

Gedik Yatırım Strateji Raporu

9 Ekim 2025

Dirençli Enflasyon Ortamında Diplomasi Desteği

Gedik Yatırım

Strateji Raporu: Öne Çıkan Başlıklar



Ekonomik Görünüm

25 Eylül'deki Beyaz Saray görüşmesi, tarafların uzun süredir mesafeli seyreden ilişkilerini yeniden canlandırmaya yönelik bir diplomatik normalleşme çabalarına işaret ediyor. Zirveyi, Türk varlıkları açısından, kısa vadeli bir güven ve risk iştahı katalizörü olarak değerlendiriyoruz.

Enflasyon

%3,23 ile beklentilerin üzerinde gelen Eylül enflasyonu gıda enflasyonundan kaynaklanmış görünmekle birlikte genele yayılan bir bozulma eğilimi var.

Para Politikası

TCMB'nin enflasyonda belirgin bozulma olması durumunda sıkılaştırma yapılacağı yönlendirmesi de dikkate alındığında, Ekim'de faiz indirimlerine ara verilme ihtimalinin arttığını değerlendiriyoruz.

TCMB Aralık'ta faiz indirim sürecine geri dönerek politika faizini sene sonunda %39,0-39,5 civarına çekebilir.

2026 için %24'lük (geçici) enflasyon tahminimize göre politika faizinin de 2026 sonunda %30 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

DİBS Faizleri

ABD ile ilişkilerdeki iyileşmeye de bağlı olarak risk primindeki gerileme, daha yavaş faiz indirim sürecine rağmen, bir noktada DİBS faizlerinde aşağı yönlü bir eğilimi destekleyebilir. Hazine'nin yüksek borçlanma ihtiyacı ise düşüşleri sınırlandıracaktır.

Piyasalara Dair Beklentiler

Takibimizdeki şirketlerde ilk yarıda %48 net kar, %2 FAVÖK daralması yaşandı. 2025 için reel olarak %1 net kar, %5 FAVÖK artışı beklemekteyiz. Bu da karlılıklar açısından 2025 yılının ikinci yarısının birinci yarıya nazaran daha yüksek seyredeceğine işaret ediyor.

Bankacılık sektöründeki net kar büyüme tahminimiz %12 iken, sanayi şirketleri için yüzde -7%'dir.

Orta vadede öne çıkarmak istediğimiz sektörler; bankacılık, gıda perakendeciliği, beyaz eşya (Arçelik), gıda, seçici olarak taahhüt, havacılık ve telekomünikasyon.

BIST-100 Endeks hedef değerimiz %37.5'lik yükselme potansiyeliyle 14,760 (Önceki: 13,422).

Hedef değerler bankacılık sektöründe %36, sanayi sektörlerinde %33 ve holdinglerde %61 yükselme potansiyeline işaret ediyor.

2025 sonu:

TÜFE beklentisi: %32
MB faizi beklentisi: %39
\$/TL beklentisi: 44,50

2026 sonu:

TÜFE beklentisi: %24
MB faizi beklentisi: %30
\$/TL beklentisi: 53,50

Varlık Dağılımı

Varlık Sınıfı	Finansal Ürün	Ağırlık
Borsa İstanbul	Gedik Model Portföy	50%
DİBS - TL REF Endeksli	TRT040729T14 - TRT170528T12	20%
DİBS- Kısa/Orta Vade	TRT120929T12 - TRT021030T18	15%
DİBS - Uzun Vade	TRT050935T13 - TRT270934T18	5%
Mevduat /PPF /Hazine Bonosu	IRY / TRB170626T13	10%

Model Portföy

#ARCLK (Arçelik)	#SAHOL (Sabancı Holding)
#CCOLA (Coca-Cola İçecek)	#TABGD (Tab Gıda)
#DOHOL (Doğan Holding)	#TAVHL (TAV Havalimanları)
#ENKAI (ENKA İnşaat)	#TSKB (Türkiye Sınai Kalkınma Bank.)
#GWIND (Galata Wind Enerji)	#THYAO (Türk Hava Yolları)
#KCHOL (Koç Holding)	#TCELL (Turkcell)
#MGROS (Migros)	

Hisse Tavsiye Değişikliklerimiz

Endeks Üzerinde Getiri'ye yükselenler: Koza Altın, Koza Anadolu, Medicalpark, Türk Telekom

Endekse Paralel Getiri'ye düşenler: Akbank, İş Bankası, Yapı Kredi Bankası, Orge Enerji

Endeks Altında Getiri'ye düşenler: Türk Traktör

ABD ile ilişkilerde normalleşme sinyalleri ile risk priminde görülen düşüşler portföy girişlerini destekleyebilir

- **Risk priminde düşüş:** 25 Eylül'deki Beyaz Saray görüşmesi, uzun süredir mesafeli seyreden ABD-Türkiye ilişkilerini yeniden canlandırmaya yönelik bir diplomatik normalleşme çabalarına işaret ediyor. Zirveyi, Türk varlıkları açısından kısa vadeli bir güven ve risk iştahı katalizörü olarak değerlendiriyoruz. Bu etki, halihazırda daralan CDS spreadleri ve gerileyen Eurobond getirilerinde kendini göstermeye başladı. Bu olumlu havanın önümüzdeki günlerde hisse senetleri ve TL cinsi tahvillere de yansması, ayrıca TCMB'nin güçlü portföy girişleri ve carry-trade pozisyonları yoluyla TCMB'nin döviz piyasasında istikrarı koruma çabalarına destek olması beklenebilir.
- **Sermaye girişleri:** Son dönemde sermaye girişlerinin hızlı bir şekilde devam etmesi, Türk Lirası'nda istikrarın korunmasına yardımcı olmaya devam ediyor. Swap kanalından girişlerin (carry-trade büyüklüğünün) 45 milyar \$'a yaklaştığını tahmin ediyoruz. Portföy yatırımları tarafında, DİBS'lerden 19 Mart sonrasında yaşanan 9,3 milyar \$'lık çıkışın 6,7 milyar \$'ının geri geldiği görülüyor.
- **Döviz rezervleri:** 19 Mart sonrasında 66 milyar \$'dan Nisan sonunda 14 milyar \$'a gerileyen swap hariç rezervler, altın rezervlerindeki değerlenmenin de yardımıyla 57 milyar \$'a kadar yükseldi. Son dönemde altın fiyatlarındaki yükselişin TCMB rezervlerine 15 milyar \$'a yakın yardımı olduğunu hesaplıyoruz.
- **Dolarizasyon eğilimi:** Döviz talebinde kısmi bir güçlenme olsa da, dolarizasyon eğiliminde endişe verici bir artış gözlemlenmiyor. 2025 başından itibaren artış eğilimine giren döviz mevduatlarında son dönemde yatay bir seyir izleniyor. Bununla beraber, döviz mevduatlarında sene başına göre 18 milyar \$'lık bir artış var. 2024 başında 25 milyar \$, 2025 başında da 45 milyar \$ seviyesindeki döviz cinsi yatırım fonlarının büyüklüğü 72 milyar \$'a ulaşmış durumda. Yatırım fonlarını da dahil ederek hesapladığımız dolarizasyon oranı %42 seviyelerinde yatay seyretmeye devam ediyor, ki bu oran, 2023 yılı ortalarında %70'e kadar yükselmişti. Bu arada, döviz cinsi krediler ise TCMB'nin kredi sınırlamalarına rağmen artmaya devam ediyor.

Faiz indirim süreci kısa vadedeki yavaşlamaya karşın 2026 yılında devam edebilir

- **Enflasyon ve para politikası:** %3,23 ile beklentilerin oldukça üzerinde gelen Eylül TÜFE enflasyonu sonrası yıllık enflasyon TCMB'nin çizdiği patikanın dışına çıkmış görünüyor. Bu durumda, TCMB'nin 11 Eylül'deki PPK toplantısında yaptığı enflasyonda belirgin bozulma olması durumunda sıkılaştırma yapılacağı yönlendirmesi de dikkate alındığında, 23 Ekim'deki toplantıda faiz indirimini gerekçelendirmek oldukça zorlaşmış durumda. Dolayısıyla, bu veri sonrasında TCMB'nin Ekim'de faiz indirimlerine ara verme ihtimalinin arttığını değerlendiriyoruz.
- Öngördüğümüz enflasyon patikasına göre (TÜFE enflasyonu seneyi %32'ye yakın kapatacak gibi duruyor), TCMB Aralık ayında faiz indirim sürecine (100-150 baz puanlık bir adımla) geri dönmek isteyebilir. Bu durumda politika faizi sene sonunda %39,0-39,5 gibi bir seviyede olabilir. Bu daha önce öngörülenden daha yavaş bir faiz indirim sürecine işaret ediyor.
- 2026 için %24'lük (geçici) enflasyon tahminimize göre politika faizinin de %30 seviyesine gerilemesini bekliyoruz (2025 sonuna göre kabaca 900 baz puan indirim).
- **Tahvil faizleri:** ABD ile ilişkilerdeki iyileşmeye de bağlı olarak risk primindeki gerileme, daha yavaş faiz indirim sürecine rağmen, bir noktada DİBS faizlerinde aşağı yönlü bir eğilimi destekleyebilir. Hazine'nin yüksek borçlanma ihtiyacı ise faizlerdeki düşüşleri sınırlayabilir.
- **GSYH Büyümesi:** Son dönemde TCMB'nin belirttiğinin aksine tüketimde çok sınırlı bir yavaşlama olduğunu değerlendiriyoruz. Yılın 2. yarısında da %3,0-3,5 civarında bir büyümenin gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu da tüm yıl büyümesinin %3,5 civarında kalmasını sağlayacaktır.
- **Merkezi Bütçe:** Son dönemde faiz dışı dengede kayda değer bir iyileşme eğilimi izlenmekle birlikte, yüklü faiz harcamaları bütçe açığındaki iyileşmeyi kısıtlıyor. Son olarak, Eylül başında yayınlanan OVP'de 2026 yılına ilişkin faiz harcama projeksiyonu 2,28 trilyon TL'den 2,74 trilyon TL'ye revize edildi. 2025 yıl sonu bütçe açığı projeksiyonu da 1,9 trilyon TL'den (GSYH'nin %3,1'i) bizim tahminimizle tamamen uyumlu olarak 2,2 trilyon TL'ye (GSYH'nin %3,6'sı) yükseltildi.

Faiz indirim döngüsünün devamı orta vadede borsaya destekleyici olabilir

- Yılbaşından beri BIST100 Endeksi ABD doları bazında %4,4 değer kaybederken, Lira bazında %10 yükseldi. MSCI EM endeksine göre de %27 geride kalıp, 9 aylık enflasyon baz alındığında yaklaşık %15.5'lük negatif reel getiri sağladı.
- Şirketler ise 2024'ün ilk çeyreğinin sonundan bu yana giderek daha zor bir faaliyet dönemi geçirdi. Ancak, daha önceki raporlarda da belirttiğimiz üzere, şirket faaliyetlerinde yılın ikinci yarısında en kötünün geride kalma işaretlerini görmemiz muhtemeldir.
- Dolayısıyla, yurtiçi ve bölgesel politik risk primi seyirlerine bağlı olarak, faiz düşüş döngüsü ile beraber, risk primlerindeki olası düşüşler, düşük bazın da yardımı ile, önümüzdeki dönemde şirket karlılıklarına destek verebilir.
- Halka açık şirketler 2024 yıl sonunda reel anlamda %50 net kar daralması ve %14 FAVÖK daralması yaşadı. Takibimizdeki isimler ise 2025 yılının ilk 3 ayında Y/Y'a %76 net kar FAVÖK'te ise %16 daralması gerçekleşmişti. İlk 6 ayın sonunda ise net kar daralması %48'e FAVÖK daralması da %2'ye gerilemiş durumda. Daralmanın ana nedenleri olarak azalan alım gücü, talebe bağlı ürün fiyat artışlarının sınırlanması ve göreceli güçlü kalan TL ve zayıf global ekonomik aktivite nedeni ile sınırlanan ihracat gelirleri sayılabilir. Ancak daralmadaki azalış dikkat çekici.
- 2025 için reel olarak %1 net kar, %5 FAVÖK artışı beklemekteyiz. Bu da karlılıklar açısından 2025 yılının ikinci yarısının birinci yarıya nazaran daha yüksek seyredeceğine işaret ediyor. Bu bağlamda bankacılık sektöründeki net kar büyüme tahminimiz %12 iken, sanayi şirketleri için yüzde %7 daralma beklemekteyiz.
- 2025 yılında sektörel bazda reel kar performansı ve değerlemeler göz önüne alındığında, öne çıkarmak istediğimiz sektörler, orta vadede bankacılık, gıda perakendeciliği, beyaz eşya (Arçelik), gıda, seçici olarak taahhüt, havacılık ve telekomünikasyon sektörleridir.

BIST-100 Endeks hedef değerimiz %37.5'lik yükselme potansiyeliyle 14,760 (Önceki: 13,422). Bu bağlamda, hedef değerler bankacılık sektöründe %36, sanayi sektörlerinde %33 ve holdinglerde %61 yükselme potansiyeline işaret ediyor.

- Reel bazda (2025/2026) kar büyüme beklentilerimizi ülkeler arası büyüme ve çarpanlara harmanladığımızda Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran iskontolu çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. 2025 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ FK çarpanlarına %25, FD/FAVÖK çarpanlarına göre de %20 civarı iskontoda gözükmektedir. Öte yandan, iç ve dış siyasi risk priminin azalması halinde ve 2026 yılında baz senaryomuzdaki kar büyümeleri sağlanabilirse iskonto %50'lere yaklaşmakta, ve BIST'in olası potansiyelini göstermektedir.
- Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimizi 31-34. sayfalarda görebilirsiniz.
- **Koza Altın, Koza Anadolu, Medikal Park ve Türk Telekom** için tavsiyemizi «Endekse Paralel Getiri»'den «Endeks Üzerinde Getiri»'ye yükseltirken, **Akbank, İş Bankası, Yapı Kredi, ve Orge** içinse «Endeks Üzerinde Getiri»'den «Endekse Paralel Getiri»'ye indiriyoruz. **Türk Traktör** içinse tavsiyemizi «Endekse Paralel Getiri»'den «Endeksin Altında Getiri»'ye indiriyoruz.
- **Model portföyümüzdeki şirketler:** Arçelik, Coca Cola İçecek, Doğan Holding, Enka İnşaat, Galata Wind, Koç Holding, Migros, Sabancı Holding, Tab Gıda, Tav Havalimanları, TSKB, Türk Hava Yolları, Turkcell. Detaylı liste ve açıklamalar 36. sayfa ve sonrasında mevcuttur.

Strateji Raporu İçerik

- Ekonomik Görünüm
- Varlık Dağılımı Önerileri
- Piyasalara Dair Beklentiler
- Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri
- Model Portföy ve Hisse Önerileri



Ekonomik Görünüm: Özet



Baz makro senaryomuza ilişkin varsayımlarımız ve tahminlerimiz...

		2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
USD/TL	Dönem sonu	13.33	18.70	29.44	35.28	44.50	53.50
	Dönem ortalaması	8.89	16.62	23.77	32.81	39.72	49.25
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	36.1%	64.3%	64.8%	44.4%	32.0%	24.0%
	Dönem ortalaması	19.6%	72.3%	53.9%	58.5%	35.1%	27.3%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	31.9%	51.3%	70.2%	45.3%	32.0%	25.9%
	Dönem ortalaması	18.3%	57.0%	58.3%	59.8%	35.2%	28.6%
10-yıllık Tahvil	Dönem sonu	24.6%	10.6%	26.6%	29.9%	29.5%	23.5%
	Dönem ortalaması	17.6%	18.3%	18.4%	28.3%	31.0%	26.5%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	14.00%	9.04%	40.00%	47.50%	39.00%	30.00%
	Dönem ortalaması	17.6%	12.7%	20.0%	48.8%	43.9%	34.4%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	11.0%	5.6%	4.5%	3.2%	3.5%	3.2%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	7,209	15,007	26,260	44,256	61,536	80,777
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	810	893	1,092	1,343	1,544	1,635
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-2.7%	-0.9%	-5.2%	-5.0%	-3.5%	-3.4%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.2%	1.1%	-2.7%	-2.6%	-0.3%	-0.4%
Cari Denge	Milyar \$	-7.3	-48.7	-45.5	-10.1	-22.0	-29.0
	GSYH'ye oranı	-1.7%	-5.5%	-4.2%	-0.7%	-1.4%	-1.8%

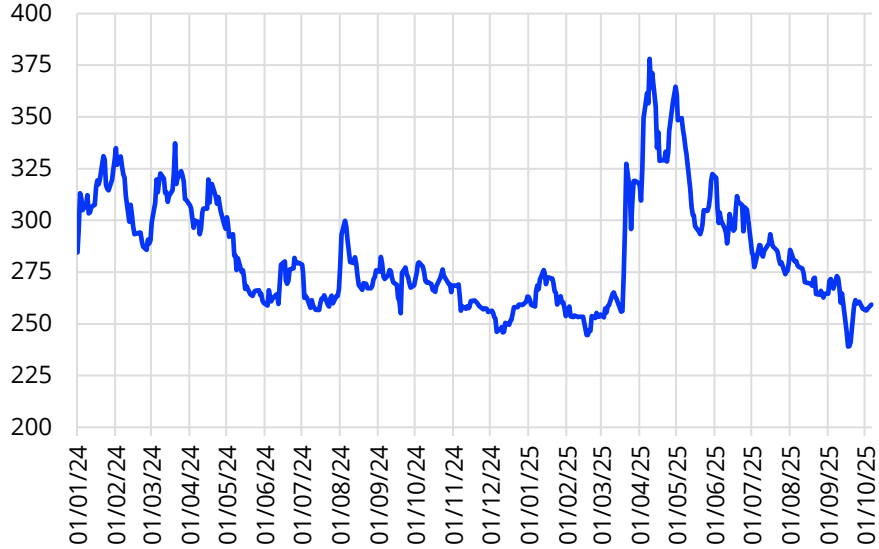
Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

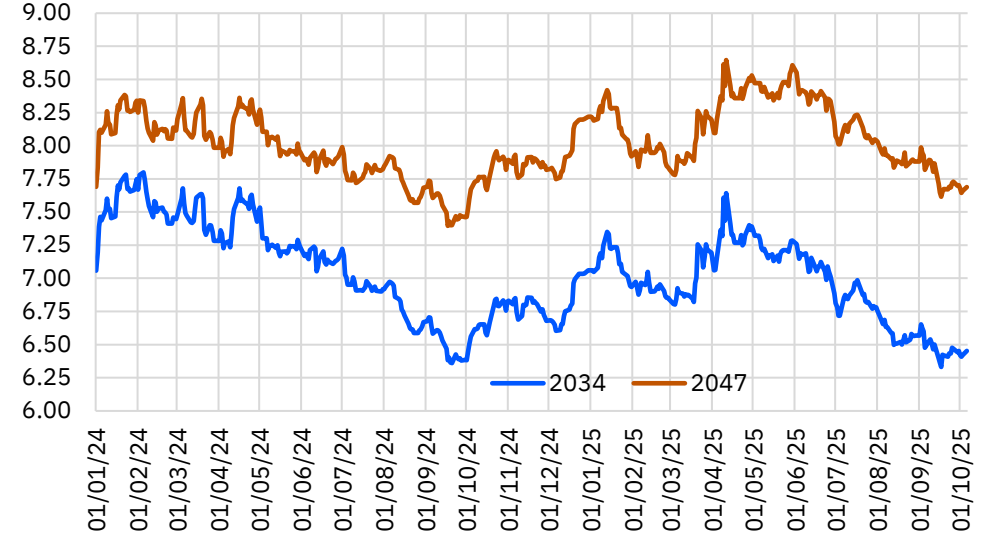


ABD ile ilişkilerde normalleşme sinyalleri risk priminde düşüşleri beraberinde getirdi

CDS Spread



2034 ve 2047 Vadeli Eurobond Faizleri (%)



- Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan, 25 Eylül'de altı yıl aradan sonra ilk kez Beyaz Saray'ı ziyaret ederek ABD Başkanı Donald Trump ile bir araya geldi. Beyaz Saray görüşmesi, tarafların uzun süredir mesafeli seyreden ilişkilerini yeniden canlandırmaya yönelik bir diplomatik normalleşme çabalarına işaret ediyor. **Zirveyi, Türk varlıkları açısından kısa vadeli bir güven ve risk iştahı katalizörü olarak değerlendiriyoruz.**
- Bu etki, halihazırda daralan CDS spreadleri ve gerileyen Eurobond getirilerinde kendini göstermeye başladı.
- **Bu olumlu havanın önümüzdeki günlerde hisse senetleri ve TL cinsi tahvillere de yansması, ayrıca TCMB'nin güçlü portföy girişleri ve carry-trade pozisyonları yoluyla TCMB'nin döviz piyasasında istikrarı koruma çabalarına destek olması beklenebilir.**

