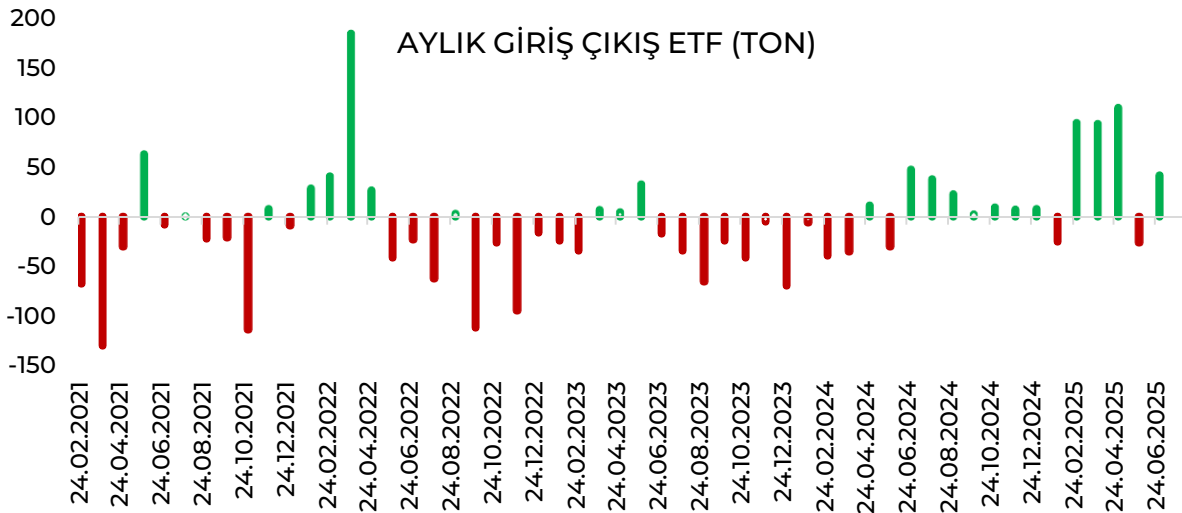
ABD Başkanı Trump, Mayıs 2026'dan evvel adayı açıklaması durumunda bir nevi gölge FED Başkanı aksiyonuyla FED Başkanının fonksiyonunu zayıflatmayı amaçlayabilir. Bu durum doğal olarak riskli varlıkları önemli ölçüde baskılayabilir.

EMTİA ALTIN

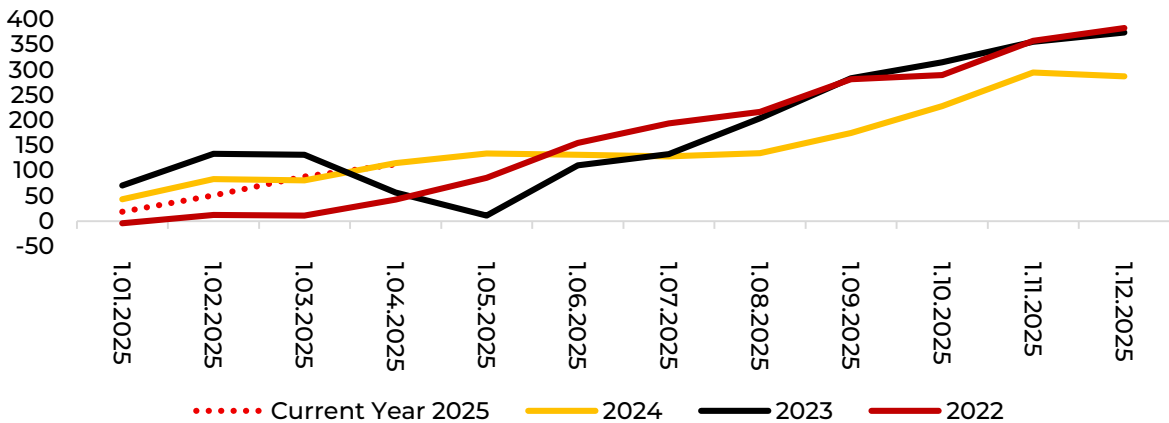
Merkez bankalarının alımı, doların politik bir araç haline gelmesi sonucu küresel rezervlerdeki payının azalması, ABD özelinde gelen ekonomik verilerin zayıf gelmesi, beklentinin aşağısında gelen enflasyon sonucu FED faiz indirimi beklentilerinin artması ve fiyatlamalara yansımaları ve jeopolitik riskler azalsa da bitmemesi gibi makro unsurların varlığı Altın özelinde destekleyici ana unsur olarak kalmaya devam ettiğini görmekteyiz.

Bireysel yatırımcı nezdinde ise tüm bu pozitif gelişmeler ışığında Altın'ın yükseldikçe talebi artan bir ürün olma statüsüne doğru ittiğini görmekteyiz. Hem ETF pozisyonları hem de opsiyon piyasasındaki işlemlere baktığımızda yükseliş hareketinin destekleyici temellere oturduğu kısa ve orta vade için ise yükseliş beklentisinin görece azaldığını ve pozisyonların bu doğrultuda şekillendiğini görmekteyiz. Yılı 3000-3500\$ bandında kapatmasını beklediğiniz Altın'ın yön yukarı olsa da normalleşme süreci içerisine girip devam etmesini beklemekteyiz. Jeopolitik gelişmeler ya da şok haber akışları kısa vadeli hala volatilité yaratma potansiyelinin de unutulmaması gerektiğini düşünmekteyiz.

Grafik-18: ETF Giriş Çıkış (ton, seviye)



Grafik-19: Merkez Bankaları Altın Alımları (seviye,ton)



Tablo-2/Grafik-20: Altın Pozisyonlanmaları

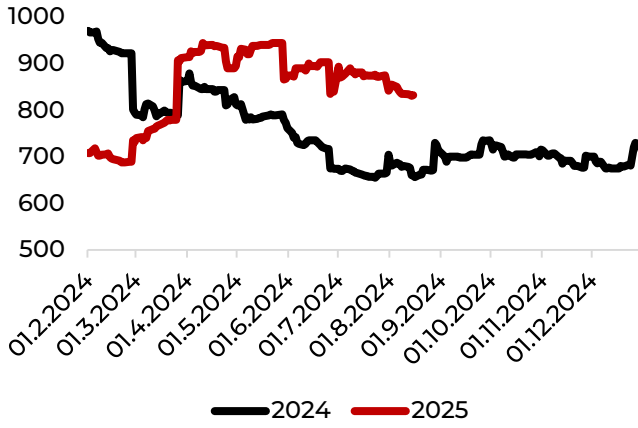


Altın pozisyonlanmalarına baktığımızda 5 Ağustos haftasında zayıf işgücü, beklentilerin altında gelen tarım dışı istihdam verileriyle beraber faiz indirimi beklentilerinin güçlenmesine paralel olarak küreselde artan volatiliteyle beraber managed money(fon) long pozisyonlarda artış gözlemlenirken other (küçük yatırımcı) ise 3400\$ bandından kar realizasyona gidip volatilite bazlı pozisyonlarında artış gerçekleştirdiğini görmekteyiz.

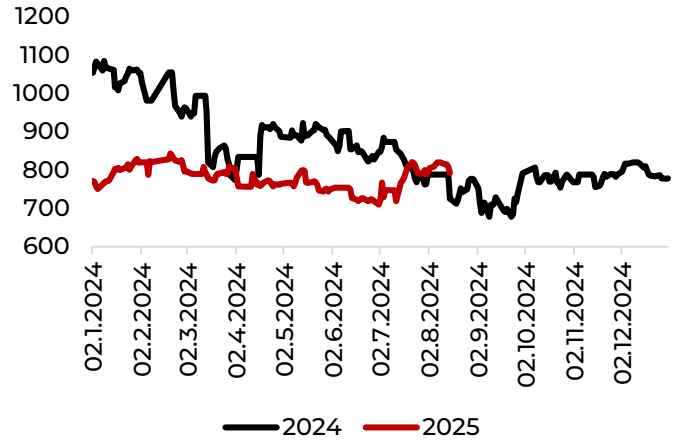
Opsiyon piyasasında OI(en yüksek açık pozisyonlar) ise long eğilim devam etse de yakın vade olan Ekim 3500\$ ve Aralık 4000\$ beklentilerinin azaldığını görmekteyiz. Özetle fiyatlamalarda pozitif eğilim sürse de kısa-orta vade için yükseliş hızının yavaşlamasının fiyatlandığını görmekteyiz.

Grafik-21-27: Çeşitli Emtialar (seviye, dolar)

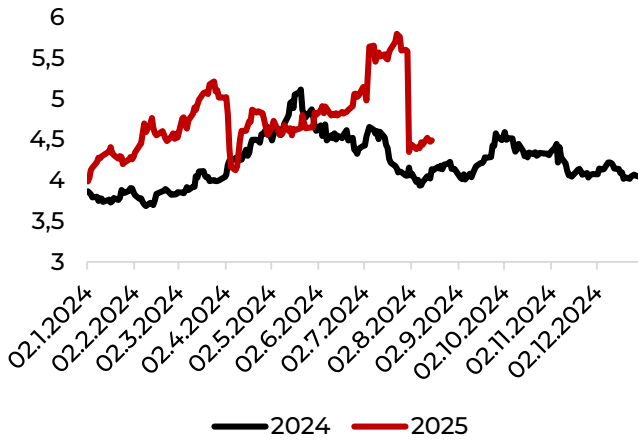
SICAK HADDELENMİŞ ÇELİK



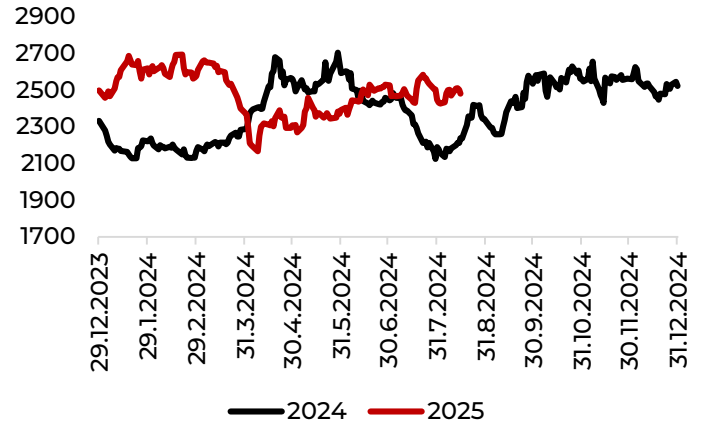
DEMİR CEVHERİ



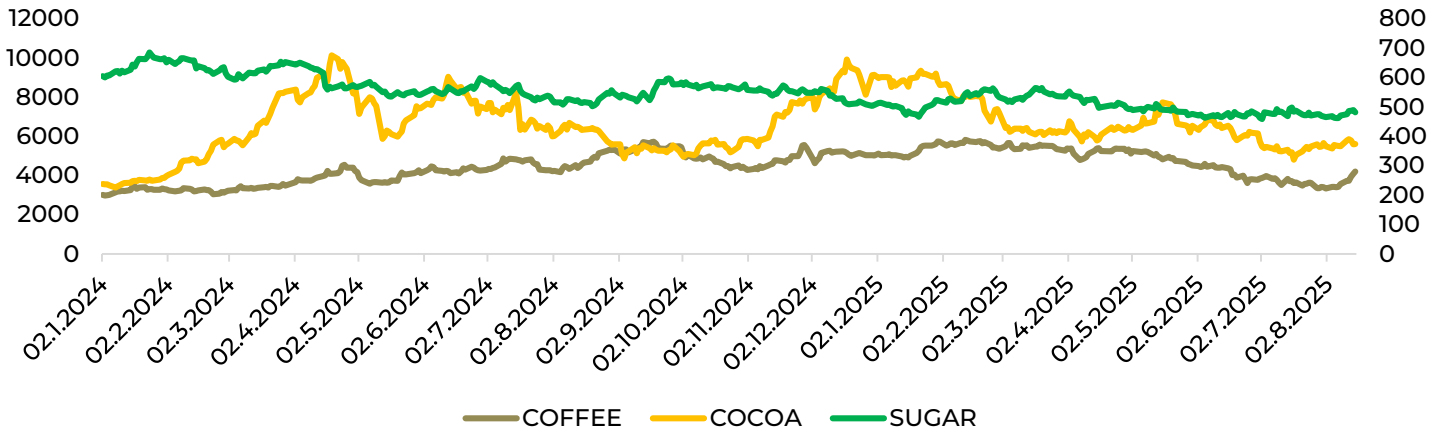
BAKIR



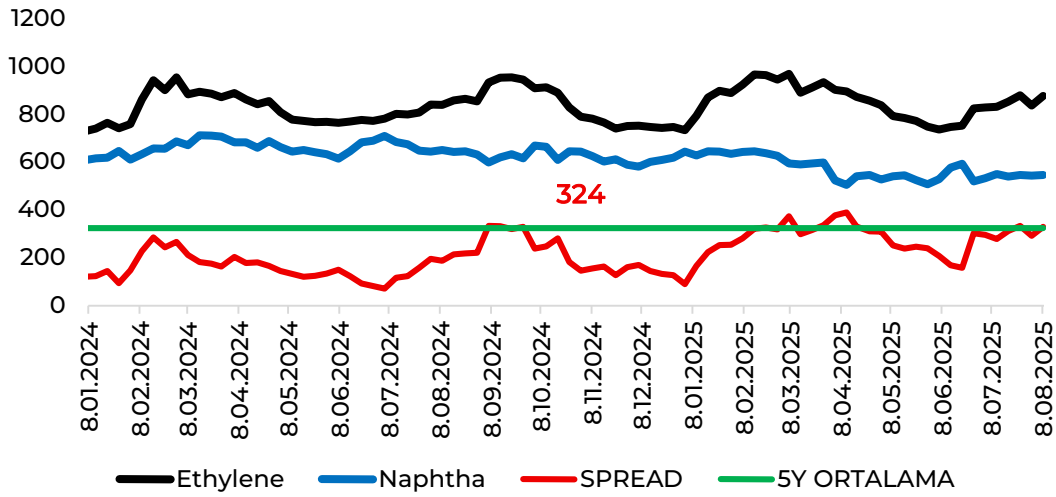
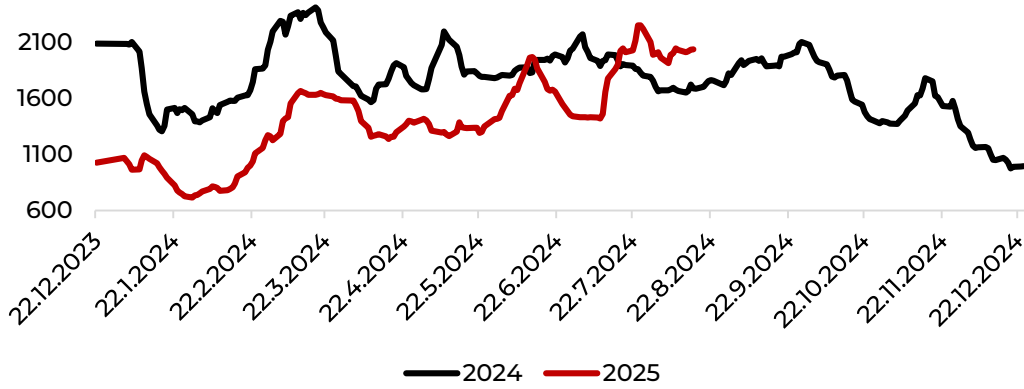
ALÜMİNYUM



KAHVE, KAKAO VE ŞEKER



BALTİK KURU YÜK ENDEKSİ



Demir çelik sektörü için fiyatlarına baktığımızda Çin dominasyonu odaklı ilerlendiği için fiyatların zayıf seyretmesi sektörel bazlı karlılığı negatif yönlü etkilese de hafif yukarı yönlü hareketler izlemekteyiz. Yılın ikinci yarısı ise fiyatlarda temkinli iyimserliğimizi koruyarak artış beklemekteyiz.