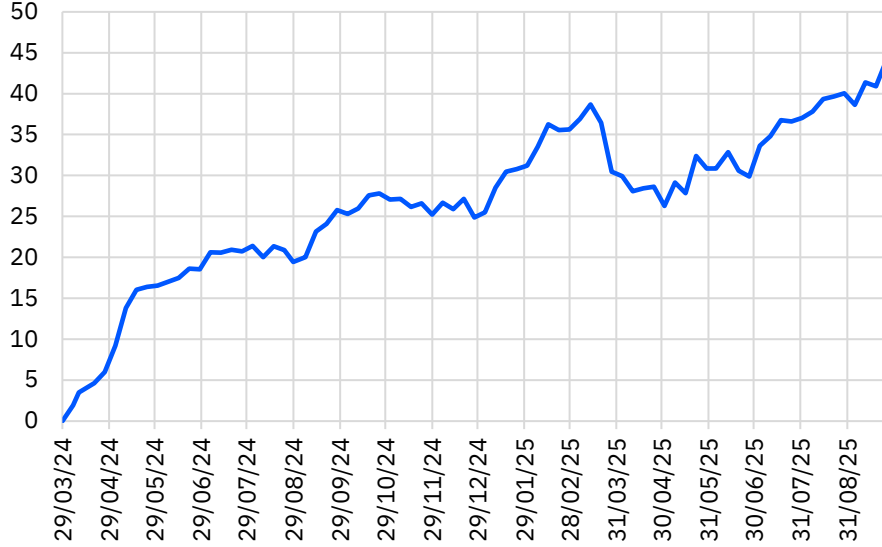
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

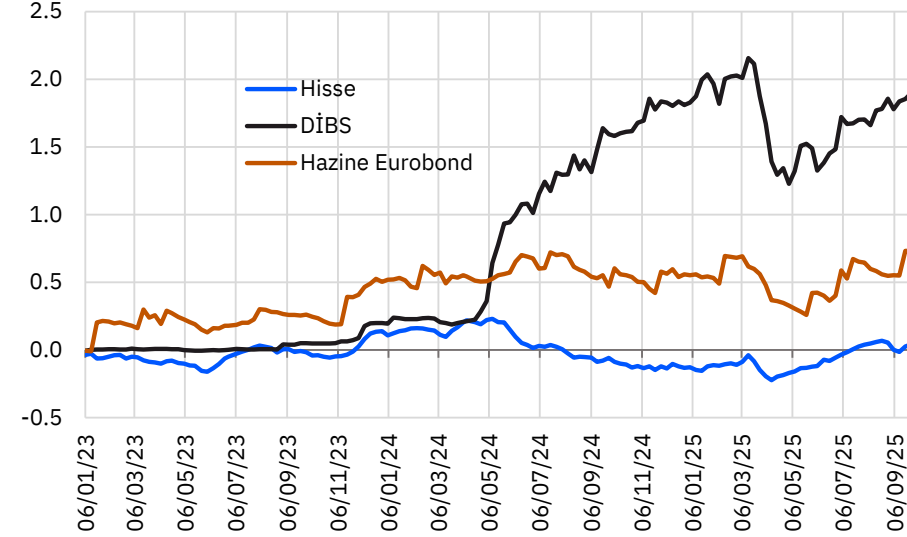


Yabancı sermaye girişleri belli dönemler kesintiye uğrasa da sürüyor

Swap Kanalından Tahmini Girişler (Carry-trade), Kümülatif (Milyar \$)



Yurtdışı Yerleşiklerin Portföy Hareketleri, Kümülatif



- Swap kanalından girişlerin (carry-trade büyüklüğünün) 45 milyar \$'a yaklaştığı tahmin ediliyor. 19 Mart sonrasında kabaca 12 milyar \$'lık çıkış yaşandıktan sonra Mayıs başından bu yana 18 milyar \$'a yakın giriş olduğunu tahmin ediyoruz.
- Portföy yatırımları tarafında, DİBS'lerden 19 Mart sonrasında 9,3 milyar \$'lık çıkış yaşanmıştı. Bunun 6,7 milyar \$'ı geri gelmiş görünüyor.
- Hisse senetlerine ise 11 Nisan – 22 Ağustos arası 1 hafta hariç her hafta yabancı girişi yaşandı ve kümülatif giriş 3 milyar \$'a ulaştı. Takip eden 3 haftada 838 milyon \$'lık çıkışın ardından geçen 2 haftada 566 milyon \$'lık giriş oldu.

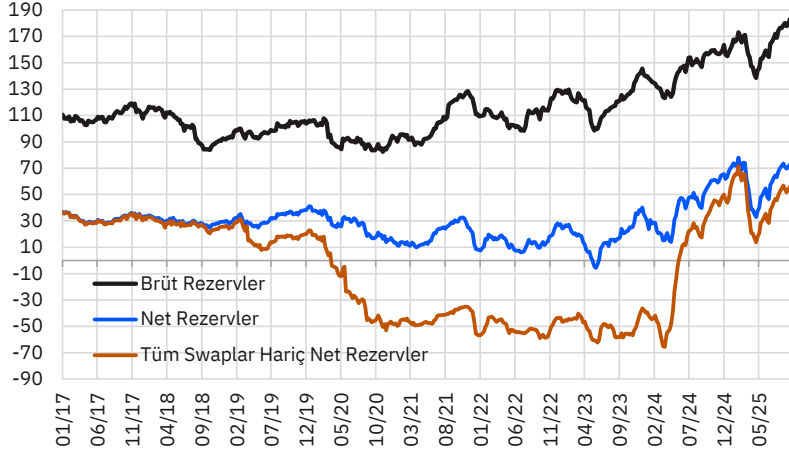
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

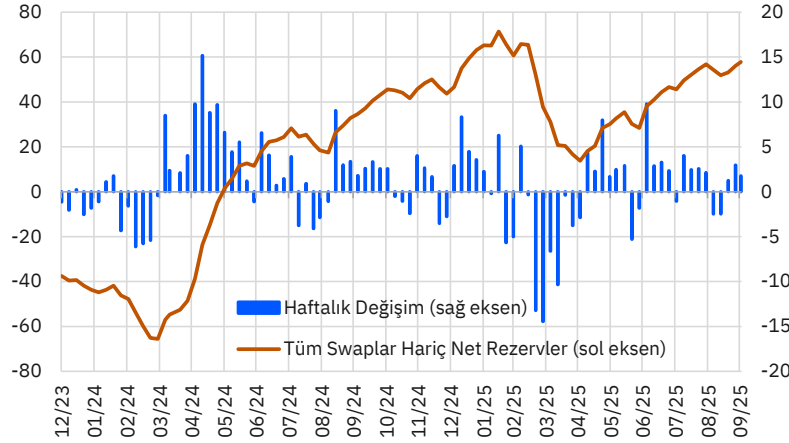


TCMB rezervlerindeki toparlanma Eylül başındaki satışların ardından devam ediyor

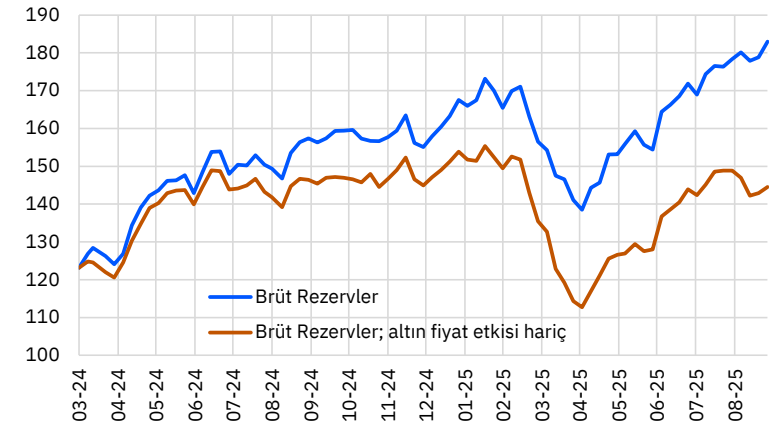
Uluslararası Rezervler (Milyar \$)



Swap Hariç Net Rezervler (Milyar \$)



Brüt Rezervler; Altın Fiyat Etkisi Hariç (Milyar \$)



- Rezervlerde Mayıs başından beri toparlanma eğilimi sürüyor. 19 Mart sonrasında 66 milyar \$'dan Nisan sonunda 14 milyar \$'a gerileyen swap hariç rezervler 57 milyar \$'a kadar yükseldi.
- Bu dönemde altın fiyatlarındaki yükselişin MB rezervlerine 15 milyar \$'a yakın yardımı oldu.
- CHP'nin İstanbul Kongresi'nin iptali sonrasındaki 2 haftada döviz rezervleri 5 milyar \$ azaldı (altın etkisi dışlandığında bu düşüş 10 milyar \$'a ulaşmıştı). Son dönemde ise yeniden artış eğilimine girildi; son 3 haftalık dönemde swap hariç rezervlerde yaklaşık 6 milyar \$'lık artış yaşandı.

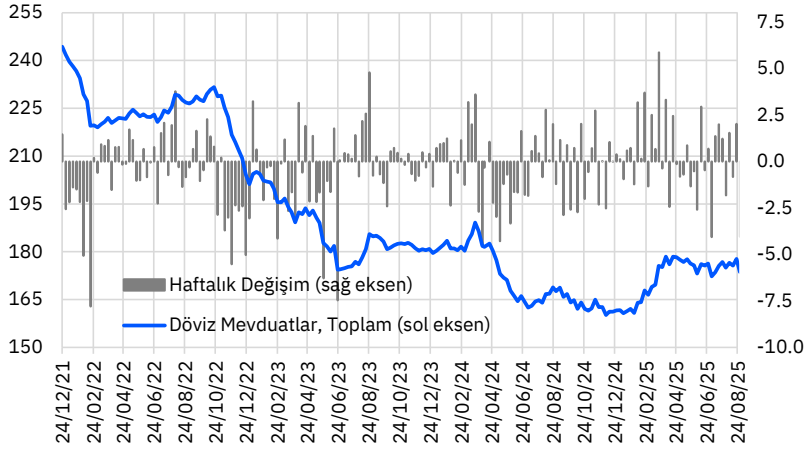
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

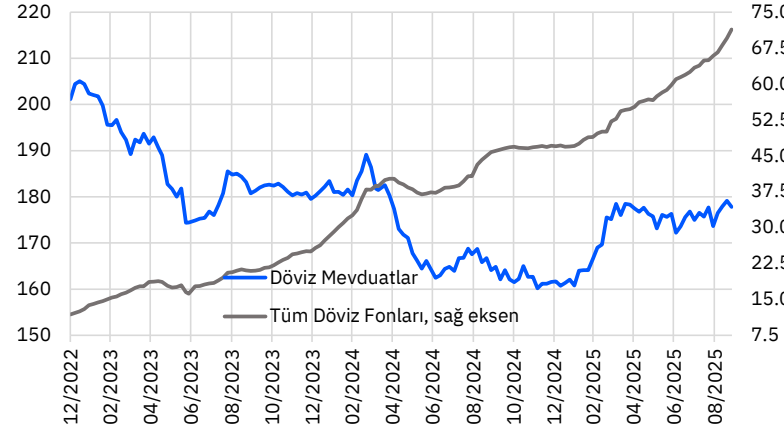
Dolarizasyon eğiliminde endişe verici bir hızlanma yok



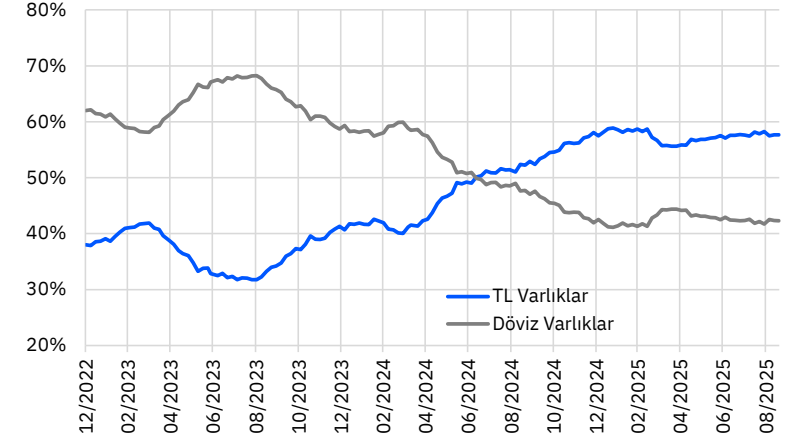
Döviz Mevduatlar (Milyar \$), parite etkisinden arındırılmış



Döviz Cinsi Yatırım Fonları (Milyar \$)



Dolarizasyon (Yatırım Fonları Dahil)



TL Varlıklar: KKM Hariç TL Mevduat + Para Piyasası Fonları
Döviz Varlıklar: KKM Dahil Döviz Mevduat + Serbest Döviz Fonları

- 2025 başından itibaren artış eğilimine giren döviz mevduatlarında son dönemde yatay bir seyir izleniyor. Bununla beraber, döviz mevduatlarında sene başına göre 18 milyar \$'lık bir artış var.
- 2024 başında 25 milyar \$, 2025 başında da 45 milyar \$ seviyesindeki döviz cinsi yatırım fonlarının büyüklüğü 72 milyar \$'a ulaşmış durumda.
- **Yatırım fonlarını da dahil ederek hesapladığımız dolarizasyon oranı %42 seviyelerinde yatay seyretmeye devam ediyor. Bu oran, 2023 yılı ortalarında %70'e kadar yükselmişti.**
- Bu arada, döviz cinsi krediler ise, TCMB'nin kredi sınırlamalarına rağmen artmaya devam ediyor. 2023 ortalarında 130 milyar \$'a gerileyen döviz cinsi krediler halihazırda 195 milyar \$'a yaklaşmış durumda.

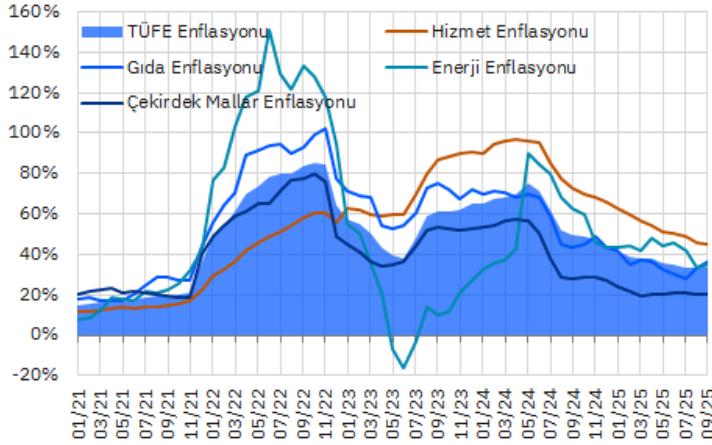
Kaynak: TCMB, Fonbul, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

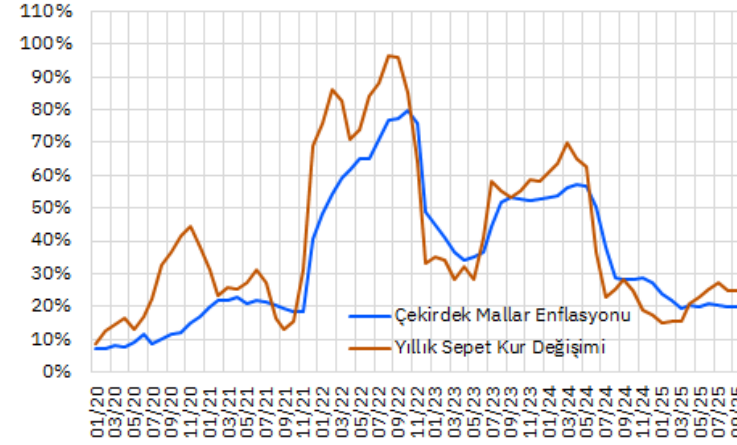


TÜFE enflasyonu Temmuz ve Ağustos aylarının ardından Eylül'de de beklentileri aştı

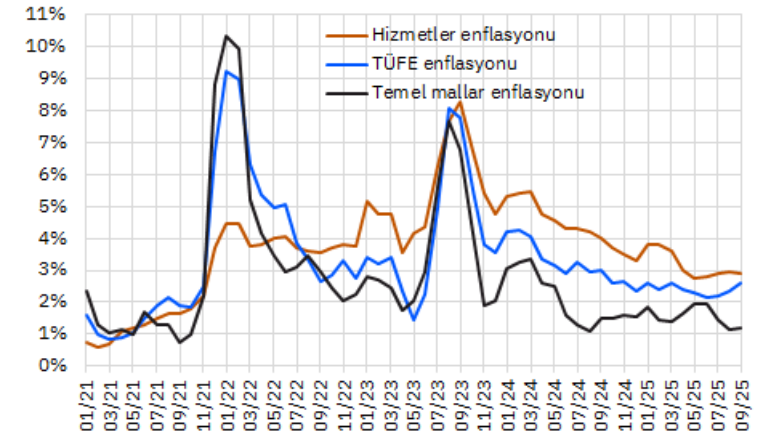
TÜFE Enflasyonu Ana Kalemler, Yıllık



Sepet Kur Değişimi - Temel Mallar Enflasyonu, Yıllık



Mevsimsellikten Arındırılmış Enflasyon, 3-Aylık Ort.



- Eylül ayı TÜFE enflasyonu %2,50'lik medyan piyasa beklentisi ve %2,65'lik tahminimizin oldukça üzerinde **%3.23** seviyesinde gerçekleşirken, yıllık TÜFE enflasyonu %33,0'ten %33,3'e yükseldi. Böylece Mayıs 2024'teki %75,5 zirvesinden başlayana düşüş süreci bu ay sekteye uğramış oldu. Beklentinin üzerindeki gerçekleşme temelde %4,6 seviyesinde açıklanan gıda enflasyonundan kaynaklanmakla birlikte genele yayılan bir bozulma eğilimi var. Örneğin, hizmet enflasyonunda katılığın mevsimsel faktörlerin (örneğin eğitim kalemi) de etkisiyle sürdüğünü ve aylık %4,1 seviyesinde gerçekleştiğini görüyoruz. Yıllık bazda, hizmet enflasyonu (%44,7) ile temel (çekirdek) mallar enflasyonu (%19,9) arasındaki derin ayrışma ise devam ediyor.
- Gıda enflasyonu sebze-meyvede gelmesi muhtemel kış zamları ile birlikte önümüzdeki aylarda da yüksek seyredebilir. Giyim enflasyonunun mevsimsel olarak en yüksek gerçekleştiği ayın Ekim olması (Ekim 2023: %14,0, Ekim-2024: %14,6) dikkate alındığında, Ekim'de bu kalemden ciddi bir katkı (%1 puana yakın) gelebilir. Buna göre, Ekim TÜFE enflasyonu %2,5-3,0 aralığında gerçekleşebilir.
- Ekim enflasyonunun %2,5 veya üzerinde gerçekleşmesi halinde, 10-aylık kümülatif enflasyon %28,5-29,0 aralığına ulaşmış olacak. Bu da, TCMB'nin tahmin aralığının (%25-29) üst bandına yılın bitmesine daha 2 ay varken çok yaklaşılması anlamına geliyor. **Kasım ve Aralık aylarında aylık enflasyon yeniden %2,0'nin altına gerilese de, sene sonu TÜFE enflasyonunun %32 civarında gerçekleşmesi muhtemel görünüyor.**
- **2026 yılına ilişkin makro tahminlerimizi daha sonra gözden geçirmekle birlikte, mevcutta 2026 sonu TÜFE enflasyonunu %24 olarak (%20-21 civarındaki piyasa beklentilerinin bir miktar üzerinde) öngörüyoruz.**

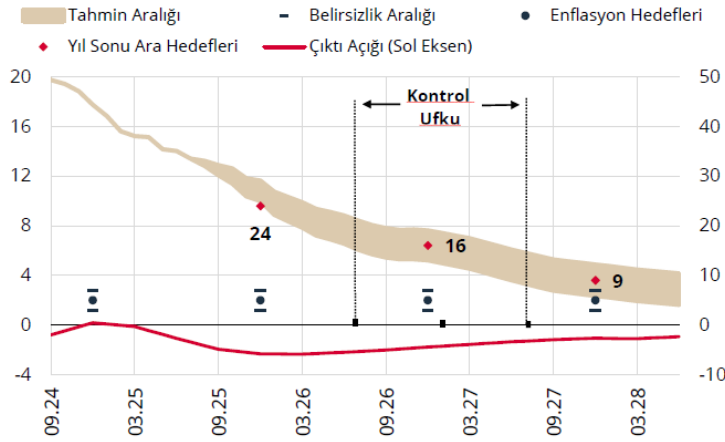
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm



TCMB'nin Kasım'da 2025 sonuna ilişkin tahminini yukarı yönlü güncellemesi gerekecek gibi görünüyor

TCMB'nin Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



TCMB'nin Temel Varsayımlarındaki Güncellemeler

	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0 (1,9)	2,3 (2,1)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	69,8 (65,8)	64,4 (60,6)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,3 (-1,1)	-1,3 (-1,3)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,5 (26,5)	17,0 (13,5)

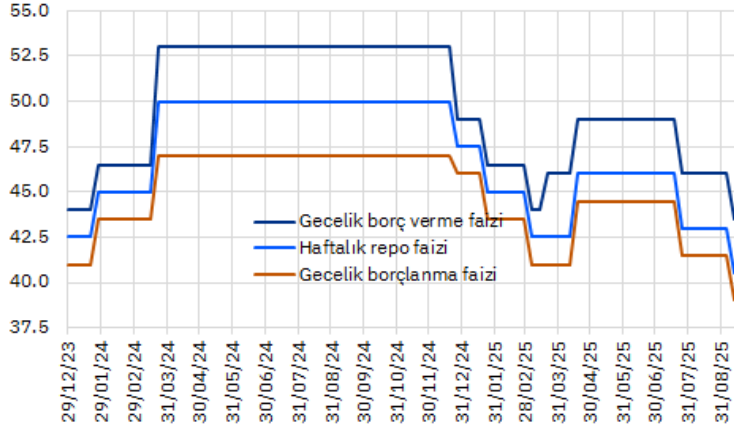
TCMB'nin 2026 Tahmin Revizyonunun Kaynakları

2025-II ER Tahmini (%)	12,0
2025-III ER Yıl Sonu Ara Hedefi (%)	16,0
2025-II Dönemine Göre Güncelleme (% Puan)	4,0
Güncellemenin Kaynakları (% Puan)	
Gıda Fiyatları	0,9
TL Cinsi İthalat Fiyatları	1,2
Enflasyonun Ana Eğilimi ve Ataleti	1,9

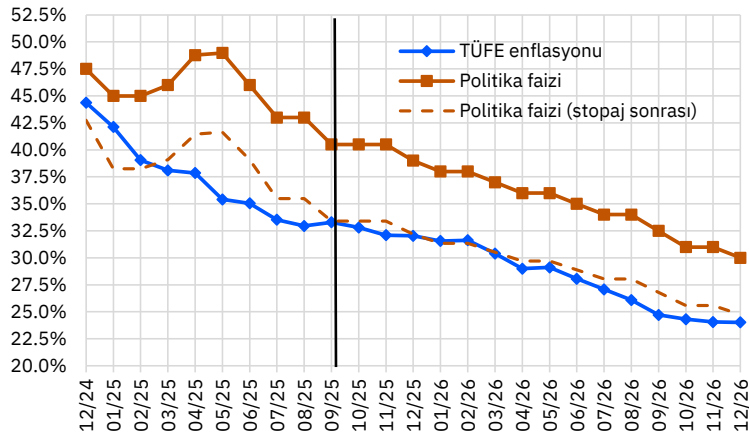
- TCMB 14 Ağustos'taki Enflasyon Raporu toplantısında, bundan böyle enflasyon tahminlerine ek olarak taahhüt ve çıpa işlevi görecek ara hedefler açıklamaya başlayacağını ve bu ara hedeflerin olağanüstü gelişmeler olmadığı sürece değiştirilmeyeceğini açıkladı. TCMB'nin ara hedefleri ve tahminlerindeki muhtemel farklılaşma ileride piyasalarda kafa karışıklığı yaratma potansiyeli taşısa da, TCMB'nin değiştirmeyeceğini deklare ettiği ara hedefler koymasını bağlayıcılık anlamında olumlu karşılıyoruz. Bununla birlikte, değişmeyen ara hedeflere karşın, ilerleyen dönemde TCMB tahminleri ara hedeflerden uzaklaşırsa, Bankanın kredibilitesi zarar görmeye devam edecektir.
- Bu toplantıda, TCMB 2025 ve 2026 sonu enflasyon tahminlerinde önemli revizyonlara gitti:
 - 2025 sonu: %24 (%19-29)'ten %27 (%25-29)'a revize edildi.**
 - 2026 sonu: %12 (%6-18)'dan %16 (%13-19)'a revize edildi.**
 - 2027 sonu tahmini ise %8 olarak tutuldu.**
- Ekim'de TÜFE enflasyonun öngördüğümüz gibi %2,5 civarında gelmesi durumunda, 10-aylık kümülatif enflasyon %28,5-29,0'a ulaşacak, ki TCMB'nin tahmin aralığının (%25-29) üst bandına yılın bitmesine daha 2 ay varken çok yaklaşmış olacak. Bu durumda, **7 Kasım'daki son Enflasyon Raporu toplantısında 2025 sonu tahmininin yukarı yönlü güncellenmesi gerekecek.**

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

TCMB'nin Faiz Koridoru (%)



TÜFE Enflasyonu ve Politika Faizi Projeksiyonları



- Son 3 ayda da TÜFE enflasyonunun beklentilerin üzerinde açıklanması, özellikle de Eylül'deki %3,23'lük gerçekleşme (ki Eylül ayına başlarken piyasa beklentileri %2,0 civarında şekilleniyordu) sonrası yıllık enflasyon TCMB'nin çizdiği patikanın dışına çıkmış görünüyor. Buna göre, önceki sayfada da belirttiğimiz gibi, TCMB'nin 7 Kasım'daki Enflasyon Raporu toplantısında 2025 sonu için %27 (%25-29 aralığı) seviyesindeki enflasyon tahminini %30'un üzerine revize etmesini bekliyoruz.
- **Bu durumda, TCMB'nin 11 Eylül'deki PPK toplantısında yaptığı enflasyonda belirgin bozulma olması durumunda sıkılaştırma yapılacağı yönlendirmesi de dikkate alındığında, 23 Ekim'deki toplantıda faiz indirimini gerekçelendirmek oldukça zorlaşmış durumda. Dolayısıyla, bu veri sonrasında TCMB'nin Ekim'de faiz indirimlerine ara verme ihtimalinin arttığını değerlendiriyoruz.** Mevcut politika faizi olan %40,5'in (mevduat faizleri bir miktar daha yüksek) stopaj sonrası net hali %33,4'e geliyor, ki bu da şu anki yıllık enflasyona (%33,3) denk. Bu da Ekim'de faiz indirimlerine ara verilmesini destekliyor.
- Öngördüğümüz enflasyon patikasına göre (TÜFE enflasyonu seneyi %32'ye yakın kapatacak gibi duruyor), **TCMB Aralık ayında faiz indirim sürecine (100-150 baz puanlık bir adımla) geri dönmek isteyebilir. Bu durumda politika faizi sene sonunda %39,0-39,5 gibi bir seviyede olabilir.** Piyasada sene sonuna ilişkin politika faizi beklentileri %35-36 seviyelerine kadar geri çekilmiş, biz de 37,0-37,5 seviyelerini öngörmüştük. Dolayısıyla, bu beklentilere göre daha yavaş bir faiz indirim sürecine işaret ediyor. Ekim ve Kasım enflasyonları ile birlikte rezervlerinin gelişimine göre Aralık toplantısına ilişkin karar şekillenecektir.
- 2026 sonu için %16'luk çok iddialı enflasyon hedefi nedeniyle, TCMB stopaj sonrası net mevduat getirisinin enflasyonun altına gelmemesine de dikkat ederek sıkı para politikası duruşunu koruyacaktır. **2026 için %24'lük (geçici) enflasyon tahminimize göre politika faizinin de %30 seviyesine gerilemesini bekliyoruz (2025 sonuna göre kabaca 900 baz puan indirim).**
- **Bununla beraber, carry trade kanalından girişlerin yardımıyla TCMB rezervlerinin güçlenmeye devam etmesi, kurları baskılayarak, daha hızlı bir faiz indirim sürecine olanak sağlayabilir.**
- Sene başı fiyat ayarlamalarının yapılacağı Ocak ayının enflasyon rakamı hem tüm yıla ilişkin enflasyon beklentilerinin hem de para politikası faizi beklentilerinin şekillenmesinde belirleyici bir role sahip olacak.

Kaynak: TCMB, TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

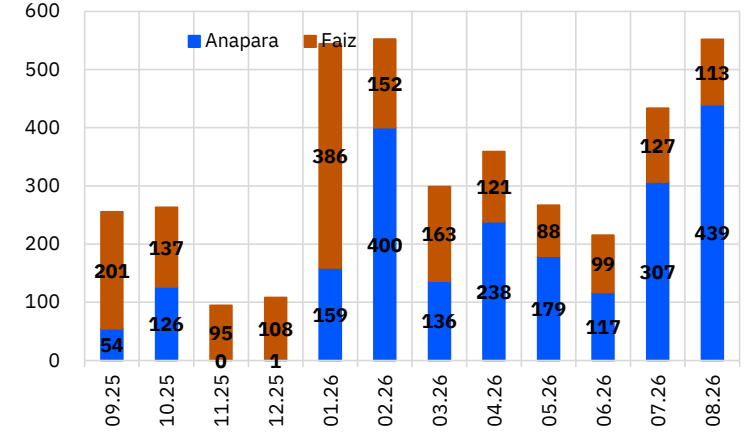
Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacı yüksek kalmaya devam edecek



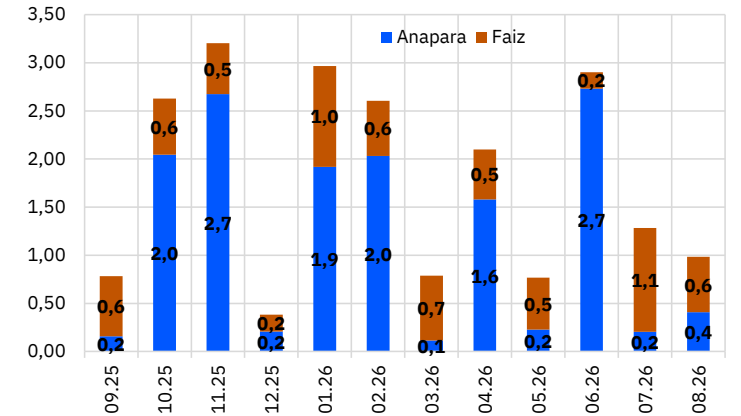
Hazine'nin Gerçekleşen Finansman Tablosu (Ocak-Eylül)

(Milyar TL)	01.25	02.25	03.25	04.25	05.25	06.25	07.25	08.25	09.25	Ocak-Eylül
Ödemeler	260,8	235,7	274,1	289,8	192,7	325,1	366,7	366,9	288,2	2.599,9
İç Borç Servisi	220,8	117,7	128,5	268,8	162,9	265,6	314,7	336,8	255,8	2.071,5
Anapara	102,3	0,0	14,8	57,0	85,1	25,0	234,1	185,1	54,3	757,6
Faiz	112,9	111,5	113,7	211,8	77,7	240,7	80,6	151,7	201,5	1.302,1
Dış Borç Servisi	40,0	118,0	145,6	21,0	29,8	59,4	52,0	30,1	32,5	528,5
Anapara	5,1	103,8	119,6	1,6	6,5	51,5	6,5	10,2	6,6	311,3
Faiz	34,9	14,3	26,0	19,4	23,4	7,9	45,5	20,0	25,9	217,1
Finansman	260,8	235,7	274,1	289,8	192,7	325,1	366,7	366,9	288,2	2.599,9
Borçlanma Dışı Kaynaklar	-60,5	-71,5	63,1	-25,6	-88,4	-27,0	-197,9	-107,5	-47,6	-562,9
Borçlanma	321,3	307,2	211,0	315,4	281,1	352,1	564,6	474,4	335,8	3.162,9
Dış Borçlanma	10,3	92,9	5,5	2,5	77,6	99,4	70,1	0,0	82,4	440,7
İç Borçlanma	311,0	214,3	215,0	312,9	203,5	252,7	494,5	474,4	253,4	2.731,6
Net İç Borçlanma	208,7	214,3	200,2	255,9	118,4	227,7	260,4	289,3	199,1	1.974,0
Net Dış Borçlanma	5,2	-10,8	-114,1	0,9	71,1	47,9	63,6	-10,2	75,8	129,4
İç Borç Çevirme Rasyosu	140,8%	182,1%	167,4%	116,4%	125,0%	95,1%	157,1%	140,9%	99,1%	131,9%

İç Borç Geri Ödemeleri (Milyar TL)



Dış Borç Geri Ödemeleri (Milyar \$)



Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

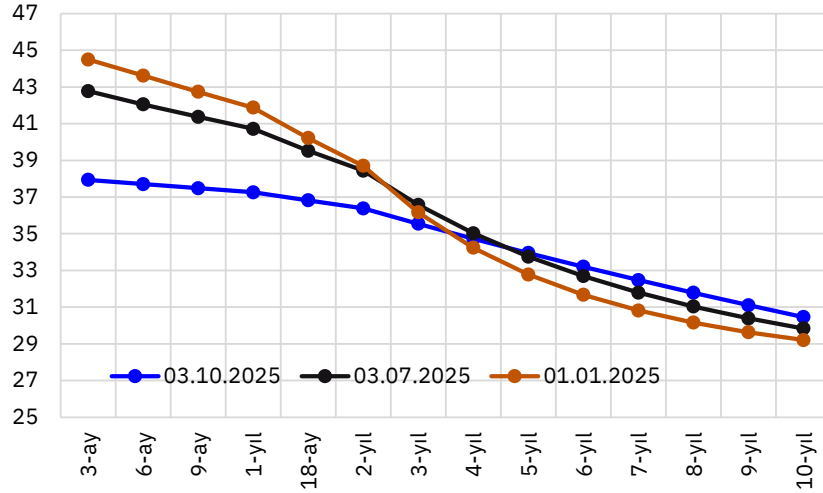
- Yılın ilk 9 aylık dönemde ise Hazine'nin yaklaşık 2,1 trilyon TL'lik iç borç geri ödemesine karşılık 2,7 trilyon TL üzerinde iç borçlanma gerçekleştirirken (planlananın yaklaşık 75 milyar TL üzerinde), iç borç çevirme oranı kabaca %132 olarak gerçekleşti.
- Hazine'nin ilk 9 ayda 14,50 milyar \$ üzerinde dış borç geri ödemesine karşılık 6,5 milyar USD'lik Eurobond, 1,50 milyar EUR'luk Eurobond ve 2,5 milyar USD'lik kira sertifikası ihracında bulunduğu dikkati çekiyor.
- Hazine'nin Ağustos 2026 sonuna kadar açıkladığı borç geri ödeme projeksiyonlarına göre Eylül 2025 ile Ağustos 2026 arasında 4 trilyon TL'ye yakın iç borç geri ödemesi görünüyor. Kısa vadeli tahvil ihraçları dikkate alındığında bu tutarın da aşılacağını söyleyebiliriz. Bu dönemde öngörülen dış borç geri ödemesi ise 21 milyar \$'ı aşıyor, ki bu da iç borçlanmanın bir bölümünün dış borç geri ödemelerine aktarılmasının gerekeceğine işaret ediyor. Bu dönemde öngördüğümüz nakit bazlı faiz-dışı açık da dikkate alındığında, **Ağustos 2026 sonuna kadar olan dönemde Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacının 4,5 trilyon TL'ye yaklaşabileceğini hatta aşabileceğini düşünüyoruz. Bu da aylık ortalama 370-380 milyar TL'lik bir miktara tekabül ediyor. Buna göre, iç borç çevirme rasyosu da %130'un üzerinde gerçekleşebilir.**

Ekonomik Görünüm

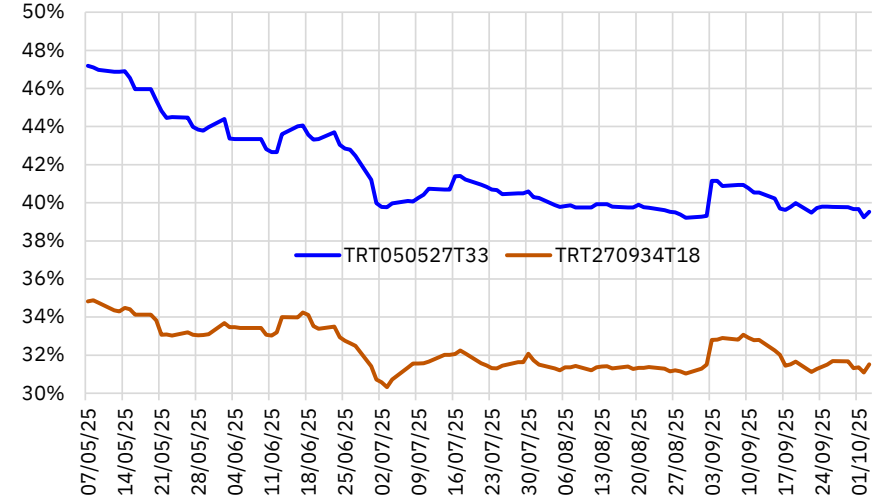


Risk primindeki düşüş bir noktada (daha yavaş faiz indirimlerine rağmen) DİBS piyasasına da olumlu yansıtacaktır

DİBS Verim Eğrisi



2 ve 10 Yıllık Tahvil Faizleri



- Sabit getirili menkul kıymetler piyasasında önümüzdeki dönemde de fiyatlamalar açısından enflasyon görünümü ve TCMB'nin faiz patikası temel belirleyici olmaya devam edecektir. Bu açıdan, enflasyonun beklentilerden yüksek seyretmesi ve faiz indirim beklentilerinin kısılması, tahvil faizlerinde gerileme potansiyelini sınırlandırabilir. Bununla beraber, tahvil faizlerinin uzun zamandır sabit kalması ve CDS primindeki düşüştürmelerle iştirak etmemesi, bu durumun büyük ölçüde önden fiyatlandığını da düşündürüyor.
- Özetle, **ABD ile ilişkilerdeki iyileşmeye de bağlı olarak risk primindeki (ve Eurobond faizlerindeki) gerilemenin, daha yavaş faiz indirim süreci olasılığına rağmen, bir noktada DİBS piyasasına olumlu yansıtılabileceğini değerlendiriyoruz.**
- Hazine'nin yüksek borçlanma ihtiyacı ise faizlerdeki düşüşleri sınırlandırabilir.

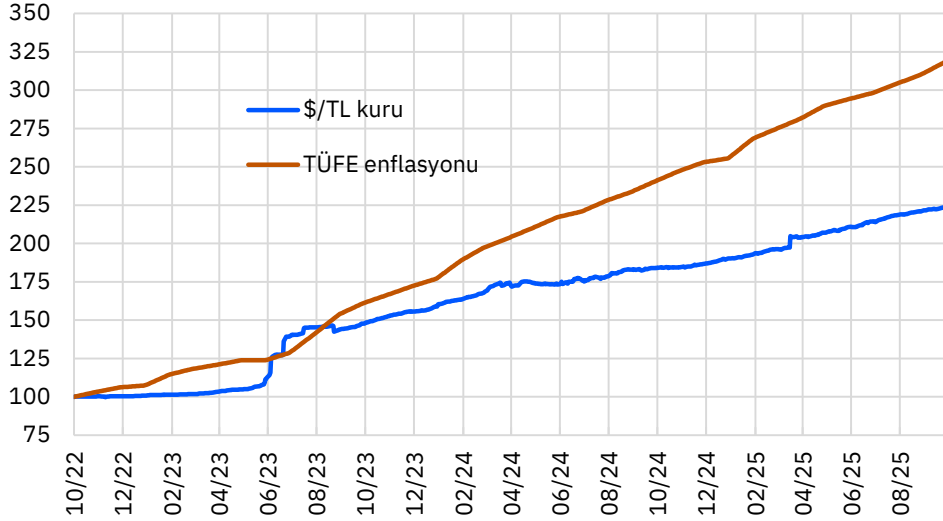
Kaynak: Finnet (Tahvil Expert), Gedik Yatırım Araştırma

Makro Görünüm

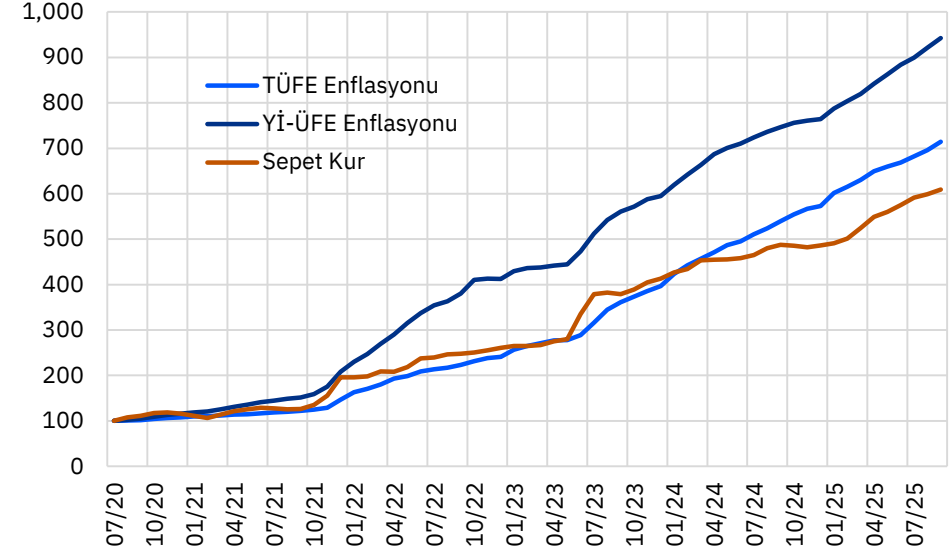


Enflasyon ve \$/TL kuru arasındaki makas son dönemdeki yavaşlamaya karşı açılmaya devam ediyor

TÜFE Enflasyonu - USD/TL Kuru, Ekim 2022=100



Kümülatif Enflasyon - Sepet Kur Değişimi, Temmuz 2020=100



➤ Yukarıda da belirttiğimiz gibi, ABD ile ilişkilerdeki iyileşme ve risk primindeki düşüşler, TCMB'ye Türk Lirasındaki istikrarı koruma stratejisinde yardımcı olabilir. Bununla beraber, TL'de reel değerlenmenin devam etmesinin orta/uzun vadede sürdürülebilir bir durum olmadığı yönündeki düşüncemizi koruyoruz. TL'de süregelen reel değerlenme ve de ücretlerdeki reel düşüşler, kısa vadede enflasyonda düşüğe yardımcı olsa da, orta/uzun vadede dezenflasyon sürecinin sektöre uğramasına da yol açabilir.