Alüminyum ve Bakır tarafına baktığımızda ise ağırlıklı tarife etkisinden kaynaklı 1Q25'e göre görece artış görürken tarife etkisinin bitmesiyle özellikle Bakır özelinde hafif geri çekilmeler izlemekteyiz.

Gıda hammaddelerinde (şeker-kakao-kahve) ise aşağı yönlü eğilimin devamını izlerken fiyatlandırmayı gıda üretimi yapan şirketler için maliyet avantajı sağlaması yönünden pozitif değerlendirmekteyiz.

Navlun fiyatlarında ise 2Q25'e baktığımızda 1Q25'e göre artış eğilimini takip etmekteyiz. Bu durumu navlun ticareti yapan şirketler için pozitif ihracat odaklı ilerleyen şirketler için maliyet yönlü baskı unsuru oluşturması açısından sınırlı negatif değerlendirmekteyiz.

PETKM için Etilen-Nafta makasına baktığımızda ise Savaş sonrası süreçte nafta fiyatlarının geri çekilmesi ve normalleşmenin ardından etilen fiyatlarındaki artışla beraber marjlarda hafif de olsa toparlanma görmekteyiz. Güncel spread 330 dolar olup pozitif değerlendirmekteyiz. (2Q25 ortalama spread 272 dolar / 2Q24 ortalama spread 154 dolar +%76). Marjlarda toparlanma görsek de arz yönlü sorunların karlılık üzerinde baskının sürdüğünü izlemekteyiz.

BORSA İSTANBUL – İç dinamiklere ışığında pozitif fiyatlama

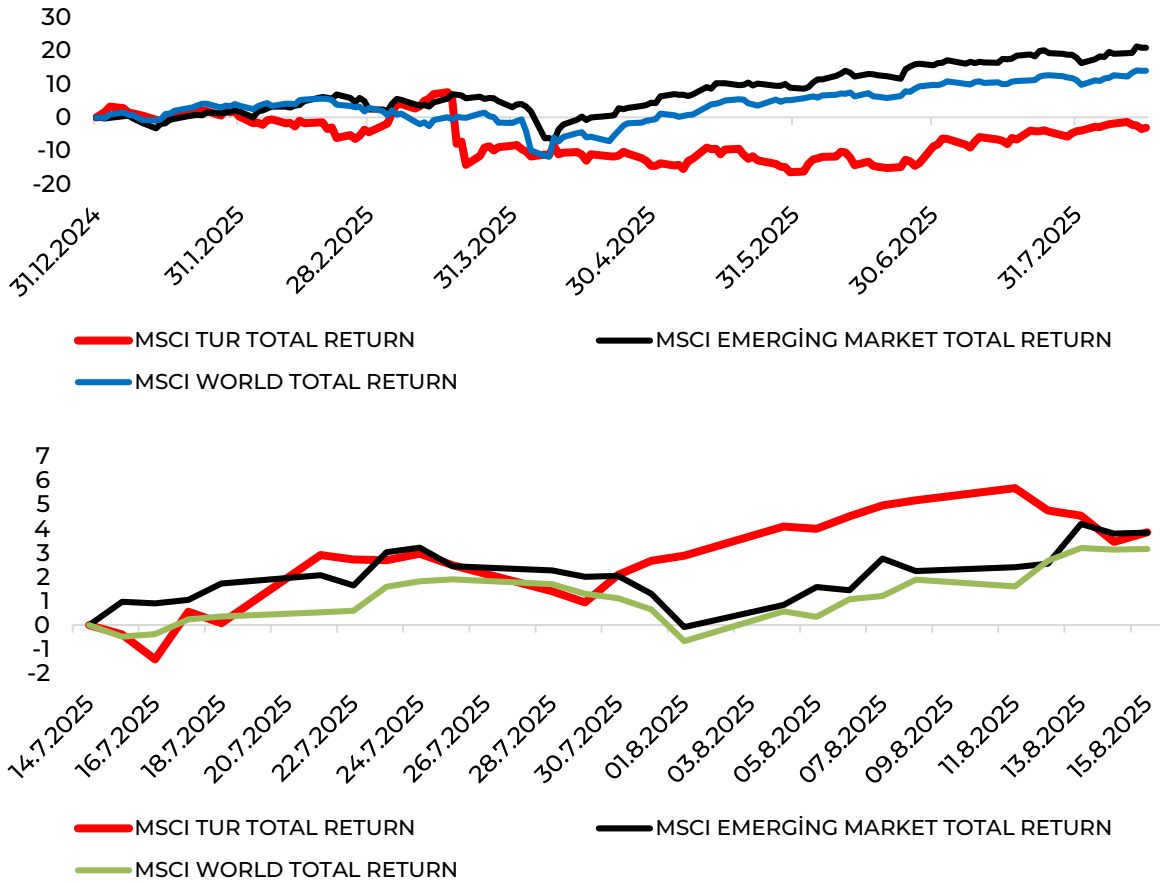
Küresel piyasalarda da Borsa İstanbul'da olduğu gibi büyük ölçüde haber akışlarının oluşturduğu fiyatlamalardan uzaklaşıp veri bazlı ilerlendiği dönemin meyvelerini almaktayız.

Hem küresel de hem de iç tarafta seslerin susması , önemli bir jeopolitik ve makro şok verinin olmamasını takiben özellikle iç tarafta Temmuz ayı enflasyon verisinin de beklentinin aşağısında gelmesini sonucu dezenflasyonist sürecin ışığı eşliğinde açıklanan bilançolarla birlikte pozitif fiyatlamaların sürdüğü ve 11bin seviyesinin üzerinde hareketleri izlediğimiz bir dönemi içerisindeyiz.

Bilançolara baktığımızda ise büyük çoğunluğunun beklentinin üzerinde sonuçlandığını görürken bunun ise endeks özelinde ek bir pozitif katalizör yarattığını görmekteyiz. Beklenti üzerinde gelmesinin sebebini operasyonel ve karlılık anlamında güçlü sonuçlardan ziyade satış ve karlılık tahminleri yapılırken hem görüşülen şirketlerin hem de analistlerin temkinli tutumu olduğunu düşünmekteyiz.

Azalan volatilité ve ekonomi politikalarının düzgün işlemesiyle beraber CDS'de de 300'ün altına geri çekilmeler izlemekteyiz. Son dönemde Endeks- CDS korelasyonunun yüksek olduğunu dikkat çekmekte olup geleceğe yönelik beklentilerin daha iyimser olduğunu gözlemlemekteyiz.

Grafik-28-29: MSCI Getiriler (seviye, %)



SEKTÖREL GÖRÜNÜM

BANKACILIK SEKTÖRÜ

Bu çerçevede GARAN ve TSKB'nin açıkça ayrıştığı bir tabloyu takip ettiğimizi açıkça söylemekle birlikte Marbaş Menkul Değerler olarak tüm –ulusal- bankacılık sektöründe hedef fiyatlarımız mevcuttur.

Tablo-3: Bankacılık Araştırma Kapsamımız

KOD	Şirket Adı	Tavsiye	Hedef Fiyat
HALKB	T. Halk Bankası	AL	50,96
TSKB	T.S.K.B.	AL	20,14
GARAN	Garanti Bankası	AL	206,23
ALBRK	Albaraka Türk	AL	11,97
ISCTR	İş Bankası (C)	TUT	18,65
VAKBN	Vakıflar Bankası	AL	36,77
AKBNK	Akbank	TUT	84,43
YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.	AL	39,51

Bu veriler ışığında:

- TSKB özelinde yukarı yönlü iyimser risklerin arttığı ancak diğer bankalar özelinde hedef fiyatlarda revizyona gereksinimin henüz duyulmayacağı bir ortam takip edebiliriz. YKBNK özelinde de yarın sabah gelecek finansalları bekliyoruz.
- Bankacılık sektörünü dağıtan ayın Haziran ayı olduğu vurgusunu görmekle birlikte bu bozulmaya sebep olan unsurların net faiz gelirlerindeki karışık seyir, operasyonel giderlerde artışlar gibi sebepler verilebilir.
- İlaveten 3.çeyrek finansallarında da 23 günün (19 iş günü) daha yüksek fonlama maliyetleriyle sürdürülmesi nedeniyle Temmuz ayı BDDK verisini/4 haftalık veri seti görmeden özel bankacılık özelinde iyimserlik vurgusu yapmak mümkün değildir.
- Bankacılık sektöründe önceki aylara nazaran bir nebze daha iyimserleşmiş 31 günlük fonlama yapısı var olduğunu hatırlatalım. 11 Eylül veyahut daha evvel bir aksiyonla bu iyileşme hızı bir miktar daha güçlenebilecektir.
- Kredi büyümelerinde ilk esneme beklentimizi Ağustos özelinde korumayı sürdürüyoruz.
- 5 çeyrektir olduğu gibi öncelikle TSKB ve ALBRK akabinde GARAN, HALKB ve VAKBN'ın önceliklendirildiği bir yapıyı korumayı sürdürüyoruz.
- YKBNK'ı sektörden biraz ayrıştırarak konservatif bir yapıyla ayakta kalan sonuçlar vermeyi sürdüreceğini beklemeyi sürdürüyoruz.

OTOMOTİV SEKTÖRÜ

Hafif ticari ve binek araç pazarında Ocak-Temmuz ayına baktığımızda adetsel anlamda %6.5 artış ile 715.695 adete ulaştığını görmekteyiz. Temmuz ayında ise binek+hafif araç pazarı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %14.5 artış gösterirken hafif ticari araç %13.9 , binek araç ise %14.7 artış göstermiştir. Haziran ayına göre baktığımızda ise otomotiv+hafif ticari araç pazarı %8.7 daralma gösterirken hafif ticari araç pazarı %5.7 , otomotiv pazarı ise %9.5 daralma göstermiştir.

Sonuç olarak verileri araçlar için vergi düzenlemesi sonucu talepte canlanmayla beraber pozitif yorumlamaktayız. Nisan ayından sonra yıllık bazda karşılaştırma yaptığımızda 2025 yılının en güçlü ikinci ayının Temmuz ayı olarak gerçekleştiğini görmekteyiz.

Motor tipi bazında baktığımızda Elektrikli araç dönüşümünün hız kesmeden devam ettiğini görmekteyiz. 2025 Ocak- Temmuz döneminde elektrikli araç payı %18.1 olarak gerçekleşirken geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre baktığımızda 8pt artış meydana geldiğini görmekteyiz. Şirket bazlı verilere baktığımızda ;

FROTO tarafında 2Q25 bilançosunun pozitif geldiğini izlerken , bilanço detaylarına baktığımızda 2Q25 döneminde geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre iç Pazar araç satışları %2 artarken yurtdışı satışlarının %46'lık güçlü artış gösterdiğini görmekteyiz. İç pazarda oluşan baskının yılın ikinci yarısı itibarıyla toparlanmasını beklerken Avrupa'da otomotiv sektörünün hasar aldığı bir dönemde yurtdışı operasyonlarındaki güçlü ve sürdürülebilir büyümeyi pozitif değerlendirmekteyiz.

TOASO'ya baktığımızda ise Stellantis etkisiyle birlikte yılın ilk yarısından toplam araç satışlarının %14.8 artış gösterdiğini izlerken karlılığa baktığımızda üretim hacminin daralması , maliyet baskısı gibi sebeplerden dolayı brüt kar marjında hafif artış görüp net kar tarafında ise beklenti üzeri sonuçlar görsek de FAVOK marjında maliyet artışı sonucu daralmanın devamını sınırlı negatif değerlendirmekteyiz. Stellantis satın alımının önemli bir katalizör oluşturduğunu ve toparlanma sürecini hızlandırdığını düşünmekteyiz. Operasyonel açıdan olumlu sonuçlar görsek de Çin etkisinin unutulmaması gerektiğini söyleyebiliriz.

DOAS özelinde ise 2Q25'de araç satışlarına baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %22.8'lik artış görürken güçlü bir 2Q geçirdiğini görmekteyiz. Temmuz ayında ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %12'lik daralma görmekteyiz. Bilanço medyan beklentisine baktığımızda 61,07 milyar TL satış , 4,85 milyar TL FAVÖK ve 1,9 milyar TL net kar beklendiğini görmekteyiz.

Tablo-4: ODMD İstatistikleri (seviye, adet)

YIL	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	TOPLAM
2010	20,095	31,172	51,769	54,946	59,377	60,896	61,345	61,764	63,814	73,404	73,962	148,369	760,913
2011	44,892	58,663	78,403	77,695	80,646	81,573	63,044	58,406	60,129	69,421	63,657	127,910	864,439
2012	29,545	41,324	64,884	62,949	70,863	71,067	62,304	58,148	69,629	59,938	71,710	115,400	777,761
2013	35,523	48,307	68,774	73,575	81,468	74,096	71,596	65,043	67,963	58,014	79,301	129,718	853,378
2014	32,670	35,021	47,581	53,305	58,121	60,163	59,907	60,199	66,531	66,573	80,621	146,989	767,681
2015	34,615	55,331	83,302	91,602	81,542	86,158	83,836	82,577	64,025	64,255	84,601	156,173	968,017
2016	32,713	52,825	82,948	84,887	93,904	91,540	58,533	71,556	67,593	83,000	122,309	141,912	983,720
2017	35,323	46,965	73,802	75,988	85,422	83,658	82,297	72,536	71,352	91,752	100,859	136,240	956,194
2018	35,076	47,009	76,345	71,126	72,755	51,037	52,734	34,346	23,028	21,571	58,204	77,706	620,937
2019	14,373	24,875	49,221	30,971	33,016	42,688	17,927	26,246	41,992	49,075	58,176	90,500	479,060
2020	27,273	47,122	50,008	26,457	32,235	70,973	87,401	61,533	90,619	94,733	80,141	104,293	772,788
2021	43,728	58,504	96,428	61,488	54,734	79,819	47,849	58,454	57,141	56,746	60,216	62,243	737,350
2022	38,131	49,652	64,267	60,035	65,167	80,652	52,206	48,336	62,084	65,222	82,311	115,220	783,283
2023	50,894	81,148	103,929	97,679	111,556	112,163	113,959	89,454	96,793	101,367	115,040	153,653	1,232,635
2024	79,701	105,990	109,828	75,919	100,305	106,238	94,037	90,134	87,740	97,274	121,094	170,249	1,238,509
2025	68,654	90,730	116,900	105,352	107,730	118,013	107,718						715,097
10Yıllık Ort.	39,183	56,942	79,008	67,615	73,064	80,493	69,078	63,517	66,237	72,500	88,295	121,319	877,249
OTOMOTİV VE HAFİF TİCARİ ARAÇ PAZARI													

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Gayrimenkul sektörü özellikle faiz indirim döngüsünde ön planda kalmayı sürdürecektir. Olduğunu tekrarlarcasına vurgulamak gerekiyor. Özellikle geliştirme tarafında potansiyel birikmiş talep doğrultusunda sürecin gelişmeye devam edeceğini değerlendiriyoruz. Makroekonomik ortamda yumuşak iniş koşulları oluşmasıyla sektörün beklenenden daha hızlı ayrışacağını değerlendiriyoruz.

Son veri doğrultusunda gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörünün iskontosu %46,11 olarak takip edilmektedir.