➤ \$/TL kuruna ilişkin olarak, 2025 sonu tahminimizi 44,50, 2026 sonu tahminimiz de 53,50 olarak şekilleniyor.

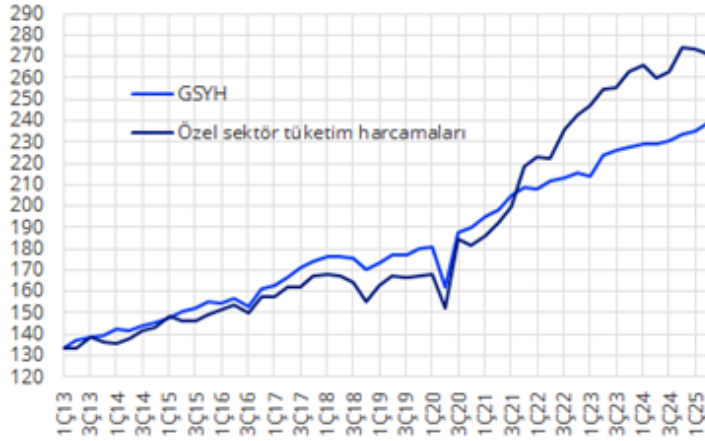
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

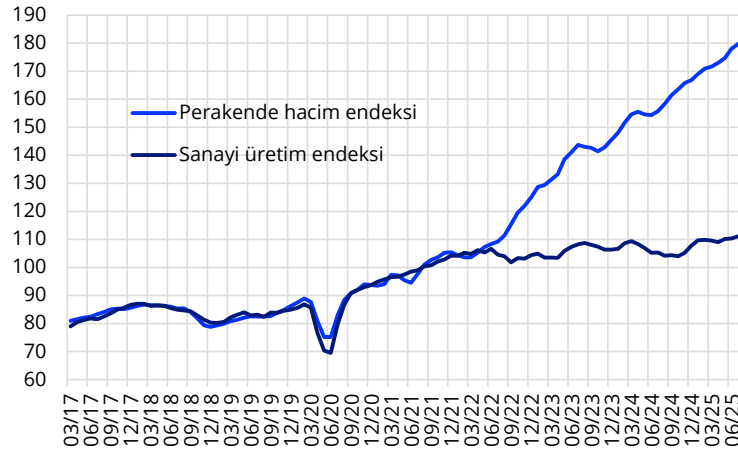
Üretim tarafındaki zayıflık çok belirgin ancak tüketimde net bir yavaşlama henüz yok



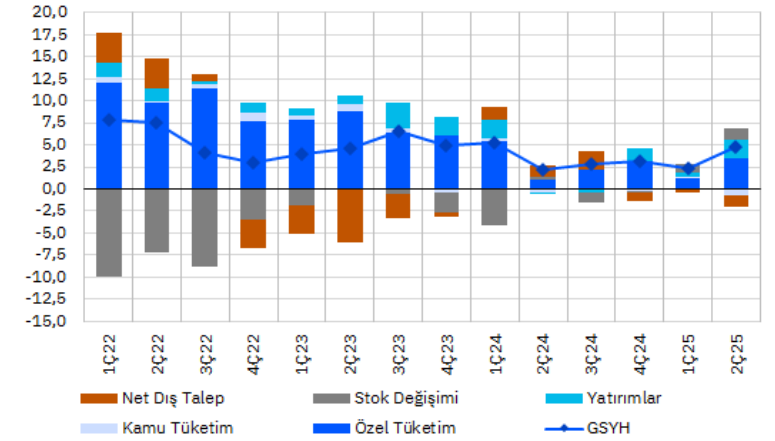
GSYH Hacim Endeksleri* (2009=100)



Sanayi üretimi - Perakende satışlar (2021=100)



GSYH Büyümesine Katkılar



- GSYH 2. çeyrekte çeyrelsel bazda %1,6, yıllık bazda %4,8 büyüdü. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seriye göre özel tüketim harcamalarında önceki çeyreğe göre sınırlı yavaşlama eğilimi devam etmiş görünüyor (2Ç:25: -%0,7, 1Ç25: -%0,4). Bununla beraber, yıllık değişimlere bakıldığında %5,1'lik büyüme özel tüketim harcamalarının güçlü seyretmeye devam ettiğine işaret ediyor.
- TÜİK 1 Eylül'de uluslararası standartlardaki güncellemeler ve 2023 girdi-çıktı tablolarının kullanılmasıyla geçmiş verilere revizyon yaptı. Bu kapsamda, büyümenin kısımlarında, özel tüketim harcamalarının yıllık büyümesinde önemli sayılabilecek aşağı yönlü revizyonlar var, ki bu da stok birikiminin 2020'den beri büyümeye yaptığı negatif katkılar nedeniyle bizim de sıklıkla dikkat çektiğimiz ve olmasını beklediğimiz bir revizyondur.
- Son dönemde TCMB'nin belirttiğinin aksine **tüketimde çok sınırlı bir yavaşlama olduğunu değerlendiriyoruz. Yılın 2. yarısında da %3,0-3,5 civarında bir büyümenin gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu da tüm yıl büyümesinin %3,5 civarında kalmasını sağlayacaktır.**

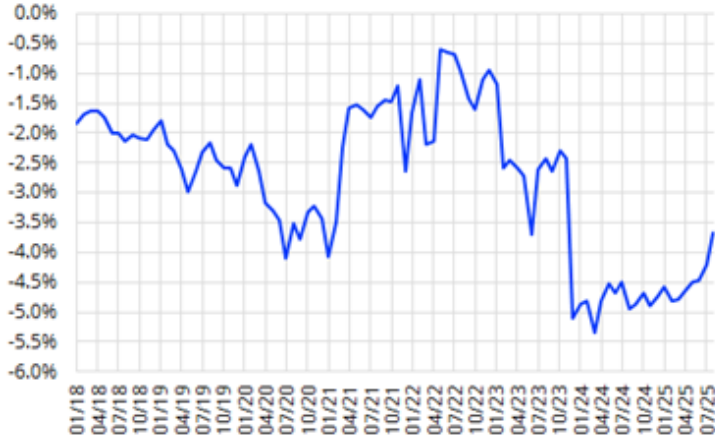
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Makro Görünüm

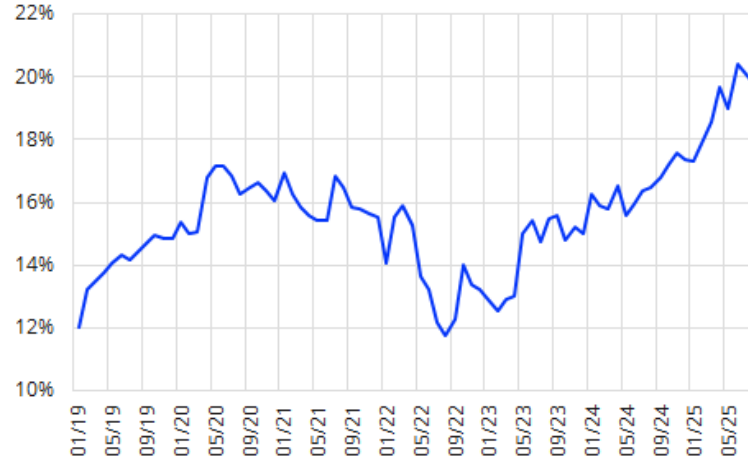


Faiz dışı dengede önemli bir iyileşme var, ancak yüklü faiz harcamaları bütçe açığında iyileşmeyi sınırlıyor

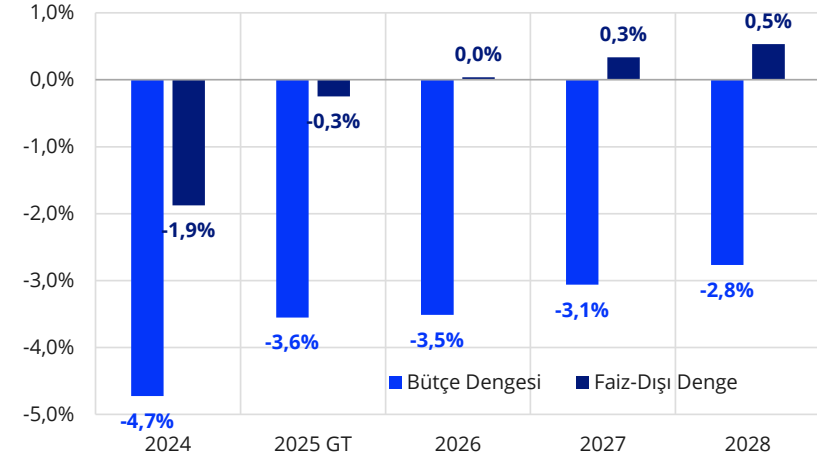
Merkezi Bütçe Dengesi / GSYH



Faiz Harcamaları / Vergi Gelirleri



Merkezi Bütçe Projeksiyonları



- Güçlü vergi tahsilatı ve faiz-dışı harcamalardaki kontrollü gidiş sayesinde, **faiz-dışı dengenin 2024'ün Ocak-Ağustos dönemindeki 210 milyar TL'lik açıktan 2025'in aynı döneminde 518 milyar TL fazlaya geçtiğini görüyoruz. Buna karşılık, aynı dönemde bütçe açığında 974 milyar TL'den 908 milyar TL'ye çok sınırlı bir düşüş var.**
- Bütçe açığındaki düşüşün çok sınırlı kalmasının nedeni faiz harcamalarındaki hızlı yükselişler oldu. Faiz harcamaları geçen senenin 8 aylık döneminde 764 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, bu yılın aynı döneminde 1,43 trilyon TL olarak ortaya çıkmış durumda, ki bu da %87'lik bir artışa işaret ediyor. Son yıllarda vergi gelirlerindeki güçlü toparlanmaya rağmen, faiz harcamalarının daha hızlı artması sonucu, faiz harcamalarının vergi gelirlerine oranı yükselirken, bu durum bütçe açığındaki bozulmaya önemli katkı sağlamaktadır.
- Geçen yıl yayımlanan OVP'de 2026 yılı faiz harcaması 2,28 trilyon TL olarak tahmin edilmişken, bu yıl açıklanan programda aynı yıl için 2,74 trilyon TL'lik bir öngörü yer almakta. Bu yaklaşık 460 milyar TL'lik ek bir yük anlamına geliyor. Benzer şekilde, 2025 için öngörülen faiz harcaması geçen yılki OVP'de 1,95 trilyon TL iken, yeni programda 2,05 trilyon TL'ye yükseltilmiş durumda.
- **2025 yılı merkezi bütçe açığını yaklaşık 2,2 trilyon TL seviyesinde (GSYH'nin %3,6'sı) öngörüyoruz.**

Kaynak: Orta Vadeli Plan, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Makro Görünüm



Yeni Orta Vadeli Planda (2026-2028) bütçe açığı projeksiyonları yukarıya revize edildi

2026-2028 Dönemi OVP Projeksiyonları

	2024	2025 GT	2026	2027	2028
GSYH Büyümesi	3.3%	3.3%	3.8%	4.3%	5.0%
TÜFE Enflasyonu (dönem sonu)	44.4%	28.5%	16.0%	9.0%	8.0%
Deflatör	59.3%	35.0%	19.7%	10.9%	8.0%
Cari Denge / GSYH	-0.8%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	-1.0%
Bütçe Dengesi / GSYH	-4.7%	-3.6%	-3.5%	-3.1%	-2.8%
Faiz Dışı Denge / GSYH	-1.9%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge / GSYH	-2.7%	-0.6%	-0.5%	0.0%	0.2%
\$/TL, ortalama	32.83	39.63	46.60	50.71	53.76
\$/TL, değişim	97.6%	20.7%	17.6%	8.8%	6.0%

Merkezi Bütçe Projeksiyonları

	2024	2025GT	2026	2027	2028
Gelirler	8,672.8	12,465.9	16,216.1	18,740.0	21,276.9
Vergi gelirleri	7,305.3	10,733.6	13,783.1	16,033.7	18,294.7
Vergi-dışı gelirler	1,367.6	1,732.3	2,433.0	2,706.3	2,982.1
Harcamalar	10,780.6	14,674.1	18,928.8	21,478.5	24,082.0
Faiz harcamaları	1,270.5	2,052.7	2,741.7	3,039.8	3,346.1
Faiz-dışı harcamalar	9,510.2	12,621.4	16,187.2	18,438.7	20,735.9
Bütçe Dengesi	-2,107.8	-2,208.2	-2,712.7	-2,738.5	-2,805.1
Faiz Dışı Denge	-837.4	-155.5	28.9	301.3	541.0
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-1,183.0	-397.9	-372.7	-29.7	246.2
GSYH'ye oranı:					
Bütçe Dengesi	-4.7%	-3.6%	-3.5%	-3.1%	-2.8%
Faiz Dışı Denge	-1.9%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-2.7%	-0.6%	-0.5%	0.0%	0.2%

- Hükümet, Eylül ayı başında 2026-2028 dönemi için yeni Orta Vadeli Programı (OVP) yayınladı. Yurt dışı talepteki zayıflama ve dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıkı duruş nedeniyle büyümenin hedefin altında kalabileceği öngörülüyor. Buna karşılık, petrol fiyatlarındaki seyrin desteğiyle cari dengede daha olumlu bir görünüm bekleniyor. Öte yandan, hizmet ve gıda fiyatlarındaki katılık nedeniyle enflasyonun program hedefinin üzerinde kalacağı söyleniyor.
- **2025 yıl sonu bütçe açığı projeksiyonu ise 1,9 trilyon TL'den (GSYH'nin %3,1'i) bizim tahminimizle uyumlu olarak 2,2 trilyon TL'ye (GSYH'nin %3,6'sı) revize edildi. Benzer şekilde 2026 yılına ilişkin tahmin de %2,8'den %3,5'e yükseltildi.**
- **Bu revizyonda faiz harcamalarının hedeflerin üzerine çıkmasına ek olarak (önceki sayfaya bakınız) vergi gelirlerinin hedeflerin altında kalması öne çıkıyor.** Şöyle ki, yapılan stopaj artışlarının sağladığı 900 milyar – 1 trilyon TL arası ek gelire rağmen vergi gelir projeksiyonunun 11,1 trilyon TL'den 10,7 trilyon TL'ye çekildiği görülüyor.
- 2025 yılında vergi gelirlerinde %47'lik bir artış gerçekleşmiştir. Stopaj etkisi hariç tutulduğunda ise artış oranı yaklaşık %35 seviyesinde kalmakta ve bu da GSYH deflatörüyle (%35) paralellik göstermektedir. Ancak 2026 yılı için belirlenen vergi hedefi %28'lik bir artışa işaret ederken, aynı yılın deflatörü %19,7 olarak öngörülmüştür. Bu durum, vergi artış hedefinin fiyat artış öngörülerinin oldukça üzerinde olduğunu ortaya koyuyor. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde stopaj başta olmak üzere ek vergi düzenlemeleri gündeme gelebilir. Aksi durumda 2026 yılının vergi geliri hedefleri de (büyüme ve enflasyon projeksiyonlarına göre) iddialı kalabilir.
- OVP'de 2025 yılı için %3,3'lük büyüme öngörüsü yer almakta, ki bu geçen seneki %4,0'lük projeksiyona göre aşağı yönlü bir revizyona işaret ediyor.
- Enflasyon tarafında ise 2025 sonunda %28,5, 2026 sonu için %16,0'luk projeksiyonlar var. Bu rakamlar geçen seneki OVP'de %17,5 ve %12 olarak öngörülmüştü.

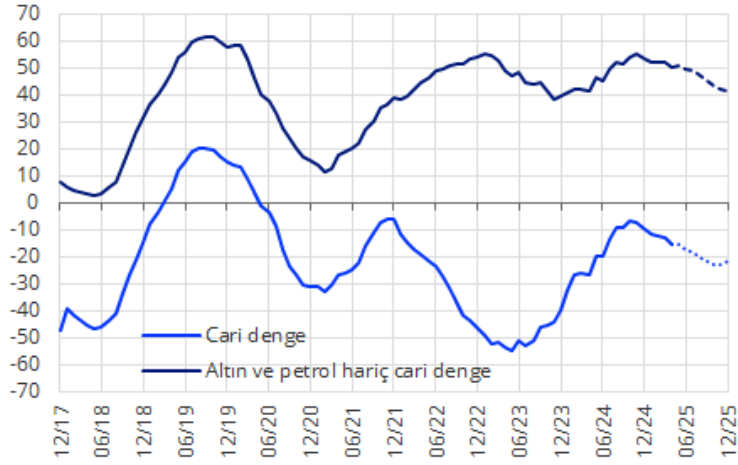
Kaynak: Orta Vadeli Plan, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

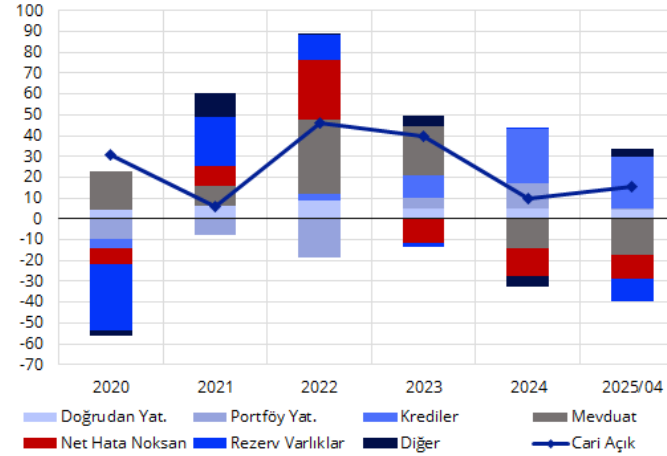


Cari açığın 2025 sonunda da ılımlı seviyelerde kalmasını bekliyoruz

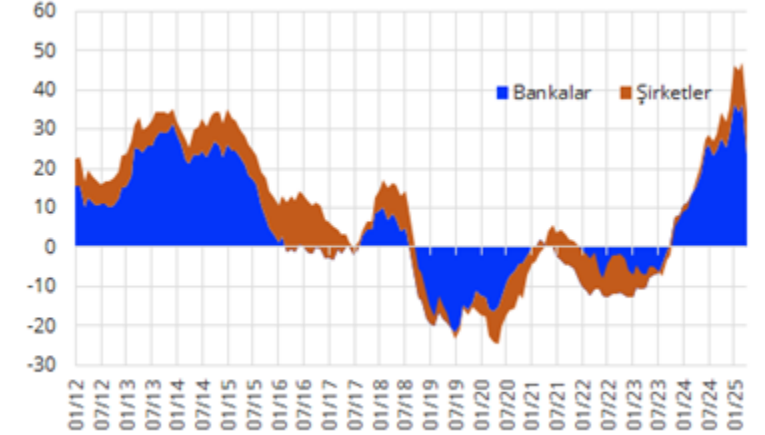
Cari Denge, 12-Ay Birikimli (Milyar \$)



Cari Açığın Finansmanı (Milyar \$)



Özel Sektörün Yurtdışından Borçlanması, 12-Ay Birikimli (Milyar \$)