Tablo-5: GYO Nad İstatistikleri (seviye, tahmini NAD'a göre iskontolanmış, mln TL)

Şirket Adı	KOD	Güncel NAD	Tahmini NAD	İskonto	KAFİF
Martı GMYO	MRGBYO	10.244	21.003	-84,78%	HAYIR
Vakıf GMYO	VKGYO	52.028	58.531	-84,67%	HAYIR
Sinpaş GMYO*	SNGYO	68.174	81.809	-78,19%	EVET
Halk GMYO	HLGYO	68.713	69.675	-77,87%	HAYIR
Özak GMYO	OZKGY	54.538	71.990	-71,20%	HAYIR
Özderici GMYO	OZGYO	5.317	7.019	-69,87%	HAYIR
Emlak Konut GMYO	EKGYO	175.008	239.761	-69,65%	HAYIR
Rönesans GMYO	RGYAS	113.693	148.370	-68,99%	HAYIR
İş GMYO	ISGYO	52.083	55.208	-67,26%	HAYIR
Edip GMYO	EDIP	6.151	7.074	-67,09%	EVET
Alarko GMYO	ALGYO	16.078	18.008	-66,39%	HAYIR
Torunlar GMYO	TRGYO	162.717	214.787	-66,25%	HAYIR
Akfen GMYO	AKFGY	24.985	32.605	-64,59%	HAYIR
Kızılbük GMYO	KZBGY	24.885	43.113	-61,70%	EVET
Pasifik GMYO	PSGYO	27.276	3.600	-56,82%	HAYIR
Mistral GMYO	MSGYO	4.385	5.788	-56,82%	HAYIR
Akiş GMYO	AKSGY	34.840	39.456	-55,99%	HAYIR
Servet GMYO*	SRVGY	19.929	26.306	-54,16%	EVET
Deniz GMYO	DGZYO	4.685	6.184	-53,10%	HAYIR
Avrupakonut GMYO	AVPGY	37.854	43.532	-41,84%	EVET
Reysaş GMYO	RYGYO	63.804	83.265	-40,77%	HAYIR
Körfez GMYO	KRGYO	1.472	1.750	-32,87%	EVET
Ahes GMYO	AHSGY	5.455	7.119	1,73%	EVET
Sur T.E. GMYO	SURGY	8.604	11.358	1,76%	HAYIR
Yeni Gimat GMYO	YGGYO	16.458	21.478	2,95%	HAYIR
Panora GMYO	PAGYO	11.341	14.970	5,29%	HAYIR
Batı Ege GMYO	BEGYO	5.369	7.087	43,06%	EVET
Ziraat GMYO	ZRGYO	67.710	76.682	45,07%	HAYIR

-% iskonto +% primli olduğunu ifade eder

*: Sinpaş GMYO ve Servet GMYO solo üzerinden iskontolanmıştır

HOLDİNG SEKTÖRÜ

Holding sektörü de tıpkı makroekonomik koşullarda yumuşak iniş koşullarına hazırlık ortamında riskli varlıkları pozitif destekleyecek ortama sahip demek mümkündür. Ancak bankacılık ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları nedeniyle hızlı etkileşim beklemek mümkün değildir. Bunun ana sebebi holdinglerin birden fazla sektörde iştirake sahip olması çerçevesinde “kombine” yapı doğal olarak bir finansal hemen iyileşirken bir finansal yapı beklenenden daha geç iyileşebilmektedir.

Finansallar özelinde özellikle vergi ve net parasal kayıp kazancın etkili olduğunu takip etmekle birlikte 3.çeyrek itibariyle kademeli, 2026 2.çeyrek itibariyle önemli ölçüde holdinglere yönelmek gerektiğini değerlendiriyoruz.

Holdingler özelinde iskonto %59,75 olarak takip edilmektedir.

Tablo-6: Holding NAD İstatistikleri (seviye, mln TL, tahmini NAD'a göre iskonolanmış)

Şirket Adı	Kod	Güncel NAD	Tahmini NAD	İskonto
GSD Holding	GSDHO	26.064	30.495	-85,11%
AG Holding	AGHOL	262.151	306.716	-76,70%
Net Holding	NTHOL	87.467	99.056	-75,23%
Sabancı Holding	SAHOL	521.001	609.572	-67,27%
Bilici Yatırım	BLCYT	4.307	4.953	-61,29%
Doğan Holding	DOHOL	99.091	115.937	-56,86%
Global Yatırım Holding	GLYHO	31.388	36.724	-52,00%
Koç Holding	KCHOL	705.544	825.487	-45,29%
Alarko Holding	ALARK	56.111	63.546	-40,55%
Eczacıbaşı Yat. Holding	ECZYT	34.118	39.918	-37,24%

-% iskonto +% primli olduğunu ifade eder

Holding şirketlerinin kombine yayınlamış olduğu datalar çerçevesinde halka açık olmayan şirketlerde defter değeri veya yaklaşım modeli çerçevesinde değerlendirme dikkate alınmış olup halka açık şirketlerde ise piyasa değeri gözetilmektedir.

Söz konusu şirketlerden hisse satışı veya girişi olması halinde tablolar özelinde anlık işlem yapılabilen olup holding özelinde net nakit ve yapısal değerlemeler çerçevesinde tahmini net aktif değer genişletilmektedir.

İş bu holdingler araştırma kapsamında olan şirketler olup talep edildiğinde ilave şirketler değerlendirmeye alınabilmektedir.

SİGORTACILIK VE EMEKLİLİK

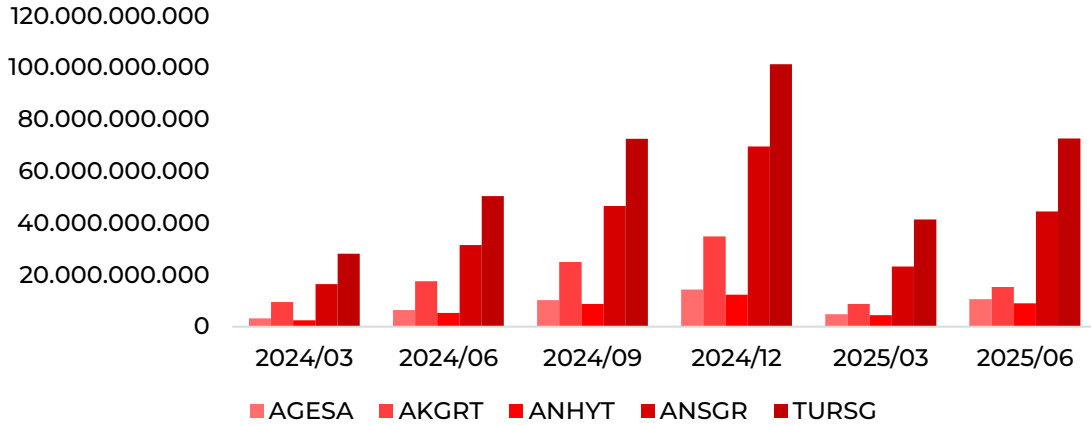
Sigortacılık özelinde makroekonomik koşullar sektörü desteklemeyi beklentilerin aksine sürdürmeye devam ediyor. Büyümeye devam eden prim üretimleri varlığı ve bunun ışığında güçlenen fon büyüklükleri doğal olarak gelecek dönemde de karlılıkların sürmeye devam edeceğini gösteriyor.

Prim üretimlerinde özellikle yıl boyunca bakacağımız unsur TÜFE üstünde prim üretimlerinin artıp artmayacağı olacaktır. Eğer TÜFE üzerinde prim üretimleri büyümeye devam ediyorsa doğal olarak güçlü karlılıkları görmek kaçınılmaz olacağını beyan edelim. İlk 7 ay sektör özelinde başarılı geçti ancak konsolidasyonlara açık bir yapı var. SEDDK, sermaye yeterliliği oranında yeterli seviyede kalamayan şirketlerin faaliyetlerini dondurmaya devam ediyor. Bu özellikle agresif büyümeye çalışan sektör için küçük pazar payına sahip şirketlerde görüleceği için buradaki müşteriler pazarda önemli yer edinmiş şirketlere yönelebilirler.

Emeklilik tarafında işler iyi gidiyor. Özellikle vatandaşların yatırımlarını yönetmede zorlandığı günler için kurtarıcı niteliği taşıyan ve emeklilik tarafında daha hızlı emekli olma şansı sağlayan Gönüllü BES sistemine ilgi her geçen gün artırmayı sürdürüyor.

2025 2.çeyrekte şirketler ANSGR özsermaye karlılığı nedeniyle hariç tutulmak üzere tümüyle güçlü geldiğini takip etmekteyiz.

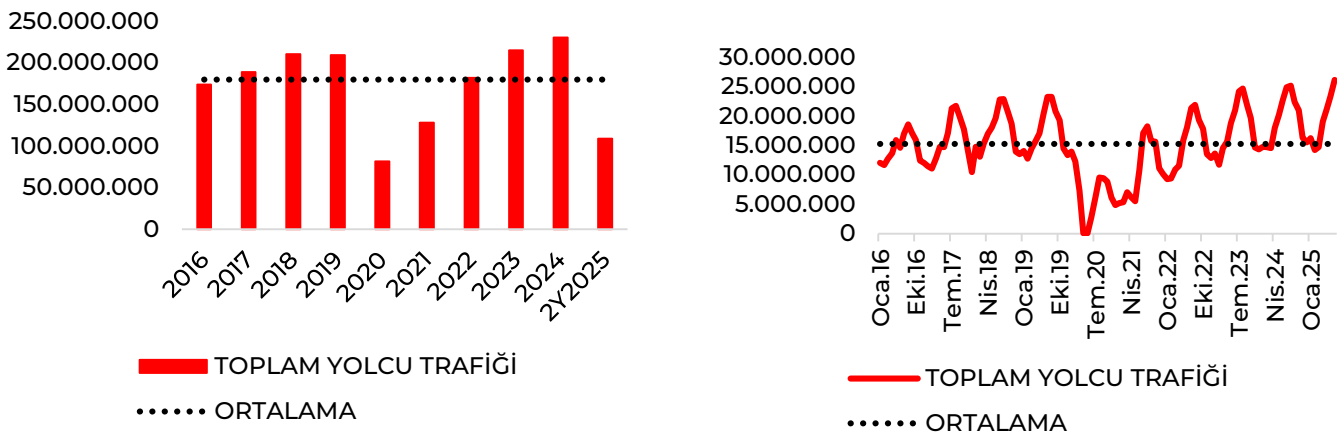
Grafik-32: Prim Üretimleri (çeyreklik, seviye, TL)



HAVACILIK SEKTÖRÜ

Havacılık verilerine baktığımızda toplam yolcu trafiğinin 2Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %4.5 artış gösterdiğini görmekteyiz. 2025 Ocak-Temmuz döneminde ise toplam trafiğin %3.6 artış sağladığını görmekteyiz. Yolcu trafiğinin detaylarında ise küresele paralel iç hatlar trafiğinde zayıf eğilim sürerken dış hatlar trafiğinde güçlü yükseliş momentumunun devamını görmekteyiz. Önümüzdeki dönemde Antalya havalimanının da etkisiyle beraber iç hatlar trafiğinde de görece toparlanma beklemekteyiz. Sektörün genelinde ise küresel operasyonel verilere paralel seyir izlerken güçlü büyümenin devamını beklemekteyiz. 2Q25 özelinde bilanço yapılarını izlediğimizde yakıt giderlerindeki azalmanın pozitif etkilerini görsek de yakıt harici giderler(personel vb.) karlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir.

Grafik-33-34: Toplam Yolcu Trafiği (yıllık, aylık, seviye)



2.çeyrek itibariyle havacılık sektöründe gelen bilançoları kısaca özetlemek gerekirse ;

THYAO: Satış ve FAVOK açısından beklentiye paralel , net karda ise beklenti üzeri sonuçları pozitif değerlendirmekteyiz. Satış ve operasyonel veriler anlamında güçlü yaz etkisini görürken 1.çeyreğe göre görece gider optimizasyonu sayesinde güçlü sonuçlar görürken THYAO'nun operasyonel gücü sayesinde hikayesinin süreceğini vurgulamak isteriz.

PGSUS: Satış ve FAVOK açısından beklentiye paralel , net karda ise beklentinin altında sonuçları sınırlı pozitif değerlendirmekteyiz. Operasyonel anlamda sektörün 2 katından fazla büyüme gösterirken güçlü 2Q geçirdiğini görmekteyiz. Güçlü operasyonel sonuçlara rağmen RASK(yolcu başına birim gelir) düşüşünün yakıt kaynaklı iyileşme öngörüsü olsa da marj anlamında revizyona neden olduğunu görmekteyiz. 2Q25 özelinde gelirlerde daralma olurken giderlerin yatay kalması marjlar üzerinde baskı oluştursa da marjlar hala güçlü seyretmeye devam etmektedir. Şirketin revizyona rağmen güçlü operasyonel sonuçlara devam etmesini beklemekteyiz.

TAVHL: Beklentiye paralel satış ve FAVOK rakamını pozitif yorumlasak da nakit dışı kalemlerden kaynaklı oluşan net zararı sınırlı negatif yorumlamaktayız. operasyonel anlamda bozulma gözükmezken trafik verilerine baktığımızda güçlü yaz etkisinin devamını görmekteyiz. Antalya yatırımının pozitif etkisini önümüzdeki dönemde daha fazla göreceğimizi , Almatı potansiyeli ve küresel havacılık büyüme projeksiyonlarına da baktığımızda güçlü hikayenin devamını beklemekteyiz. Şirket yoğun yatırım dönemi içerisinde olduğu için finansal giderlerin baskısını hissetsek de sürdürülebilir büyümenin bu durumu törpülediğini düşünmekteyiz

ÇİMENTO

2025 Ocak-Nisan Çimento Sektörü verilerine baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre çimento üretiminde geçmiş yılın baz etkisi sebebiyle %2.88 düşüş meydana gelirken klinker üretiminde ise %1.74 düşüş görmekteyiz. Sektörde olan kapasite fazlası nedeniyle üretimin yaklaşık %18.2'i ihracat olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Satış verilerine baktığımızda deprem bölgesinin güçlü talep etkisi Doğu bölgesinde devam ederken Marmara ve Ege bölgesinde daralma görmekteyiz. Çimento sektörünü sürdürülebilir yapısı , güçlü karlılık sebebiyle beğenmeye devam ediyoruz.

Yılın ikinci yarısında faiz indirim döngüsüyle beraber inşaat sektöründe beklenen talep yönlü canlanma , deprem bölgesinin pozitif etkilerinin devamı , Suriye bölgesinin yeniden inşası hikayesi , kentsel dönüşüm hikayesi ve yeni projelerin sürmesi pozitif temanın sürmesine yol açacağını düşünürken defansif yapısını da koruyacağını düşünmekteyiz.

2Q25 itibarıyla halka açık çimento şirketlerinin açıklanan bilançolarına kısaca baktığımızda faaliyet verilerinde geçtiğimiz yılın yüksek baz etkisinden kaynaklı satış ve karlılıkta hafif de olsa daralma görmekteyiz. Yılın ikinci yarısında olumlu seyrin devamını beklessek de fiyatlandırma stratejisi , Marmara ve Ege bölgesi satışlarını yakından takip edeceğiz. Bilançolara baktığımızda ;

LMKDC: Genel olarak baktığımızda güçlü sonuçları pozitif değerlendirmekteyiz. Geçtiğimiz yılların baz etkisi dışında güçlü finansal yapısı , sürdürülebilir güçlü kar marjlarını pozitif bulmaktayız. Şirketin bulunduğu konumun kendisine defansif bir yapı oluşturduğunu görürken , Şanlıurfa'da bulunan hazır beton santralinin 5+5 yıllığına kiralanıp hazır beton grubunda da faaliyet göstermesini yatırımını pozitif değerlendirmekteyiz.

OYAKC: Gelen beklenti üzeri bilançoyu sınırlı pozitif değerlendirmekteyiz. Deprem talebi sürse de baz etkisi ve ürün fiyatlandırması kaynaklı satış ve marjlarda daralma görmekteyiz. Yılın devamında faiz indiriminin inşaat sektörüne etkisiyle pozitif seyir beklerken , deprem bölgesinin pozitif etkisinin sürmesi , kentsel dönüşüm hikayesi gibi temaların sürdüğünü görmekteyiz. Şirketi beğenmeye devam ediyoruz ancak Marmara ve Ege bölgesi satışlarındaki sürecin takibi, ürün fiyatlamaları gibi süreçlerin izlenmesi için önerimizi TUT olarak bırakıp hedef fiyatımızı 29.52 TL'ye güncelledik.

CIMSA: Genel olarak baktığımızda beklentiye paralel sonuçları pozitif değerlendirmekteyiz. Mannok'un getirmiş olduğu pozitif etkinin devamını görürken önümüzdeki dönemde de deprem bölgesinin katalizör etkisinin sürmesini beklerken yılın ikinci yarısında ise faiz indirim patikasına girişle beraber hem sektörel canlılık hem de finansman giderlerinin etkisinin hafif de olsa azalmasıyla marjlarda iyileşmenin sürmesini beklemekteyiz. Şirketin önümüzdeki dönemde kademeli Net Borç/FAVÖK rasyosunun azalmasını ve normalleşme süreci içerisine girmesini beklemekteyiz.