- Mevcut trend ve baz etkileri cari açığındaki yükselişin ilerleyen aylarda da sürebileceğine işaret ediyor. Bununla beraber, **cari açığın sene sonunda 22 milyar \$ ile GSYH'nin kabaca %1,5'i civarında ılımlı seviyelerde kalabileceğini değerlendiriyoruz.** Bununla beraber, ABD'nin gümrük tarifelerinin dış ticaret rotaları üzerindeki potansiyel etkileri, emtia fiyatlarının seyri ve/veya küresel ekonomik büyümenin nasıl şekilleneceği Türkiye'nin dış ticareti üzerinde her iki yönde de riskler barındırıyor.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



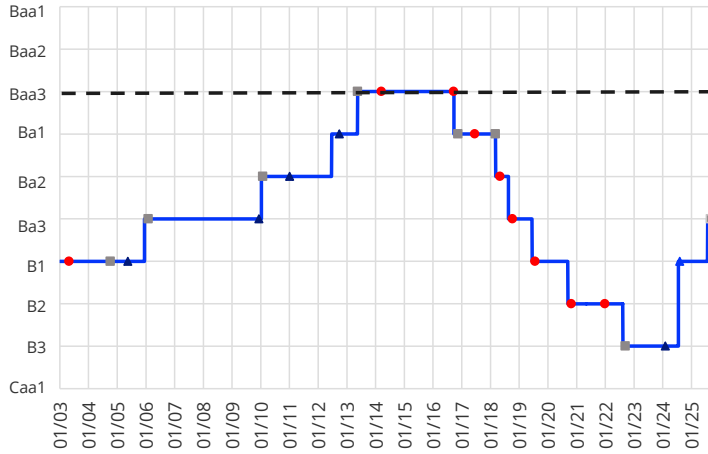
Kredi derecelendirme kuruluşları yılın ilk yarısında Türkiye'nin görünümü durağanda tutmaya devam etti

	S&P	Moody's*	Fitch
Son güncelleme tarihi:	25/04/25	25/07/25	31/01/25
Kredi notu güncellemesi:	"BB-" teyit edildi	"Ba3"e yükseltildi	"BB-" teyit edildi
Görünüm güncellemesi	"durağan" teyit edildi	"durağan" olarak belirlendi	"durağan" teyit edildi
Yatırım yapılabilir kademe:	3 kademe altı	3 kademe altı	3 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	17/10/25	-	-

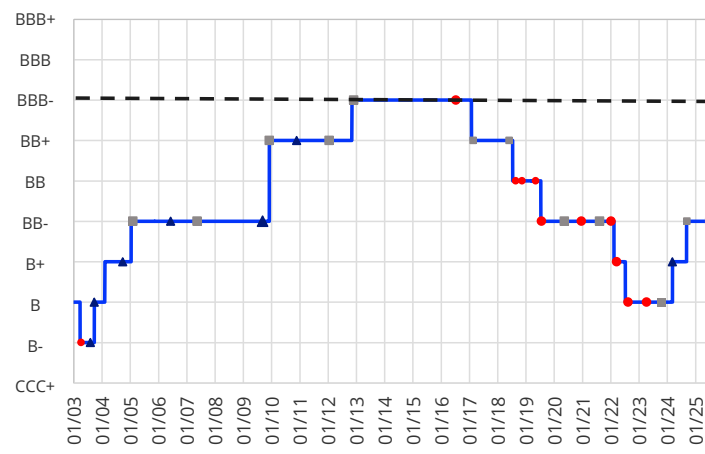
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
25/07/25	Moody's	Ba3	↑	durağan	↓
25/07/25	Fitch	BB-	→	durağan	→
25/04/25	S&P	BB-	→	durağan	→
31/01/25	Fitch	BB-	→	durağan	→
01/11/24	S&P	BB-	↑	durağan	↓
06/09/24	Fitch	BB-	↑	durağan	↓

YATIRIM YAPILABİLİR												J UNK												
Moody's	AAA1	AAA2	AAA3	AA1	AA2	AA3	A1	A2	A3	BAA1	BAA2	BAA3	BA1	BA2	BA3	B1	B2	B3	CAA1	CAA2	CAA3	CA	C	
S&P/Fitch	AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	D
	Prime			Yüksek Not			Yüksek Orta Not			Alt Orta Not			Spekülatif			Çok Spekülatif			Aşırı Riskli			Batık		

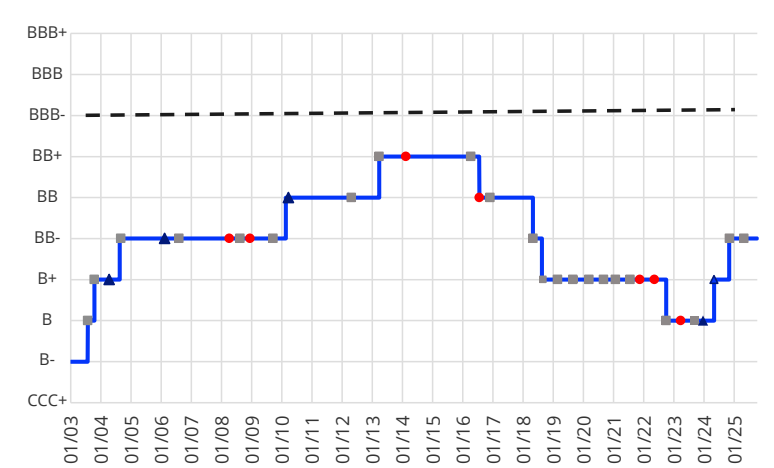
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



▲ Pozitif görünüm ■ Durağan görünüm ● Negatif görünüm

Kaynak: S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

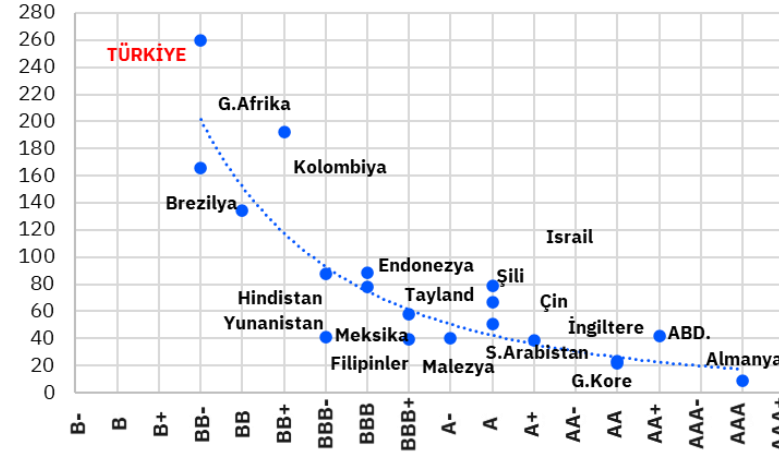


Yeni kredi notu artışları için döviz rezervlerinin en azından eski seviyelerine dönmesi gerekebilir

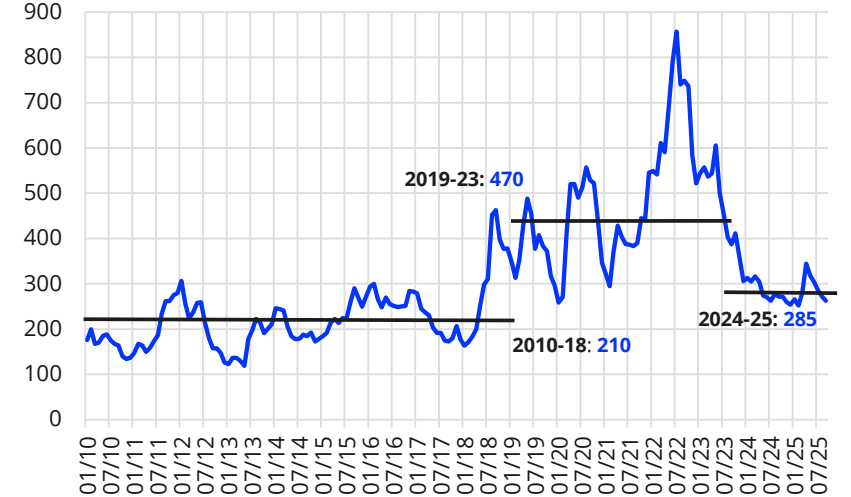
Ülkelerin CDS Primleri (06/10/25 itibariyle)

Ülke	Kredi Notu (S&P)	CDS
Almanya	AAA	9
ABD	AA+	42
G.Kore	AA	24
İngiltere	AA	22
İsrail	A	79
Çin	A+	38
S.Arabistan	A	67
Şili	A	51
Malezya	A-	41
Tayland	BBB+	39
Filipinler	BBB+	58
Endonezya	BBB	78
Meksika	BBB	88
Hindistan	BBB-	88
Yunanistan	BBB-	41
Kolombiya	BB+	192
Brezilya	BB	135
G.Afrika	BB-	166
TÜRKİYE	BB-	260

Ülkelerin CDS Primi – Kredi Notu Matrisi



5-Yıllık CDS Primi (bazpuan)



- Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseldiği 2012'nin sonları ve 2013'ün başlarını kapsayan dönemde Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 110'lu seviyelere kadar gerilerken, bu dönemde ortalama CDS primi kabaca 130 olmuştu. 2015-2017 arasında 300 civarında seyreden CDS primi 2017 içinde 160'lu seviyelere kadar geriledikten sonra 2018'den itibaren yüksek bir patikaya yerleşmişti. CDS priminin 2010-2018 arası ortalaması kabaca 210 bazpuan olurken, 2019-2023 arasında CDS primi ortalaması 470 puan civarında seyretti. 2024 yılında 300 seviyesinin altına yerleşen CDS primi, son dönemdeki iyileşmelerle birlikte 250 seviyesinin altına da test etti.
- Döviz rezervlerinde Mart öncesine göre yaşanan gerileme ve S&P ve Fitch'in kredi notu görünümünü «durağan» seviyesinde tuttıkları göz önüne alınırsa, 2025 yılı içinde bir kredi notu artışı zor görünüyor. Bununla beraber, en yakın tarihli not değerlendirmesi bulunan S&P'nin 17 Ekim'de görünümü pozitif yükseltmesini ihtimal dahilinde görüyoruz.
- Küresel risk iştahında sert bozulma olması durumunda ülkelerin CDS primlerinde topyekûn yükselişler olabileceği de not edilmeli.

Kaynak: Trading Economics, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Ekonomi ve Piyasa Takvimi



		2025			2026											
		Ekim	Kasım	Aralık	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Küresel MB Faiz Toplantıları	29		6	10	23	5	18	28		11	23		10	28	5	9
	30			18	28		19	29		16	29		16	29		17
				19				30		17	30		17	30		18
										18	31		18			
Önemli Olaylar	17	5	11	22	12	12	12	12	12	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Moody's & Fitch Kredi Notları	12	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	S&P kredi notu	11	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı
	S&P kredi notu	MSCI Endeks Değişiklikleri	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Enflasyon Raporu	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	S&P Kredi Notu	MSCI Endeks Değişiklikleri	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Moody's & Fitch Kredi Notları	MSCI Endeks Değişiklikleri	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	S&P kredi notu	MSCI Endeks Değişiklikleri	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	
	STANDARD & POOR'S	MSCI	TMB	TMB	TMB	TMB	STANDARD & POOR'S	MSCI	TMB	FitchRatings Moody's	MSCI	TMB	STANDARD & POOR'S	MSCI	TMB	
	18	7	18	23	10	18	Enflasyon Raporu	Enflasyon Raporu	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Enflasyon Raporu	Enflasyon Raporu	Enflasyon Raporu	18	15	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	
'Dünya Bankası Ekonomik	Enflasyon Raporu	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Dünya Ekonomik Forumu Davos toplantısı	MSCI Endeks Değişiklikleri	'Dünya Bankası Ekonomik	Enflasyon Raporu	Enflasyon Raporu	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Enflasyon Raporu	Enflasyon Raporu	Enflasyon Raporu	'Dünya Bankası Ekonomik	G20 Zirvesi - ABD	Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı		
THE WORLD BANK	TMB	TMB	WORLD ECONOMIC FORUM	MSCI	THE WORLD BANK	TMB	TMB	TMB	TMB	TMB	TMB	THE WORLD BANK	G20 SOUTH AFRICA 2025	TMB		
	28															
	Finansal İstikrar Raporu															
	TMB															
	28															
	'G20 Zirvesi - Güney Afrika															
	G20															

Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - I



Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Dereceleri			
	S&P	Moody's	Fitch
Prime	AAA Almanya, Avustralya, Danimarka, Hollanda, İsveç, İsviçre, Kanada, Lihtenştayn, Lüksemburg, Norveç, Singapur	Aaa Avustralya, Kanada, Danimarka, Avrupa Birliği, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre	AAA Almanya, Avrupa Birliği, Avustralya, Danimarka, Hollanda, İsveç, İsviçre, Lüksemburg, Norveç, Singapur
Yüksek Not	AA+ Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği, Avusturya, Finlandiya, Hong Kong, Tayvan, Yeni Zelanda	Aa1 Avusturya, Finlandiya, Amerika Birleşik Devletleri	AA+ Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Yeni Zelanda
	AA Belçika, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık, Güney Kore, İrlanda, Katar, Slovenya	Aa2 Birleşik Arap Emirlikleri, Güney Kore, Katar	AA Avusturya, Finlandiya, İrlanda, Katar, Makao, Tayvan
	AA- Çek Cumhuriyeti, Fransa	Aa3 Suudi Arabistan, Belçika, İrlanda, Tayvan, Hong Kong, Makao, Cayman Adaları, Birleşik Krallık, Çek Cumhuriyeti, Man Adası	AA- Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık, Çek Cumhuriyeti, Güney Kore, Hong Kong, Kuveyt
Yüksek Orta Not	A+ Bermuda, Çin, İspanya, İzlanda, Japonya, Kuveyt, Portekiz, Slovakya, Suudi Arabistan	A1 Japonya, Çin, Kuveyt, Estonya, İzlanda	A+ Belçika, Estonya, Fransa, Malta, Suudi Arabistan
	A İsrail, Letonya, Litvanya, Şili	A2 Bermuda, Litvanya, Malta, Polonya, Şili	A Çin, İsrail, İzlanda, Japonya, Litvanya, Slovenya
	A- Andorra, Hırvatistan, Kıbrıs, Malezya, Malta, Polonya	A3 Botswana, Hırvatistan, İspanya, Kıbrıs, Letonya, Malezya, Portekiz, Slovakya, Slovenya	A- Andorra, Hırvatistan, İspanya, Kıbrıs, Polonya, Portekiz, Slovakya, Şili
Alt Ara Not	BBB+ Aruba, Bulgaristan, Filipinler, İtalya, San Marino, Tayland, Uruguay	Baa1 Andorra, Bulgaristan, İsrail, Kazakistan, Peru, Tayland, Uruguay,	BBB+ Bulgaristan, İtalya, Malezya, Tayland
	BBB Botswana, Endonezya, Hindistan, Meksika, Yunanistan	Baa2 Endonezya, Filipinler, Macaristan, Meksika	BBB Endonezya, Filipinler, Kazakistan, Macaristan, Peru, Uruguay
	BBB- Fas, Kazakistan, Macaristan, Mauritius, Montserrat, Panama, Peru, Romanya, Sırbistan, Trinidad ve Tobago, Umman	Baa3 Azerbaycan, Hindistan, İtalya, Kolombiya, Mauritius, Panama, Paraguay, Romanya, Umman, Yunanistan	BBB- Aruba, Azerbaycan, Hindistan, Meksika, Romanya, Yunanistan

Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - II



	S&P	Moody's	Fitch
Spekülatif	BB+ Azerbaycan, Guatemala, Paraguay, Vietnam	Ba1 Brezilya, Fas, Guatemala	BB+ Fas, Kolombiya, Makedonya, Panama, Paraguay, San Marino, Sırbistan
	BB Arnavutluk, Brezilya, Dominik Cumhuriyeti, Fildişi Sahili, Gürcistan, Kolombiya	Ba2 Dominik Cumhuriyeti, Fildişi Sahili, Güney Afrika, Gürcistan, Kosta Rika, Sırbistan, Trinidad ve Tobago, Vietnam	BB Brezilya, Guatemala, Gürcistan, Kosta Rika, Umman, Vietnam
	BB- Bahamalar, Benin, Ermenistan, Güney Afrika, Honduras, Jamaika, Kosta Rika, Makedonya, Özbekistan, Türkiye , Ürdün	Ba3 Arnavutluk, Ermenistan, Karadağ, Özbekistan, Türkiye , Ürdün	BB- Dominik Cumhuriyeti, Ermenistan, Fildişi Sahili, Güney Afrika, Jamaika, Namibya, Özbekistan, Seyşeller, Türkiye , Türkmenistan, Ürdün
Çok Spekülatif	B+ Bahreyn, Bangladeş, Bosna Hersek, Fiji, Karadağ, Moğolistan, Nikaragua, Ruanda, Togo	B1 Benin, Bahamalar, Fiji, Honduras, Namibya, Jamaika, Tanzanya	B+ Bahreyn, Bangladeş, Barbados, Benin, Moğolistan, Ruanda, Tanzanya
	B Barbados, Tacikistan, Yeşil Burun Adaları	B2 Bahreyn, Bangladeş, Barbados, Kamboçya, Moğolistan, Nikaragua, Papua Yeni Gine, Ruanda, Svaziland	B Kamerun, Lesoto, Mısır, Nijerya, Nikaragua, Uganda, Yeşil Burun Adaları
	B- Papua Yeni Gine, Uganda, Kongo, Mısır, Angola, Kenya, Irak, Nijerya, Kamerun, Belize, Ekvador, El Salvador, Madagaskar, Senegal, Pakistan	B3 Angola, Bosna Hersek, El Salvador, Kırgızistan, Kongo, Moldova, Nijerya, Senegal, St Vincent ve Grenadinler, Tacikistan, Togo, Uganda	B- Angola, Gana, Irak, Kenya, Pakistan, Tunus
Aşırı riskli	CCC+ Kongo Cumhuriyeti, Mozambik, Surinam, Burkina Faso	Caa1 Arjantin, Belize, Irak, Kamerun, Kenya, Mısır, Solomon Adaları, Sri Lanka, Surinam	CCC+ Ekvador, Etiyopya, Kongo, Kongo Cumhuriyeti, Sri Lanka
	CCC Arjantin	Caa2 Gabon, Gana, Kongo Cumhuriyeti, Maldivler, Mali, Mozambik, Zambiya	CCC- Bolivya
	CCC- Bolivya	Caa3 Ekvador, Etiyopya, Laos, Nijer	CC Maldivler
	CC	Ca Bolivya, Ukrayna	NR Rusya
Batık	C	C Belarus, Lübnan, Venezuela	RD Belarus, Lübnan, Surinam, Ukrayna, Venezuela, Zambiya
	D, SD Lübnan, Porto Riko, Ukrayna	DDD	D

Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Varlık Dağılımı Önerileri

DİBS ağırlığımızı artırırken, mevduat/PPF ağırlığımızı düşürüyoruz



- %3,23 ile beklentilerin oldukça üzerinde gelen Eylül TÜFE enflasyonu faiz indirim sürecinin kısa vadede daha önce öngörülenden daha yavaş ilerlemesine yol açabilir. Bununla beraber, DİBS faizlerinin CDS primindeki düşüslere aynı oranda iştirak etmemesi, bu durumun büyük ölçüde önden fiyatlandığını da düşündürüyor. Sabit getirili menkul kıymetler piyasasında önümüzdeki dönemde de fiyatlamalar açısından enflasyon görünümü ve TCMB'nin faiz patikası temel belirleyici olmaya devam etmekle birlikte, ABD ile ilişkilerdeki iyileşmeye de bağlı olarak risk primindeki (ve Eurobond faizlerindeki) gerilemenin, daha yavaş faiz indirim sürecine rağmen, bir noktada DİBS faizlerinde aşağı yönlü bir eğilimi destekleyebileceğini değerlendiriyoruz.
- Bu beklentilerimize ek olarak, yatırım fonları ve mevduatta %17,5'e ulaşan stopaj oranına karşın hazine bonoları ve devlet tahvillerindeki %0 stopaj avantajının 31 Aralık 2025'e kadar devam edecek olmasını da dikkate alarak, portföyümüzde **mevduat/PPF ağırlığımızı %25'ten %10'a düşürürken, DİBS ağırlığımızı %25'ten %40'a arttırıyoruz**. Ayrıca, mevduat ve para piyasası fonlarına alternatif olarak gene stopaj avantajıyla öne çıkan ve mevduat eşleniği olarak daha yüksek getiri olanağı sunan **TRB170626T13** kodlu Hazine Bonosunu öneriyoruz.
- Son gelişmeler ışığında, son aylarda diğer kıymetlere kıyasla yüksek getiri sağlamanın yanı sıra enflasyona karşı koruma sunan yapısıyla öne çıkan **TLREF'e endeksli tahvillerin portföylerimizdeki ağırlığını artırarak %20 olarak belirliyoruz**. Bu enstrümanların, hem reel getiriyi koruma hem de mevcut yüksek faiz seviyelerinden faydalanma potansiyeli sayesinde önümüzdeki dönemde de cazibesini korumasını bekliyoruz. TLREF tarafında daha önce önerdiğimiz ve son dönemde TLREF'e endeksli tahviller içinde en güçlü getiriyi sağlayan **TRT040729T14** kodlu tahvil portföylerimizdeki yerini korurken, **TRT170528T12** kodlu tahvili de ayrıca öneriyoruz. Bunlar yanında, daha kısa tarafta **TRT160627T13** ve **TRT190826T19** kodlu TLREF'e endeksli tahvilleri de cazip getirilerinin devam etmesini beklediğimiz diğer alternatifler arasında yer almaktadır.
- Portföylerimizi farklı risk profillerine göre çeşitlendirirken, yüksek likidite ve cazip değerlemelere sahip kıymetlere ağırlık vermeyi sürdürüyoruz. **Kısa/Orta vadeli DİBS'lere %15 ağırlık verirken, TRT120929T12 ve TRT021030T18** kodlu tahvilleri öne çıkarıyoruz. Bunlar yanında, daha defansif yatırımcılar için **TRT140727T14** ve **TRT120826T16** kodlu tahviller de likidite ve nakit akışı açısından cazip seçenekler olmaya devam etmektedir.
- **Portföyümüzde %5 ağırlık verdiğimiz uzun vadeli DİBS tarafında**, Eylül ayında ihraç edilen **TRT050935T13** tahvilini ön plana çıkarıyoruz. Benzer vadeli kıymetlere kıyasla bileşik faizinin piyasa dengesinin bir miktar üzerinde seyrettiğini düşünüyor, bu nedenle piyasa dengesine gelmesi adına yaşanabilecek hafif gevşemenin yatırımcılara önemli bir sermaye kazancı fırsatı sunabileceğini değerlendiriyoruz.
- Yılbaşından bu yana bakıldığında mevduatın altında bir performans sergileyen Borsa İstanbul'da düşen kar döngüsünün 2025 yılının ilk yarısında tamamlanmış olabileceğini ve BIST-100 endeksinin orta vadede faizin üzerinde getiri sağlayabileceğini düşünüyoruz. Yeni güncellediğimiz BIST-100 Endeks hedef değerimiz %37.5'lik yükselme potansiyeliyle 14,760 (Önceki: 13,422) seviyesine işaret etmektedir. Bu kapsamda, **BIST-100 endeksine (Gedik Yatırım Model Portföye) portföyümüzde %50 ağırlık veriyoruz (%45 benchmark hisse ağırlığının biraz üzerinde)**.