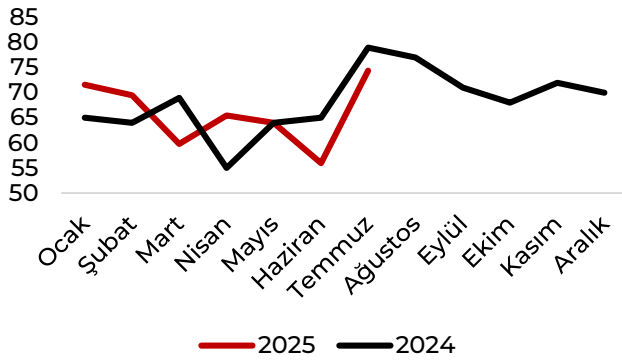
ENERJİ

Elektrik tüketim verilerine baktığımızda 2025 Temmuz ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %1.4 artış gösterirken Ocak-Temmuz döneminde ise %2.1 artış gösterdiğini ve tüketimin artış eğiliminin devamını görmekteyiz. Haziran ayına göre değişimde yaz etkisi sebebiyle %21'lik artış görmekteyiz.

Tüketimde ve üretimde artışın devamını görürken YEKDEM harici gerçekleşen elektrik fiyatlarına baktığımızda (PTF) 2Q24'ye göre %1.37 artış gözükürken , 2Q23'e göre ise %27.71 azalış görmekteyiz. 2025 Temmuz ayı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %5.8 azalış görmekteyiz. Özetle aylık değişimler olsa da yıl geneline baktığımızda Ocak – Temmuz ortalama fiyatlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yatay seyrederek 65.8 \$/MWh olarak gerçekleşmiştir.

Grafik-35: PTF (seviye, \$)

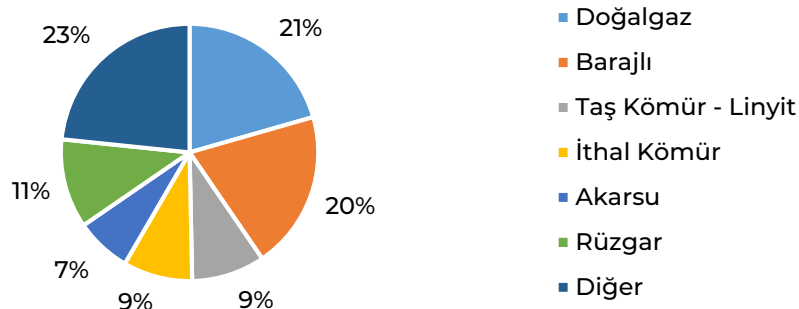
Tablo-7: Elektrik Tüketimi (seviye, MWh)



Toplam Elektrik Tüketimi MWh	2024	2025	%
OCAK	28,921,742	28,842,003	-0.3%
ŞUBAT	26,498,920	27,854,173	5.1%
MART	27,557,761	27,743,332	0.7%
NİSAN	24,062,283	25,673,349	6.7%
MAYIS	27,588,201	27,089,229	-1.8%
HAZİRAN	27,376,996	28,502,827	4.1%
TEMMUZ	34,105,892	34,584,916	1.4%
1Q25	82,978,423	84,439,508	1.8%
2Q25	79,027,480	81,265,405	2.8%
3Q25-DEVAM	34,105,892	34,584,916	1.4%
OCAK-TEMMUZ	196,111,795	200,289,829	2.1%

Türkiye'nin kurulu gücüne baktığımızda 1Q25 döneminde 117.885 MW olurken 2Q25 verilerine baktığımızda 119.377 MW olarak gerçekleştiğini ve %1.2'lik artış meydana geldiğini görmekteyiz. 2025 Temmuz ayı itibariyle 119.990MW kurulu güce ulaşırken artış %1.7 olarak meydana gelmiştir. Kurulu güç artışının dağılımlarına baktığımız zaman ağırlığın yeniden yenilenebilir enerjide olduğunu görmekteyiz. Rüzgar için kurulu güç %0.3 artışla 13.467 MW olarak gerçekleşirken. Doğalgaz-Kömür-Linyit dışı santrallerde ise(Rüzgar dahil) 2025 Temmuz itibariyle %13.5 artış ile 73.788 MW olarak gerçekleşmesini enerji dönüşümü çerçevesinde pozitif değerlendirmekteyiz.

Grafik-36: Kurulu Güç Dağılımı (seviye, %)



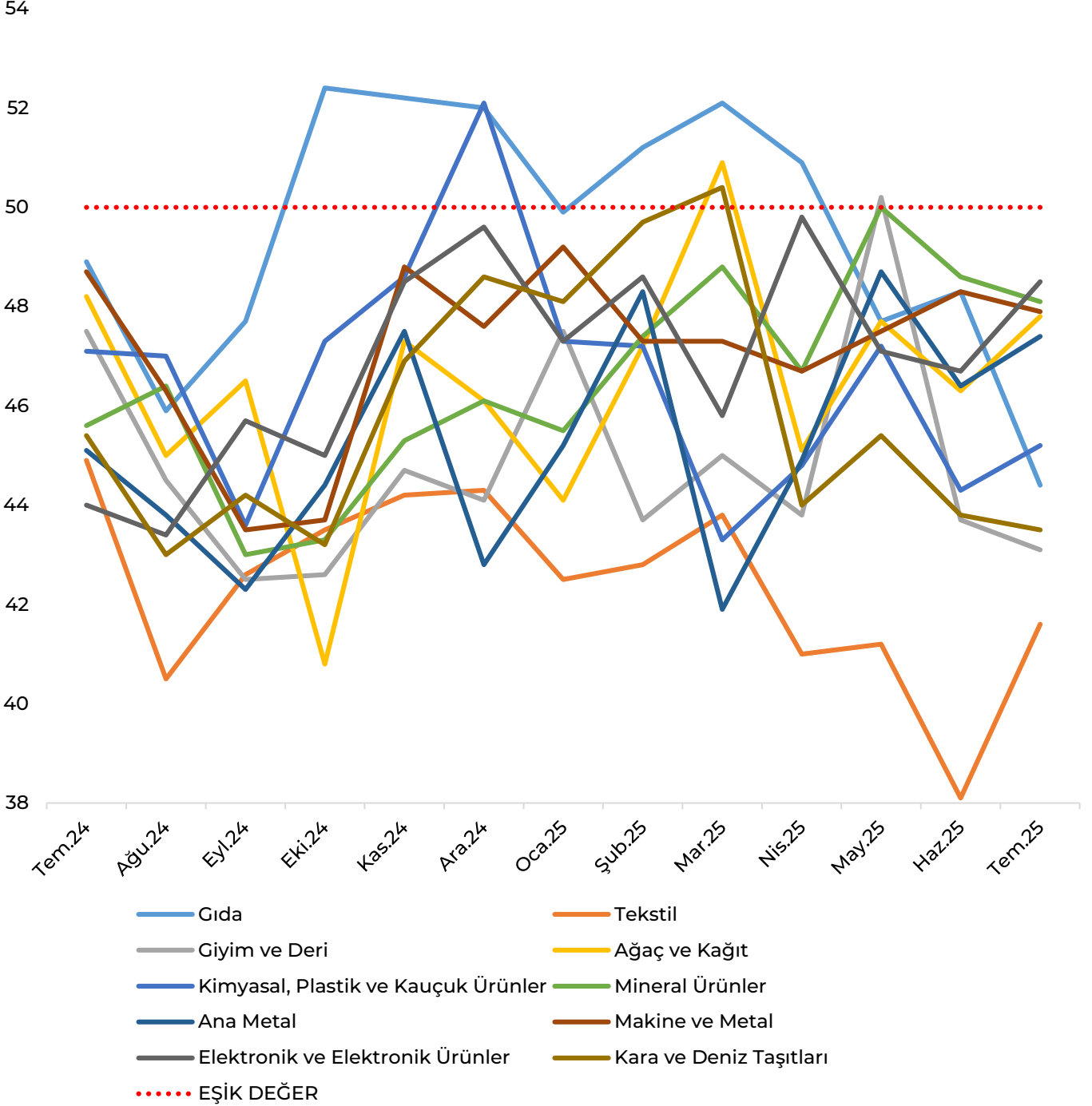
Şirket bazlı takip ettiğimiz 2025 Temmuz üretim verilerine baktığımızda dikkatimizi çekenler ise ;