Varlık Dağılımı Önerileri

DİBS ağırlığımızı artırıyoruz



Bu görüşlerimiz ışığında yatırımcılarımıza önerdiğimiz son varlık dağılımı aşağıdaki gibidir:

<u>Varlık Sınıfı</u>	<u>Finansal Ürün</u>	<u>Son Ağırlık</u>	<u>Eski Ağırlık</u>	<u>Para Cinsi</u>
Borsa İstanbul	Gedik Yatırım Araştırma Model Portföy	50%	50%	TL
DİBS - TL REF Endeksli	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili - TRT040729T14 - TRT170528T12	20%	-	TL
DİBS- Kısa/Orta Vade	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili - TRT120929T12 - TRT021030T18	15%	10%	TL
DİBS - Uzun Vade	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili - TRT050935T13 - TRT270934T18	5%	15%	TL
Mevduat /PPF /Hazine Bonosu	Inveo Portföy Para Piyasası (TL) Fonu - IRY / Hazine Bonosu TRB170626T13	10%	25%	TL

Benchmark (Karşılaştırma Ölçütü) Ağırlıkları:

<u>Varlık Sınıfı</u>	<u>Benchmark</u>	<u>Ağırlık</u>	<u>Döviz Cinsi</u>
TL Mevduat	KYD-Mevduat	%20	TL Varlıklar: %75
Borsa İstanbul	BIST-100	%45	
SGMK	KYD DİBS Tüm	%10	
Gram Altın	KYD-Altın	%7,5	Döviz Varlıklar: %25
Kamu Eurobond	KYD Eurobond Endeksi (0-5 yıl)	%7,5	
Döviz Sepeti	%50 USD + %50 Euro	%10	



Faiz indirim döngüsün orta vadede borsaya destekleyici olmaya devam etmesini bekliyoruz.

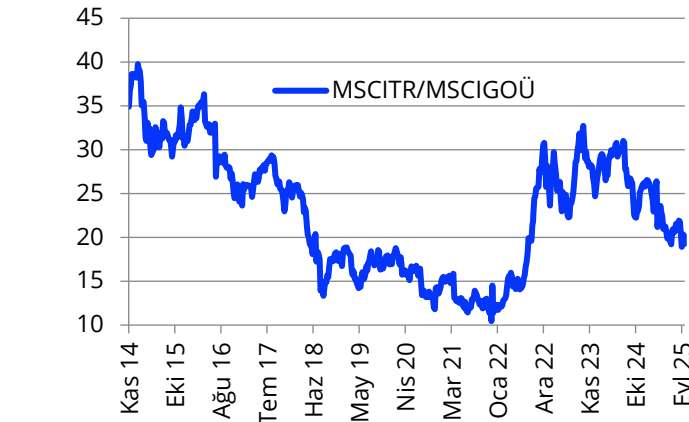
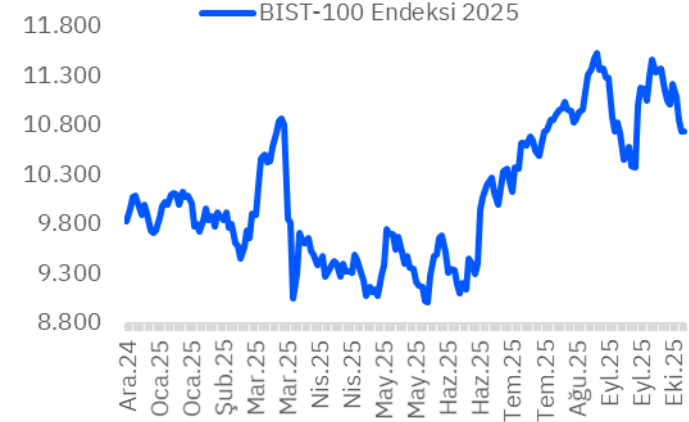
- BIST-100 endeksi yılbaşından beri %10'luk performansı ile enflasyonun ve mevduatın oldukça altında bir performans sergiledi.
- **Düşen kar döngüsü 2025 yılının ilk yarısında tamamlanmış olabilir.**
- **Borsa orta vadede faizin üzerinde getiri sağlama döngüsüne yakın olabilir.** BIST-100 Endeks hedef değerimiz %37.5'lik yükselme potansiyeliyle 14,760 (Önceki: 13,422).
- Raporun 36. sayfasında model portföyümüzü bulabilirsiniz.

Piyasalara Dair Beklentiler (II)



BIST 100 getirisi 2025 yılında enflasyon ve mevduatın gerisinde kaldı...

- Yılbaşından beri BIST100 Endeksi ABD doları bazında %4,4 değer kaybederken, Lira bazında %10 yükseldi. MSCI EM endeksine göre de %27 geride kalıp, 9 aylık enflasyon baz alındığında yaklaşık %15.5'lük negatif reel getiri sağladı.
- Şirketler ise 2024'ün ilk çeyreğinin sonundan bu yana giderek daha zor bir faaliyet dönemi geçirdi. Ancak, daha önceki raporlarda da belirttiğimiz üzere, şirket faaliyetlerinde yılın ikinci yarısında en kötünün geride kalma işaretlerini görmemiz muhtemeldir.
- Dolayısıyla, yurtiçi ve bölgesel politik risk primi seyirlerine bağlı olarak, faiz düşüş döngüsü ile beraber, risk primlerindeki olası düşüşler, düşük bazın da yardımı ile, önümüzdeki dönemde şirket karlılıklarına destek verebilir.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

	Net Kar Büyümesi (Reel)			FAVÖK Büyümesi (Reel)
	Sanayi	Banka	Tüm İzleme Listesi*	
2025T	-7%	12%	1%	5%
2026T	30%	37%	33%	22%

* Holdingler hariç

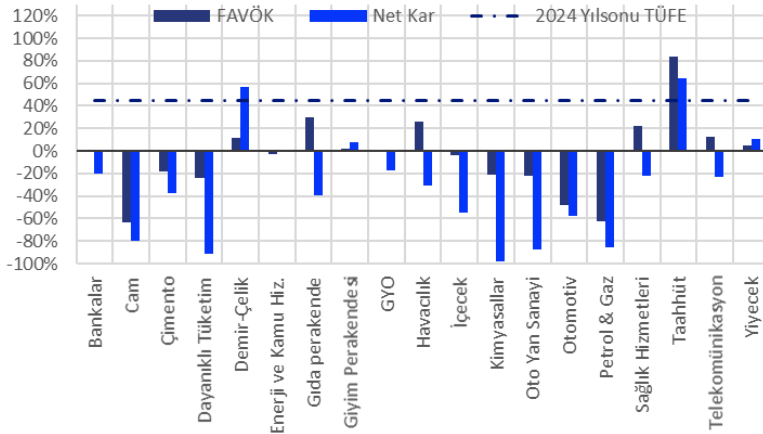
Piyasalara Dair Beklentiler (III)



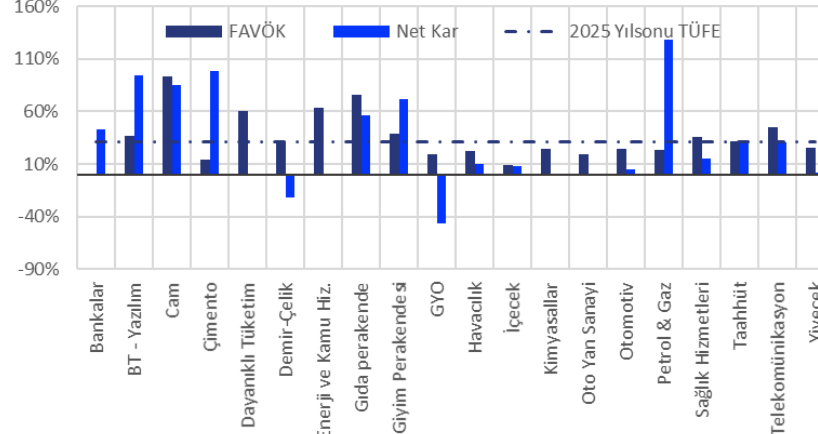
Şirket karlarında en kötüsü, yılın ilk yarısında geride kalmış olabilir...

- **Halka açık şirketler 2024 yıl sonunda reel anlamda %50 net kar daralması ve %14 FAVÖK daralması yaşadı.** Takibimizdeki şirketler ise **2025 yılının ilk 3 ayında Y/Y'a net karda %76, FAVÖK'te ise %16 daralma gerçekleştirmişti. İlk 6 ayın sonunda ise net kar daralması %48'e FAVÖK daralması da %2'ye gerilemiş durumda.** Daralmanın ana nedenleri olarak azalan alım gücü, talebe bağlı ürün fiyat artışlarının sınırlanması ve göreceli güçlü kalan TL ve zayıf global ekonomik aktivite nedeni ile sınırlanan ihracat gelirleri sayılabilir. Ancak daralmadaki azalış dikkat çekici. Öte yandan FAVÖK ve net kar arasındaki belirgin farkın ana nedeninin parasal kazanç/kayıp kalemi, ve bir nebze de finansman giderlerinden kaynaklandığını belirtmekte fayda var.
- Bir önceki sayfada paylaştığımız tabloda görüldüğü üzere, tahminlerimize göre 2025 yılının ikinci yarısında ilk yarıya nazaran iyileşme ihtimali olduğunu göstermektedir.
- **2025 için reel olarak %1 net kar, %5 FAVÖK artışı beklemekteyiz.** Bu da karlılıklar açısından 2025 yılının ikinci yarısının birinci yarıya nazaran daha yüksek seyredeceğine işaret ediyor. **Bu bağlamda bankacılık sektöründeki net kar büyüme tahminimiz %12 iken, sanayi şirketleri için yüzde -7%'dir.**
- 2025 yılında sektörel bazda reel kar performansı ve değerlemeler göz önüne alındığında, öne çıkarmak istediğimiz sektörler, orta vadede **bankacılık, gıda perakendeciliği, beyaz eşya (Arçelik), gıda, seçici olarak taahhüt, havacılık ve telekomünikasyon** sektörleridir.

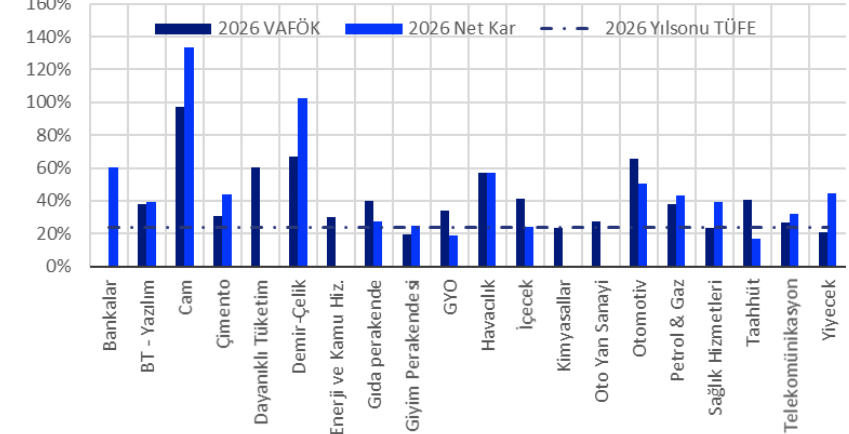
FAVÖK & Net Kar Büyümesi: 2024



FAVÖK & Net Kar Büyümesi: 2025T



FAVÖK & Net Kar Büyümesi: 2026T

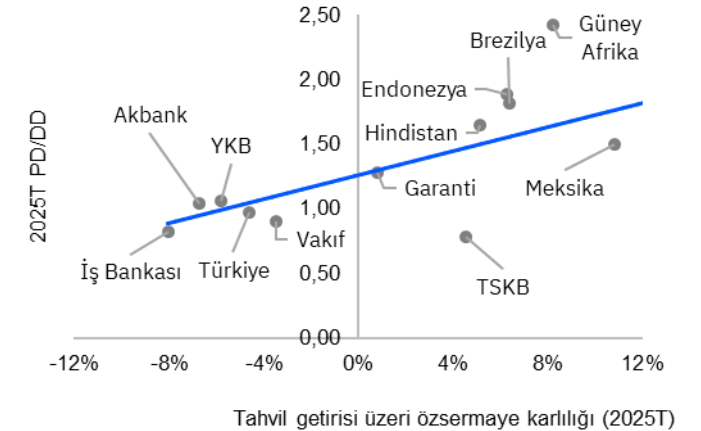
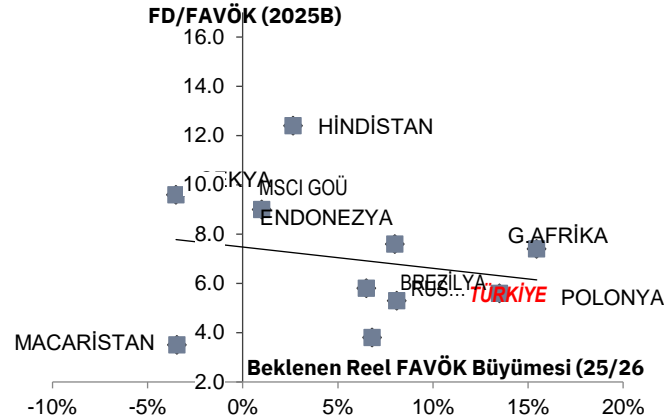
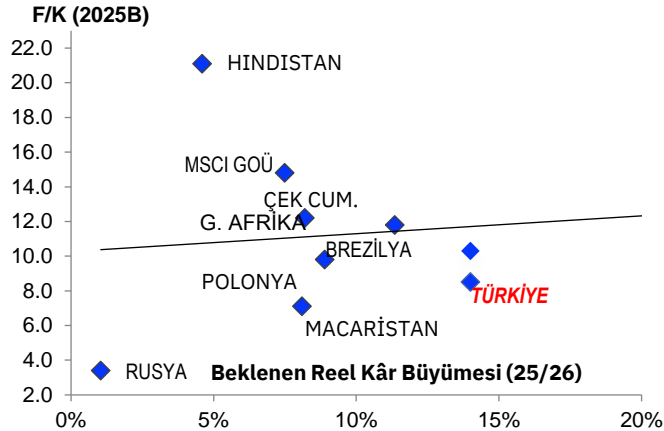


Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (IV)



- **BIST-100 Endeks hedef değerimiz %37.5'lik yükselme potansiyeliyle 14,760 (Önceki: 13,422).** Bu bağlamda, hedef değerler bankacılık sektöründe %36, sanayi sektörlerinde %33 ve holdinglerde %61 yükselme potansiyeline işaret ediyor.
- Reel bazda (2025/2026) kar büyüme beklentilerimizi ülkeler arası büyüme ve çarpanlara harmanladığımızda Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran iskontolu çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. **2025 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ FK çarpanlarına %25, FD/FAVÖK çarpanlarına göre de %20 civarı iskontoda gözükmektedir.** Öte yandan, iç ve dış siyasi risk priminin azalması halinde ve 2026 yılında baz senaryomuzdaki kar büyümeleri sağlanabilirse iskonto %50'lere yaklaşmakta, ve BIST'in olası potansiyelini göstermektedir.
- **Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimizi 31-34. sayfalarda görebilirsiniz.**



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Öneri		Net Kar			F/K			PD/DD			Özsermaye Karlılığı (%)			HB Temettü		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	2024	2025 T	2026 T	2024	2025 T	2026 T	2024	2025 T	2026 T	2024	2025 T	2026 T	2024	2025 T	2026 T
Akbank	59,10	84,80	78,64	33%	EÜG	EPG	42.366	57.611	102.201	7,3	5,3	3,0	1,4	1,1	0,8	19,0	22,1	31,2	1,2	1,7	3,0
Garanti Bankası	134,50	180,00	183,50	36%	EÜG	EÜG	92.175	111.464	171.206	6,1	5,1	3,3	1,7	1,3	1,0	0,3	29,6	34,8	4,4	5,3	8,2
İş Bankası	12,89	17,74	17,46	35%	EÜG	EPG	45.517	74.642	121.457	7,1	4,3	2,7	1,2	0,8	0,6	0,2	20,8	27,3	0,2	0,5	0,9
TSKB	13,00	18,94	18,32	41%	EÜG	EÜG	10.135	13.029	13.928	3,6	2,8	2,6	1,4	0,8	0,6	0,4	33,3	26,3	-	-	-
Vakıfbank	24,82	36,40	35,82	44%	EÜG	EÜG	40.375	62.810	94.388	6,1	3,9	2,6	1,1	0,9	0,7	0,2	25,3	30,9	-	-	-
Yapı ve Kredi Bankası	31,46	41,15	41,24	31%	EÜG	EPG	29.017	50.993	90.600	9,2	5,2	2,9	1,3	1,1	0,8	0,2	23,0	32,3	-	0,9	1,7

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

****EÜG**: Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG**: Endekse Paralel Getiri / **EAG**: Endeksin Altında Getiri / **GG**: Gözden Geçiriliyor a.d.: anlamlı değil