- AKSEN 2025 Temmuz üretim verilerinde(525.049 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %2.2 azalış görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %1.8 artış görmekteyiz.
- AKENR 2025 Temmuz üretim verilerinde(243.839 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %43.1 azalma görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %36.5 azalma görmekteyiz.
- CANTE 2025 Temmuz üretim verilerinde(169.942 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %10 azalış görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %6 artış görmekteyiz
- AYEN 2025 Temmuz üretim verilerinde(54.336 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %27 azalış görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %37.9 azalış görmekteyiz.
- TATEN 2025 Temmuz üretim verilerinde(72.687 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %12.9 azalış görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %83.3 artış görmekteyiz.
- CATES 2025 Temmuz üretim verilerinde (188.065 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %7.1 azalış görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %15 artış görmekteyiz.
- ALARK 2025 Temmuz üretim verilerinde(967.968 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %0.1 artış görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %0.6 artış görmekteyiz.
- BIOEN 2025 Temmuz üretim verilerinde (42.161 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %11.4 azalış görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %16.8 azalış görmekteyiz.
- AYDEM 2025 Temmuz üretim verilerinde(179.494 MWh) ise 2024 Temmuz'a göre %5.2 artış görürken 2023 Temmuz ayına göre baktığımızda %24 azalış görmekteyiz

SANAYİ

Genel İmalat PMI Temmuz ayında enflasyonda aşağı yönlü eğilim olsa da ağırlıklı borçlanma maliyeti, rekabetin hızlanması ve artan faaliyet giderlerinin devamı eşliğinde 80 baz puan gerileyerek 45,9 olarak açıklandı. Yılın ikinci yarısında faiz indirim patikasının da desteğiyle görece toparlanma beklesek de Temmuz ayında da gördüğümüz üzere şirketlerin zorlandığı koşulun devamını görmekteyiz.

Grafik-37: PMI (Sektörel, 50 eşik değer)



GIDA sektörünün enflasyona paralel aşağı yönlü yumuşak iniş koşullarının devam ettiğini görmekteyiz. Enflasyon etkisiyle beraber kötü gidişata rağmen en güçlü kalan sektörler arasında olsa da Mart sonrasındaki süreçte aşağı yönlü eğilime girdiğini görmekteyiz. Aşağı yönlü eğilimin devam edeceğini düşünsek de GIDA – GIDA PERAKENDE sektörünün defansif yapısının korunduğunu düşünmekteyiz.

ANA METAL SANAYİ ise 2Q25 bilançolarına baktığımızda hafif de olsa marjlarda toparlanma görsek de zayıf seyrin devamını izlemekteyiz. Yılın ikinci yarısında ağırlıklı Çin odaklı ilerleyen sektörde ürün fiyatlarının artışı yönünde temkinli iyimserliğimizi korusak da net toparlanmanın küresel piyasalarda ve haliyle iç piyasada oluşmadığını görmekteyiz. Ana metal sanayi sektöründe emtia şirketi olan şirketlerden ziyade niş alanda iş yapan şirketlerin daha defansif olacağını düşünmekteyiz. (Örn. KCAER)

KİMYASAL, PLASTİK VE KAÜÇUK ÜRÜNLER ithalat yoğun sektörde 2Q25'de baktığımızda Çin dominasyonlu fiyatlandırmalarını sürdürdüğünü görmekteyiz. Sektör özelinde arz fazlası ve talep yönlü sorunların devamını görürken iç pazarda ise yılın ikinci yarısında temel sorunları bir kenara bırakırsak faiz indirim sürecinin de etkisiyle birlikte marjlarda toparlanma beklemekteyiz. Sektör için yumuşak iniş koşullarında normalleşmenin sürdüğünü görmekteyiz.

ELEKTRİK VE ELEKTRONİK sektöründe de yüksek faiz ortamının hem talep hem de üretimler açısından son etkilerini gördüğümüz sektörlerden birisi olsa da faiz indirim patikasının getirdiği normalleşme talep yönlü potansiyel artışlar eşliğinde diğer sektörlerle göre görece hızlı toparlanma beklediğimiz sektörler arasında değerlendirmekteyiz.

MODEL PORTFÖY

Tablo-8: Model Portföy

Şirket Kodu	Şirket Adı	Portföye Giriş Tarihi	Portföy Giriş Fiyatı	Son Fiyat	Hedef Fiyat	Potansiyel	Ağırlık
AKSEN	Aksa Enerji	11.06.2025	34,02	43,02	64,3	49,47%	12%
ALBRK	Albaraka Türk	11.06.2025	7,35	8,21	11,97	45,80%	9%
ARMGD	Armada Gıda İndeks	11.06.2025	35,76	34,04	59,88	75,91%	11%
INDES	Bilgisayar	11.06.2025	6,45	8,16	13,53	65,81%	8%
MAVI	Mavi Giyim	11.06.2025	32,70	40,28	69,2	71,80%	11%
MGROS	Migros Ticaret	11.06.2025	498,00	494,25	761	53,97%	13%
THYAO	Türk Hava Yolları	11.06.2025	291,00	331,00	498,5	50,60%	14%
TSKB	T.S.K.B.	11.06.2025	11,91	13,64	20,14	47,65%	11%
TURSC	Türkiye Sigorta	11.06.2025	8,17	9,76	15,93	63,22%	11%

PORTFÖY GETİRİ
RÖLATİF GETİRİ

13,95%
1,63%

Model portföy özelinde herhangi bir revizyona gitmemekle birlikte model portföye dair esas güncellememizi bilanço döneminin tamamlanmasının ardından yapmayı planlamaktayız.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ**İletişim Bilgileri:**

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
☎ +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

ARAŞTIRMA KAPSAMIMIZ – HEDEF FİYATLI

KOD	Şirket Adı	Tavsiye	Hedef Fiyat	Potansiyel
ANHYT	Anadolu Hayat Emek.	AL	181,78	121,68%
HALKB	T. Halk Bankası	AL	50,96	86,94%
ARMGD	Armada Gıda	AL	59,88	75,09%
MAVI	Mavi Giyim	AL	69,2	71,12%
TURSG	Türkiye Sigorta	AL	15,93	67,33%
İNDES	İndeks Bilgisayar	AL	13,53	67,24%
ANSGR	Anadolu Sigorta	AL	36,02	60,09%
MGROS	Migros Ticaret	AL	761	53,35%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	498,5	50,60%
AKSEN	Aksa Enerji	AL	64,3	49,81%
TSKB	T.S.K.B.	AL	20,14	49,19%
AVPGY	Avrupakent GMYO	AL	93,31	47,41%
ALBRK	Albaraka Türk	AL	11,97	45,27%
AGESA	AGESA Hayat Emeklilik	AL	237,83	44,49%
GARAN	Garanti Bankası	AL	206,23	44,32%
RGYAS	Rönesans Gayrimenkul Yat.	AL	200,44	44,20%
MRGYO	Martı GMYO	AL	4,2	43,34%
EKGYO	Emlak Konut GMYO	AL	26,89	40,42%
SNGYO	Sinpaş GMYO	AL	6,2	39,01%
VAKBN	Vakıflar Bankası	AL	36,77	34,89%
AKGRT	Aksigorta	AL	8,71	32,77%
TRGYO	Torunlar GMYO	AL	95,08	31,14%
ISGYO	İş GMYO	AL	24,26	28,70%
ISCTR	İş Bankası (C)	TUT	18,65	28,44%
AKBNK	Akbank	TUT	84,43	25,64%
YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.	AL	39,51	21,05%
OYAKC	Oyak Çimento	TUT	28,3	17,82%