07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)			HB Temettü				
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T		
Akiş GMYO	7,77	8,27	9,50	22%	EPG	EPG	3.296	2.274	4.011	4.256	2.724	2.156	5.539	3.656	2.559	3,6	8,7	7,3	8,9	7,3	5,3	10,8	5,2	4,9	-	-	0,5		
Akçansa	137,80	GG	G/G	-	GG	GG	21.614	3.859	1.673	26.954	4.608	3.038	34.335	5.932	4.444	17,8	8,7	5,9	6,3	4,6	3,5	7,0	14,2	17,9	6,3	4,8	7,1		
Aksa Akrilik	12,17	12,50	13,10	8%	EPG	EPG	28.361	4.484	1.137	34.772	5.309	386	40.167	6.333	1.103	31,9	122,5	42,9	11,4	10,0	8,5	4,1	1,4	3,8	0,5	0,2	0,5		
Aksa Enerji	40,38	45,00	50,20	24%	EPG	EPG	31.639	7.177	2.007	43.967	11.388	3.717	50.376	18.812	6.963	23,2	13,3	7,1	11,3	8,4	5,6	4,2	7,3	12,0	-	-	-		
Anadolu Efes	13,80	18,40	18,40	33%	EPG	EPG	231.354	38.191	13.117	223.147	37.568	10.215	301.256	55.004	13.277	8,9	8,0	6,2	2,9	3,8	2,6	13,4	10,8	12,3	-	-	-		
Anadolu Holding	25,16	33,97	32,44	29%	EPG	EPG	-	-	5.181	-	-	7.447	-	-	11.525	11,8	8,2	5,3	-	-	-	5,6	7,2	9,2	4,0	5,0	6,0		
Arçelik	116,50	180,00	180,00	55%	EÜG	EÜG	428.548	22.297	1.689	579.525	35.717	-1.265	768.342	57.256	10.834	61,5	a.d.	7,3	8,1	6,9	4,8	2,2	-	1,4	9,9	-	-	8,0	
Aygaz	185,10	205,94	205,94	11%	EPG	EPG	81.773	1.753	2.123	92.493	2.750	3.556	110.067	3.209	4.322	16,9	11,4	9,4	22,0	13,8	11,8	3,5	5,9	6,8	12,6	12,9	15,7		
Bim Mağazaları	567,00	645,00	645,00	14%	EPG	EPG	519.567	22.558	18.587	723.214	40.670	23.127	885.147	58.150	28.569	15,3	14,7	11,9	16,6	9,2	6,4	13,5	16,6	17,6	4,0	8,7	14,2		
Brisa	80,05	100,00	100,00	25%	EPG	EPG	34.547	5.483	1.519	41.402	5.750	-502	52.609	7.488	844	20,8	a.d.	28,9	5,4	5,5	4,3	6,7	-	2,3	3,6	2,1	-	-	
Coca Cola İçecek	47,18	85,30	85,30	81%	EÜG	EÜG	137.683	24.143	14.813	178.275	30.264	19.794	232.771	40.642	22.877	11,4	6,7	5,8	6,7	5,4	4,4	23,6	22,8	21,1	1,1	0,4	0,5		
Çimsa	43,70	GG	G/G	-	GG	GG	28.151	5.086	2.688	30.929	5.616	5.601	40.255	7.417	7.961	12,1	7,4	5,2	11,3	6,3	4,2	9,3	18,7	22,4	0,6	1,9	2,1		
Doğan Holding	17,97	25,29	25,29	41%	EÜG	EÜG	-	-	4.317	-	-	2.889	-	-	8.397	10,9	16,3	5,6	-	-	-	6,2	4,0	10,6	0,3	0,3	0,3		
Doğuş Otomotiv	177,20	250,78	250,78	42%	EÜG	EÜG	188.375	16.740	7.592	246.674	17.769	9.654	307.788	28.178	12.886	7,4	4,0	3,0	2,5	3,0	1,7	11,8	12,6	13,2	27,3	30,0	35,0		
Enerjisa	80,05	78,24	85,55	7%	EPG	EPG	190.585	31.252	(4.853)	247.761	55.987	5.863	309.701	69.984	7.422	-	14,6	16,1	12,7	4,7	2,8	2,4	-	5,6	6,3	7,4	2,9	4,0	5,0
Enka İnşaat	68,67	94,34	94,34	37%	EÜG	EÜG	100.541	22.922	24.691	144.915	31.762	34.260	209.987	44.535	38.559	10,5	12,2	10,8	9,9	5,6	2,9	8,8	9,7	9,0	2,0	2,5	3,6		

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

****EÜG:** Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG:** Endekse Paralel Getiri / **EAG:** Endeksin Altında Getiri / **GG:** Gözden Geçiriliyor a.d.: anlamlı değil

07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)			HB Temettü					
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T			
Ereğli	29,00	29,22	29,22	1%	EPG	EPG	204.060	21.092	13.481	231.797	24.338	6.011	293.612	42.416	12.186	12,5	33,8	16,7	12,7	11,2	6,5	5,7	2,0	3,8	0,3	-	-			
Ford Otosan	97,35	118,32	118,32	22%	EPG	EPG	594.995	39.868	38.864	872.529	56.765	39.188	1.139.779	88.021	58.721	9,0	8,7	5,8	11,5	8,1	5,1	28,9	22,2	25,7	17,1	10,0	15,0			
Galata Wind	23,84	32,50	32,50	36%	EÜG	EÜG	2.364	1.636	834	3.030	2.140	1.148	3.891	2.713	1.720	17,9	11,2	7,5	8,6	6,8	5,5	6,8	8,6	11,4	1,3	1,7	1,7			
Good Year	17,74	21,00	21,00	18%	EPG	EPG	21.410	1.424	(878)	28.736	2.454	(1.697)	33.802	2.968	463	-	5,9	a.d.	10,3	3,4	2,1	1,8	-	20,3	-	43,0	10,5	-	-	-
İndeks Bilgisayar	8,10	12,15	12,15	50%	EÜG	EÜG	66.663	2.242	328	77.486	2.727	580	97.479	3.468	769	18,3	10,5	7,9	1,9	1,5	1,2	6,0	8,2	9,1	0,4	0,5	-			
Kardemir	27,88	32,06	32,06	15%	EPG	EPG	38.669	2.866	(2.075)	66.972	6.442	1.344	89.277	10.025	3.555	-	10,1	23,7	8,9	11,6	5,5	3,3	-	3,5	2,0	5,1	0,5	-	-	
Kocaeli Çelik	13,34	18,30	18,30	37%	EÜG	EÜG	19.235	2.036	83	24.394	3.495	1.618	30.835	4.721	2.454	359,9	15,8	10,4	13,5	8,0	6,6	0,8	12,2	16,7	0,1	0,3	0,4			
Koç Holding	170,30	262,04	260,37	53%	EÜG	EÜG	-	-	1.306	-	-	17.539	-	-	54.064	330,7	24,6	8,0	-	-	-	0,2	2,8	7,3	6,9	8,4	10,0			
Kordsa	58,55	75,10	75,10	28%	EPG	EPG	30.433	1.683	(1.096)	35.103	2.361	(717)	44.625	3.133	224	-	15,2	a.d.	50,8	15,3	11,8	8,6	-	8,1	-	5,6	1,7	-	-	-
Koza Altın	24,94	30,22	34,00	36%	EPG	EÜG	8.736	1.878	604	18.528	6.185	5.268	36.596	13.661	9.794	117,9	15,2	8,2	35,5	9,8	4,2	1,8	13,6	20,4	-	-	-			
Koza Anadolu	88,00	90,28	110,00	25%	EPG	EÜG	9.237	1.931	(1.921)	19.591	6.360	4.713	38.696	14.049	8.763	-	11,5	7,2	3,9	10,9	2,2	0,7	-	9,6	21,0	28,5	-	-	-	
Logo	168,70	192,21	192,21	14%	EÜG	EÜG	4.084	1.523	352	5.930	2.077	684	8.319	2.862	952	28,0	23,4	16,8	10,1	7,2	4,9	11,5	22,7	24,9	-	-	-			
Lokman Hekim	16,81	17,40	19,00	13%	EPG	EPG	2.942	661	240	3.980	894	221	5.183	1.059	138	12,9	16,4	26,3	7,3	6,0	5,2	10,8	8,8	4,4	0,4	0,5	0,3			
Mavi Giyim	38,62	65,00	65,00	68%	EPG	EPG	38.519	7.012	2.724	57.047	9.714	4.693	64.867	11.577	5.866	12,9	6,5	5,2	3,7	2,9	2,4	23,5	35,5	38,6	5,0	5,0	5,0			
Migros Ticaret	467,00	799,00	799,00	71%	EÜG	EÜG	293.780	15.796	6.340	431.454	21.224	5.938	515.024	28.121	8.721	13,5	14,2	9,7	5,2	3,8	2,8	9,5	8,8	11,6	32,5	37,8	37,4			
MLP Sağlık Hizmetleri	337,50	455,00	460,00	36%	EPG	EÜG	39.690	10.203	5.210	54.186	13.825	6.034	70.560	17.106	8.589	11,1	10,7	7,5	6,9	5,4	4,3	19,7	18,8	23,2	-	-	-			
Orge Elektrik	71,65	125,00	92,00	28%	EÜG	EPG	3.429	1.897	691	3.683	1.971	621	4.645	2.277	905	8,4	9,2	6,3	3,0	2,9	2,5	23,4	17,4	20,2	-	-	-			

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor a.d.: anlamlı değil

07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)			HB Temettü			
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	2024	2025T	2026T	
Otokar	474,50	580,00	580,00	22%	EPG	EPG	33.886	-770	-3.104	50.257	4.974	2.759	83.298	9.768	6.458	-19,5	20,6	8,8	-104,0	15,3	7,3	-32,5	29,6	41,3	-	-	-	
Pegasus	224,10	355,00	350,00	56%	EÜG	EÜG	111.823	31.765	13.285	161.810	36.186	15.249	213.784	57.307	21.103	7,8	7,3	5,3	7,0	7,1	5,1	17,7	12,9	11,9	-	-	-	
Petkim	19,30	21,00	21,00	9%	EPG	EPG	77.381	-1.083	-6.344	89.384	-406	-3.010	133.403	8.069	-105	-8,5	a.d.	a.d.	a.d.	-235,6	13,0	-	9,3	-4,6	-0,2	-	-	-
Sabancı Holding	84,35	155,30	152,98	81%	EÜG	EÜG	-	-	-15.475	-	-	(3.761)	-	-	-18.395	a.d.	a.d.	9,6	-	-	-	-	4,9	-1,1	4,5	3,0	2,0	3,0
Şişecam	35,32	47,31	48,00	36%	EPG	EPG	185.589	10.822	5.022	232.798	20.884	9.308	288.708	41.144	21.730	28,1	11,6	5,0	18,0	11,4	6,3	2,3	3,8	6,7	0,7	0,8	1,5	
Şok Marketler	37,00	52,00	52,00	41%	EPG	EPG	202.174	4	61	277.865	5.557	4.278	323.438	8.095	7.668	537,7	5,1	2,9	6.493,6	4,2	2,6	0,2	12,5	18,6	-	-	-	
Tab Gıda	225,40	300,56	300,56	33%	EÜG	EÜG	32.009	6.865	1.912	44.878	9.179	3.006	59.315	11.625	4.643	20,9	19,6	12,7	8,2	5,9	4,5	10,3	16,2	20,1	3,5	0,3	0,5	
Tav Airports	236,90	444,00	444,00	87%	EÜG	EÜG	59.211	17.448	6.558	80.964	24.008	4.322	113.404	33.499	14.479	12,3	19,9	5,9	7,8	7,3	5,5	11,1	5,1	11,4	-	-	9,4	
Tekfen Holding	84,20	116,00	95,00	13%	EPG	EPG	58.190	2.912	404	62.489	2.706	-592	71.571	4.332	556	50,4	a.d.	56,0	12,1	14,7	9,9	1,2	-1,8	1,7	0,3	-	-	
Tofaş	278,75	270,98	270,98	-3%	EPG	EPG	129.318	9.280	5.221	292.287	13.750	7.249	501.629	29.984	13.452	23,8	19,2	10,4	16,0	12,5	6,4	9,5	12,0	19,3	12,0	5,0	15,0	
Türk Hava Yolları	313,75	480,00	480,00	53%	EÜG	EÜG	745.430	136.256	113.378	968.789	166.468	126.467	1.329.665	265.650	193.428	3,5	3,4	2,2	5,2	4,7	3,4	16,7	12,7	12,7	6,9	9,4	11,9	
Türk Telekom	52,25	65,31	75,00	44%	EPG	EÜG	161.651	59.036	8.456	219.502	88.315	21.953	279.320	109.579	25.394	17,5	8,3	7,2	4,1	2,9	2,4	5,0	9,8	8,7	1,3	2,0	-	
Türk Traktor	568,50	786,37	650,00	14%	EPG	EAG	66.970	9.818	5.741	59.266	6.081	3.924	71.624	9.927	5.083	14,2	14,5	11,2	6,2	11,2	7,1	29,0	18,5	21,0	48,5	46,5	52,1	
Turkcell	100,40	139,78	145,00	44%	EÜG	EÜG	166.671	70.686	23.523	231.335	99.589	19.912	296.665	128.708	29.998	8,1	11,1	7,4	3,6	2,8	2,2	10,8	7,5	9,1	1,8	1,9	-	
Tüpraş	180,60	234,00	234,00	30%	EÜG	EÜG	810.386	50.704	18.315	879.161	60.964	31.661	1.051.018	76.170	41.832	17,0	11,0	8,3	5,6	5,2	3,8	5,6	9,8	9,6	15,2	15,2	20,7	
Ülker Gıda	105,80	180,00	180,00	70%	EÜG	EÜG	84.098	15.596	7.401	111.847	18.966	6.481	139.585	22.385	9.057	6,3	6,0	4,3	4,1	4,2	4,1	20,3	16,3	19,0	-	9,3	3,5	
Zorlu Enerji	3,40	4,00	4,00	18%	EPG	EPG	29.658	6.597	-2.364	26.944	6.736	-17.165	32.350	7.520	-16.381	-10,6	a.d.	a.d.	10,4	10,7	10,3	-3,5	-33,5	-47,0	-	-	-	

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor
a.d.: anlamlı değil

07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Model Portföy ve Hisse Önerileri



07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BİST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri (%)
Arçelik	0,6%	78.722	349,7	180,0	54,5%
Coca Cola İçecek	1,0%	132.013	566,2	85,3	80,8%
Doğan Holding	0,5%	47.027	289,8	25,3	40,7%
Enka İnşaat	1,5%	417.000	905,6	94,3	35,7%
Galata Wind Enerji	-	12.874	92,6	32,5	36,3%
Koç Holding	2,9%	431.863	4.793,2	260,4	52,9%
Migros	1,3%	84.552	1.098,2	799,0	71,1%
Sabancı Holding	2,8%	177.167	2.562,7	153,0	81,4%
Tab Gıda Sanayi	0,4%	58.895	176,2	300,6	33,3%
Tav Havalimanları	1,3%	86.061	639,9	444,0	87,4%
T.S.K.B.	0,4%	36.400	326,2	18,3	40,9%
Türk Hava Yolları	6,6%	432.975	10.247,5	480,0	53,0%
Turkcell	3,7%	220.880	2.546,0	145,0	44,4%

Değişiklikler

Eklenen	-
Çıkarılan	-

Portföy Performans	Nominal Getiri (%)	BİST-100 Rölatif
2023	64,6%	21,4%
2024	48,6%	12,9%
2025 Yıl Başından	12,0%	1,8%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Detaylı Model Portföy								07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla			
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı	Son Kapanış	Nominal Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2025T	FK 2025T
Arçelik	30.06.2025	122,50	116,50	-4,9%	-12,5%	180,00	54,5%	78.722	349,7	6,9	n.m.
Coca Cola İçecek	25.08.2025	51,50	47,18	-8,4%	-2,8%	85,30	80,8%	132.013	566,2	5,4	6,7
Doğan Holding	21.06.2024	16,57	17,97	8,4%	8,0%	25,29	40,7%	47.027	289,8	0,6	16,3
Enka İnşaat	4.04.2025	57,45	69,50	21,0%	4,9%	94,34	35,7%	417.000	905,6	5,6	12,2
Galata Wind Enerji	17.09.2025	24,36	23,84	-2,1%	1,0%	32,50	36,3%	12.874	92,6	6,8	11,2
Koç Holding	20.08.2025	182,90	170,30	-6,9%	-4,1%	260,37	52,9%	431.863	4793,2	0,7	24,6
Migros	26.07.2022	50,68	467,00	821,4%	116,2%	799,00	71,1%	84.552	1098,2	3,8	14,2
Sabancı Holding	22.05.2025	78,30	84,35	7,7%	-5,6%	152,98	81,4%	177.167	2562,7	0,5	n.m.
Tab Gıda Sanayi	13.03.2025	169,94	225,40	32,6%	31,6%	300,56	33,3%	58.895	176,2	5,9	19,6
Tav Havalimanları	18.08.2025	252,00	236,90	-6,0%	-5,0%	444,00	87,4%	86.061	639,9	7,3	19,9
T.S.K.B.	13.12.2024	12,78	13,00	1,7%	-4,8%	18,32	40,9%	36.400	326,2	0,8	2,8
Türk Hava Yolları	18.03.2025	319,44	313,75	-1,8%	-1,9%	480,00	53,0%	432.975	10247,5	4,7	3,4
Turkcell	20.05.2025	96,43	100,40	4,1%	-8,4%	145,00	44,4%	220.880	2546,0	2,8	11,1

	Nominal	Rölatif	BIST-100 Endeks Performans
Performans			
2023 Yılı	64,6%	21,4%	35,6%
2024 Yılı	48,6%	12,9%	31,6%
2025 Yılbaşından Bugüne	12,0%	1,8%	10,0%

* Banka ve Holding için PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Arçelik



ARCLK TI / ARCLK.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	180,00
Hisse Fiyatı (TL)	116,50
Yükseliş Potansiyeli (%)	55%
Piyasa Değeri (TL mn)	78.722
Firma Değeri (TL mn)	223.781

Finansal Göstergeler	2023	2024	2025T	2026T
TL mn				
Gelirler	371.203	428.548	579.525	768.342
artış	44%	15%	35%	33%
FAVÖK	29.354	22.297	35.717	57.256
marj	7,9%	5,2%	6,2%	7,5%
Net Kar	19.505	1.689	-1.265	10.834
marj	5,3%	0,4%	-0,2%	1,4%
Net Borç	76.691	101.771	168.839	197.638
FD/FAVÖK	5,3	8,1	6,9	4,8
F/K	4,5	61,5	a.d.	7,3

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Borçlulukta azalma ve marjlarda toparlanma yolda: Whirlpool ile birleşmenin ardından Arçelik, Avrupa'daki pazar payını %20'lere yükseltti. Son iki yıldır daralan Avrupa pazarına ek olarak, birleşme sonrası artan maliyetler ve IAS-29'un olumsuz etkileri marjlar üzerindeki baskıyı geçen yıl daha da artırdı. Ancak önümüzdeki çeyreklerde bu eğilimin tersine dönmesi bekleniyoruz, ilk toparlanma sinyalleri şimdiden görülmeye başladı.
- Maliyet düşürme adımları, EUR/USD paritesindeki olumlu seyir ve düşen hammadde fiyatlarının etkisiyle marjlarda kademeli bir normalleşme öngörüyoruz. 2025 yılı için FAVÖK marjı tahminimiz %6,2 olup, bu oranın 2026'da %7,5'e, 2027'de ise %8,3'e çıkmasını bekliyoruz.
- Zayıf finansalların ve artan borcun etkisiyle hisse, yıl başından bu yana endeksin %18 gerisinde performans gösterdi. Bu zayıf performansın yılın ikinci yarısında finansallardaki toparlanmanın etkisiyle tersine dönmesini bekliyoruz.
- 2026 tahminlerimize göre Arçelik, 4,8x FD/FAVÖK çarpanıyla global benzerlerine kıyasla %35 iskontolu işlem görüyor.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Coca Cola İçecek



CCOLA TI / CCOLA.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	85,30
Hisse Fiyatı (TL)	47,18
Yükseliş Potansiyeli (%)	81%
Piyasa Değeri (TL mn)	132.013
Firma Değeri (TL mn)	167.298

Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	145.884	137.683	178.275	232.771
artış	57%	-6%	29%	31%
FAVÖK	25.869	24.143	30.264	40.642
marj	17,7%	17,5%	17,0%	17,5%
Net Kar	29.713	14.813	19.794	22.877
marj	20,4%	10,8%	11,1%	9,8%
Net Borç	21.526	30.096	32.444	45.691
FD/FAVÖK	5,9	6,7	5,4	4,4
F/K	2,6	11,4	6,7	5,8

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Görünüm ve Beklentiler: Marj ve satış hacminde zayıf geçen 12 ayın ardından 2025 yılının ikinci yarısında marjlarda ve nakit akışında toparlama görüşümüzü koruyor ve, eğilimin 2026 yılında devam etmesini beklemekteyiz. Şirket 2025'te; satış hacminin konsolide bazda orta tek haneli büyümesini, kur ayarlı net satış gelirinin düşük 20'lerde büyümesini ve FAVÖK marjının yatay kalmasını beklemektedir.
- Tahminlerimiz ve Finansal Analiz: Zayıf ilk yarıya rağmen, tahminlerimiz şirketin beklentilerinden daha muhafazakar kalmaya devam ediyor. Satış gelirleri tahminlerimiz şirketle uyumlu iken, FAVÖK marjı tahminimiz 90bp daha düşüktür. Stok ve ürün gamı ve operasyonel giderler istisnai bir şekilde yönetildiği için, yıl sonunda tahminlerimizde yukarı yönlü bir potansiyel de oluşabilir. 2025'in bir kısmında reel ürün fiyatlarında düşüş varsayımımız, marj daralması varsayımımızın ana nedenidir. Modelimizde şirket için %17,3'lük sürdürülebilir FAVÖK marjı varsayıyoruz. Güçlü net işletme sermayesi yönetimi sayesinde net borç Net Borç/FAVÖK oranının önümüzdeki dönemde 1,1-1,4x aralığında kalmasını bekleriz.
- Hedef fiyatımızı %81 yükseliş potansiyeli ile 85.3 TL'de korumaya devam ediyoruz: Şirket, global benzerlerine kıyasla 2025T FD/FAVÖK'de %59 ve 2025T F/K oranında %52 iskontolu işlem görmektedir. Reel FAVÖK büyüme oranı 2025 yılında global benzerlerinin gerisinde kalabilir, ancak 2026 tahminlerimize göre trend tam tersi olacaktır. Sonuç olarak, marjların dibi gördüğünü, düşük döngünün fiyatlandığına ve son 1 yıllık %23'lük piyasaya göre düşük performansın ardından 2Y25'teki iyileşmenin hisse için orta vadeli bir katalizör olabileceğine inanıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Doğan Holding



DOHOL TI / DOHOL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	25,29
Hisse Fiyatı (TL)	17,97
Yükseliş Potansiyeli (%)	41%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	19%
Piyasa Değeri (TL mn)	47.027
Firma Değeri (TL mn)	17.855

Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	-210	4.317	2.889	8.397
artış		a.d	-33,1%	190,7%
HB Temettü	0,26	0,3	0,3	0,3
Tem. Verimi	1,44%	1,7%	1,4%	1,7%
Özsermaye Karlılığı(%)	-0,3	6,2	4,0	10,6
F/K (x)	6,8	10,9	16,3	5,6
PD/DD (x)	0,42	0,7	0,6	0,6

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 and 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Düşük marjlı işletmelerin holding portföyünden çıkışı ve nakit akış potansiyeli daha güçlü şirketlere yapılan yatırımlarla inorganik büyüme stratejisi izlenmesini, uzun vade ana katalist olarak görüyoruz.
- Hepiyi Sigorta tarafında süren güçlü AUM büyümesi, madencilik sektöründe yapılan yatırımlar (*sanayi/elektrifikasyonda ihtiyaç duyulan Kurşun, Çinko, Pyrite rezervleri*) ve Galatawind aracılığıyla yenilenebilir enerji sektörüne yapılan yatırımlar önümüzdeki birkaç yıl için güçlü büyüme katalizörleridir.
- Galata Wind, devam eden yatırımlarla kapasitesini 2024 yıl sonunda 291 MW'a ve Haz25 itibariyle 354MW'ye çıkardı. 2025 yıl sonunda 550 MW ve 2028'e kadar 1.000 MW kapasiteye ulaşmayı hedefliyor.
- Karel tarafında geçtiğimiz yıl beyaz eşya sektöründeki zayıflık, üretim hattındaki geçici duruş, baz istasyonu tarafında projelerde yavaşlama gibi sebeplerle zayıf seyir görmüştür. 1Ç25 ve 2Ç25'te marjlarda pozitif tarafa geçilse de net kâr tarafındaki zayıflık sürmektedir. Yüksek borçluluk görünümünden dolayı uzun vade büyümenin devamının sağlanabilmesi adına ek sermaye ihtiyacının karşılanmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Daiichi'nin (otomotiv endüstrisi için multimedya sistemi sağlayıcısı) katma değerli ürünlerle daha çeşitlendirilmiş bir ürün portföyü oluşturan son girişimlerine ek olarak; motosiklet tesisi (Eylül 2024'te tamamlandı) yatırımı ve olası diğer yatırımlar ek sinerji yaratabilir. Öte yandan Sasa Ambalaj'ın artan ihraç payını (ABD payının da artmasını) Şirket'in döviz yaratımını hızlandırdığı için olumlu buluyoruz.
- Dijital Sigorta sektöründe (Hepiyi Sigorta) gelen katkı da karlılık figürlerini destekliyor. Grubun, Haz25 itibariyle 621mn USD portföy büyüklüğü (Haz24: 315mn USD, Sep24: 430mn USD, Dec24: 484mn USD, Mar25: 533mn USD) bulunuyor. Sektör büyüklüğü göz önüne alındığında hala güçlü bir büyüme potansiyeli barındırıyor.
- Çeşitlendirilmiş iştirak portföyünde; bazı sektörlerden çıkış ve/veya halka arz planlarının hayata geçmesiyle holding fiyatlamasının daha güçlü olabileceğine inanıyoruz. Güncel durumda 0.64x PD/DD rasyosunu Şirket'in güçlü ve defansif bilanço yapısına göre iskontolu buluyoruz.
- Güncel NAD iskontosu ~%56'dır. Haz25 itibariyle 662mn USD tutarındaki güçlü solo nakit pozisyonu gelecekte daha yüksek iç verim oranı (IRR) üretebilecek büyük ölçekli yatırımlar için ek fırsatlar yaratabilir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Enka İnşaat



ENKAI TI / ENKAL IS		Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat					94,34
Hisse Fiyatı (TL)					69,50
Yükseliş Potansiyeli (%)					36%
Piyasa Değeri (TL mn)					417.000
Firma Değeri (TL mn)					212.365
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Gelirler	76.705	100.541	144.915	209.987	
artış	24%	31%	44%	45%	
FAVÖK	15.061	22.922	31.762	44.535	
marj	19,6%	22,8%	21,9%	21,2%	
Net Kar	16.969	24.691	34.260	38.559	
marj	22,1%	24,6%	23,6%	18,4%	
Net Borç	-149.335	-190.635	-240.458	-289.672	
FD/FAVÖK	22,0	9,9	5,6	2,9	
F/K	11,1	10,5	12,2	10,8	

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yıl başından bu yana %45 artış ve BIST-100'e göre %36'lık bir üstün performans sergilemesine rağmen, hisse senedi tahminlerimize göre 2025T için 5,6x ve 2026T için 2,9x FD/FAVÖK gibi düşük çarpanlarla işlem görmeye devam ediyor. Güçlü 3Ç25 finansal sonuçları, sipariş stokundaki artış, yükselen elektrik fiyatları, Rusya-Ukrayna savaşında olası bir barış anlaşması ve yüksek USD/TRY kurlarının hisse senedi için katalizör görevi görebileceğini düşünüyoruz.
- Enka İnşaat, 1) ağırlıklı olarak USD bazlı gelir akışı, 2) Rusya'daki nakit üreten gayrimenkul işi, 3) 9M25'te enerji üretiminin yıllık bazda önemli ölçüde iyileşmesi ve Kırklareli (850MW) ve Bulgaristan (40MW) kapasite artışlarıyla daha da büyüme beklentisi, 4) 2025 yılının ikinci çeyreği sonu itibarıyla 7,9 milyar ABD doları tutarındaki sipariş birikimi, 5) 5,5 milyar ABD doları tutarındaki net nakit pozisyonu ve 6) gelirinin yaklaşık %75'ini yurt dışından elde etmesi nedeniyle Türkiye riskinin nispeten düşük olması.
- Enka, sipariş backlogunu 2015'teki 2,0 milyar ABD dolarından 2025 yılının ilk yarısında 7,9 milyar ABD dolarına çıkarmıştır. Mevcut sipariş backlogunun 8,0 milyar ABD dolarını aştığını tahmin ediyor ve özellikle Avrupa ve Irak'taki yeni enerji ve altyapı projelerinden kaynaklanan büyümenin devam etmesini bekliyoruz.
- Enka'nın elektrik üretimini 2025 yılında üç katına çıkaracağını tahmin ediyoruz. Bu büyüme, Kırklareli'de 850 MW kapasiteli yeni bir doğal gaz santralinin ve Bulgaristan'da 40 MW kapasiteli bir güneş enerjisi santralinin devreye girmesiyle desteklenecektir. Bu yatırımlarla Enka'nın toplam elektrik üretim kapasitesi 4.100 MW'tan 5.000 MW'a çıkacaktır.
- Şirketin Rusya'daki gayrimenkul varlıkları da çok yüksek doluluk oranları (alışveriş merkezleri için %98 ve ofisler için %96) ile iyi durumda olmaya devam ediyor. Enka, gayrimenkullerden yıllık yaklaşık 200 milyon ABD doları FAVÖK elde ederek istikrarlı ve sürdürülebilir bir nakit akışı kaynağı sağlıyor.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Galata Wind



GWIND TI / GWIND.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				32,50
Hisse Fiyatı (TL)				23,84
Yükseliş Potansiyeli (%)				36%
Piyasa Değeri (TL mn)				12.874
Firma Değeri (TL mn)				14.091
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	2.684	2.364	3.030	3.891
artış	17%	-12%	28%	28%
FAVÖK	2.029	1.636	2.140	2.713
marj	75,6%	69,2%	70,6%	69,7%
Net Kar	900	834	1.148	1.720
marj	33,5%	35,3%	37,9%	44,2%
Net Borç	894	1.135	1.620	2.105
FD/FAVÖK	6,8	8,6	6,8	5,5
F/K	13,3	17,9	11,2	7,5

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- EPIAŞ verilerine göre, elverişli hava koşulları ile birlikte Taşpınar ve Mersin tesislerindeki kapasite artışı sayesinde Galata Wind'in 3Ç25'te yıllık bazda %48'lik bir üretim hacmi artışı kaydettiğini hesaplıyoruz. Dolayısıyla, 3Ç25'te karlılığın hem yıllık hem de çeyreklik bazda daha güçlü olmasını bekliyoruz.
- Kısa vadede katalizör görevi görebilecek güçlü 3Ç25 finansal beklentilerinin yanı sıra, Türkiye ve Avrupa'daki büyüme planları da orta ve uzun vadede katalizör görevi görecektir. Şirket, Türkiye'de 22 MW rüzgar enerjisi kapasitesi ve Avrupa'da 200 MW güneş enerjisi kapasitesi artışı ile 2027 yılına kadar 577 MW kapasiteye (mevcut 354 MW'tan) ulaşmayı hedeflemektedir. Ayrıca, Avrupa'da 100 MW ek güneş enerjisi kapasitesi yatırımı ve Türkiye'de 410 MW (300 MW WPP + 110 MW SPP) depolama kapasiteli enerji santralleri ile 2030 yılına kadar 1.089 MW kapasiteye ulaşmayı hedeflemektedir.
- Şirket, 2025 yılı için %70-75 FAVÖK marjı, 900-980 GWh üretim hacmi ve 1,6 milyar TL yatırım harcaması öngörmektedir. Bu rakamlar, bizim tahminlerimizle uyumludur.
- Yıl başından bu yana BIST-100 endeksinin %40 ve son 6 ayda %25 altında performans gösteren hisseler, şu anda 2026 tahminlerimize göre 5.5 FD/FAVÖK ve 7.5 F/K çarpanlarında işlem görmektedir. Şirketin güçlü büyüme potansiyeli göz önüne alındığında, bu oranları cazip buluyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Koç Holding



KCHOL TI / KCHOL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	260,37
Hisse Fiyatı (TL)	170,30
Yükseliş Potansiyeli (%)	53%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-38%
Piyasa Değeri (TL mn)	431.863
Firma Değeri (TL mn)	2.981.354

Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	108.176	1.306	17.539	54.064
artış		-98,8%	1243,0%	208,2%
HB Temettü	1,73	6,9	8,4	10,0
Tem. Verimi	1,02%	4,0%	4,9%	5,9%
Özsermaye Karlılığı(%)	18,0	0,2	2,8	7,3
F/K (x)	214,7	330,7	24,6	8,0
PD/DD (x)	0,48	0,7	0,7	0,6

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 and 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Toplam gelirlerinin %49'u döviz ve döviz bağlantılı kalemlerden oluşmaktadır. Grup 45 farklı para biriminde faaliyet göstermekte, 155'ten fazla ülkeye ihracat yapmakta ve böylece doğal korunmalı bir gelir yapısı yaratmaktadır. Uluslararası gelirlerin toplam gelirler içindeki payı 2024'te %30 iken 1H25'te %33 seviyesine çıkmıştır.
- Enerji segmentinde; Tüpraş, Türkiye rafinaj kapasitesinin %70'ini karşılamakta olup, ayrıca 910 MW (380'i sıfır karbon) elektrik üretim kapasitesiyle enerji dönüşümünde önemli bir oyuncudur. 2027'ye kadar 1 GW sıfır karbon elektrik kapasitesi hedeflenmekte, sürdürülebilir havacılık yakıtı üretiminde mühendislik çalışmalarının tamamlanması planlanmaktadır. Aygaz ise %25,7 LPG pazar payı ile lider konumunu sürdürmektedir.
- Otomotiv segmentinde Ford Otosan, Tofaş, Türk Traktör ve Otokar ile grup hem Türkiye'nin en büyük üreticisi/ihracatçısı hem de Avrupa'da önemli bir ihracat üssüdür. Ford Otosan yılda 934 bin adet üretim kapasitesiyle Avrupa'nın en büyük ticari araç üretim merkezlerinden birisi konumundadır. Tofaş, Stellantis Türkiye operasyonlarını satın alarak portföyünü 8 markaya genişletmiş, 2026 sonuna kadar yeni hafif ticari araç projelerini devreye almayı hedeflemektedir. Türk Traktör 18 yıldır kesintisiz pazar lideri, Otokar ise 877mn EUR tutarında birikmiş savunma araçları siparişleriyle öne çıkmaktadır.
- Dayanıklı tüketim malları tarafında Arçelik, toplam gelirlerinin %66'sını uluslararası pazarlardan elde etmekte ve Whirlpool EMEA & MENA entegrasyonu ile ölçek avantajını artırmaktadır. Finans segmentinde Yapı Kredi, özel bankalar arasında aktif büyüklükte 4. sırada ve tüketici finansmanında 2. sırada yer almaktadır.
- Holding düzeyinde, 2024 sonunda 911mn USD olan net nakit, 1H25 itibarıyla 857mn USD seviyesinde korunmuştur. Net Borç/FAVÖK oranı 1,6x olup, grup bilanço disiplini sürdürmektedir. Son 5 yılda yapılan toplam yatırım 15,2 milyar USD'ye ulaşmış, yatırımların gelirlere oranı %15-20 bandında tutulmuştur. Ana sektörlerin dışında; sağlık/turizm/teknoloji/mobilizasyon/elektrifikasyon gibi alanlarda yapılan/yapılacak olan yatırımları da düşündüğümüzde; yatırım harcamalarının önemli kısmını gerçekleştirmiş holding'in bilançosunu sağlıklı bulmaya devam ediyoruz.
- 0.73x PD/DD rasyosu ile işlem gören Şirket'in, NAD iskontosu ~%38'dir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Migros



MGROS TI / MGROS.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	799,00
Hisse Fiyatı (TL)	467,00
Yükseliş Potansiyeli (%)	71%
Piyasa Değeri (TL mn)	84.552
Firma Değeri (TL mn)	89.927

Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	262.132	293.780	431.454	515.024
artış	87%	12%	47%	19%
FAVÖK	4.537	15.796	21.224	28.121
marj	1,7%	5,4%	4,9%	5,5%
Net Kar	12.747	6.340	5.938	8.721
marj	4,9%	2,2%	1,4%	1,7%
Net Borç	-3.678	-1.692	-3.825	-6.587
FD/FAVÖK	17,8	5,2	3,8	2,8
F/K	3,6	13,5	14,2	9,7

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Görünüm ve tahminlerimiz: Şirket 2025 yılında satış gelirlerinde reel anlamda %8-10 (Gedik: %15) artış FAVÖK marjının ise %6 civarında (Gedik: %4.9) gerçekleşmesini beklemektedir.
- Bunlara ek olarak şirketin iş modelinin ileriye dönük olarak önemli miktarda nakit yaratacak kadar güçlü kaldığına inanmaya devam ediyoruz. Bu durum aynı zamanda Şirketin önümüzdeki dönemde temettü ödemelerini tahminimizden daha yüksek oranda artırma olasılığını ortaya koymaktadır. Şirketin düşen enflasyon ortamında da sağlıklı marklarla faaliyetlerine devam edeceğini düşünmekteyiz.
- Hisse 2025 yılı beklentilerimize 14x F/K ve 3.8FD/FAVÖK çarpanında işlem görmekte olup, güçlü nakit yaratma kabiliyetine sahiptir. Benzer şirketlerden Bim Mağazalar ise 14x F/K ve 5.9 FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Şirketin güçlü nakit akışı yaratma potansiyelinin, beklenenden daha güçlü bir temettü ödeme potansiyeli yarattığını not etmekte fayda görüyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Sabancı Holding



SAHOL TI / SAHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat	152,98			
Hisse Fiyatı (TL)	84,35			
Yükseliş Potansiyeli (%)	81%			
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-49%			
Piyasa Değeri (TL mn)	177.167			
Firma Değeri (TL mn)	2.458.037			
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	22.274	-15.475	-3.761	18.395
artış		-169,5%	-75,7%	-589,2%
HB Temettü	1,75	3,0	2,0	3,0
Tem. Verimi	2,07%	3,6%	2,4%	3,6%
Özsermaye Karlılığı(%)	6,9	-4,9	-1,1	4,5
F/K (x)	a.d.	a.d.	n.m.	9,6
PD/DD (x)	0,32	0,6	0,5	0,4

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 and 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Net Aktif Değeri'nin (NAD) 2029 yılı sonunda 20 milyar USD seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Döviz bazlı gelir oranının %30'un üzerine çıkması beklenmekte olup, uluslararası faaliyetlerin genişletilmesi ve TL bazlı kırılganlığın azaltılması; doğal korunmalı (hedge) gelir yapısı hedeflenmektedir.
- Enerji segmenti, 26 santral ve 3.8 GW kurulu güç ile Türkiye'nin en büyük özel elektrik üreticisi konumundadır. %45,5 yenilenebilir payı ile dikkat çeken segment, yaklaşık 1,5 milyar USD defter değeri ve bağımsız değerlendirme raporuna göre yaklaşık 4 milyar USD piyasa değeri ile Sabancı Holding'in NAD'ına en büyük ikinci katkıyı sağlamaktadır. Parçalı yapıdaki sektörde önemli bir büyüme potansiyeli taşımaktadır.
- Enerji segmenti, 2026 yılına kadar kurulu gücünü 5 GW'a çıkarmayı, yenilenebilir enerji oranını %60'a yükseltmeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda portföye 1 GW rüzgar ve 150 MW güneş enerjisi kapasitesi eklenmesi planlanmaktadır. Ayrıca, AB ve ABD'de yeni enerji yatırımları ve hidrojen gibi yeni kaynaklara yönelik keşiflerin sürmesi beklenmektedir.
- Sabancı portföyü, sağlıklı nakit akışı ve güçlü banka dışı özsermaye kârlılığı (ROE) ile kaliteli kârlılık sunmaya devam etmektedir. Sadece holding düzeyinde TL13,3 milyar net nakit pozisyonu ve 1,6x Finansal Borç / Banka Dışı FAVÖK oranı ile grup, stratejik sermaye dağılımı ve portföy optimizasyonu açısından güçlü bir pozisyonda yer almaktadır.
- Grup, 2024–2029 dönemi için %12 varsayılan AOSM'ye karşılık +120–150 baz puanlık AOSM uyarlanmış getiri hedeflemektedir (2018–2023 ortalaması: %12,43). Yatırım harcamalarının gelirlere oranı %15–20 bandında korunarak büyüme ve dönüşüme yönelik yatırımların sürdürülebilirliği sağlanacaktır. Net Borç/FAVÖK oranının 2.0x altında tutulması hedeflenmekte olup bu durum bilanço disiplini ve finansal esnekliğin altını çizmektedir.
- 0.56x seviyesindeki PD/DD rasyosuna karşılık, güncel holding iskontosu ~%49 seviyesindedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Tab Gıda

TABGD TI / TABGD.IS		Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat					300,56
Hisse Fiyatı (TL)					225,40
Yükseliş Potansiyeli (%)					33%
Piyasa Değeri (TL mn)					58.895
Firma Değeri (TL mn)					56.067
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Gelirler	28.858	32.009	44.878	59.315	
artış	74%	11%	40%	32%	
FAVÖK	6.112	6.865	9.179	11.625	
marj	21,2%	21,4%	20,5%	19,6%	
Net Kar	3.549	1.912	3.006	4.643	
marj	12,3%	6,0%	6,7%	7,8%	
Net Borç	-2.466	-2.759	-4.887	-6.265	
FD/FAVÖK	9,2	8,2	5,9	4,5	
F/K	10,9	20,9	19,6	12,7	

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.
a.d.: anlamlı değil

- Tab Gıda, 2024 yılında makroekonomik zorluklara rağmen etkileyici bir operasyonel başarı elde etmiş, yıl genelinde 246 yeni restoran açılışı, %64'lük sistem genelinde satış büyümesi ve %21,1 seviyesindeki güçlü EBITDA marjı ile hedeflerine paralel bir performans sergilemiştir.
- Tab Gıda'nın 2025 yılında nominal olarak %40'ın üzerinde ciro büyümesi gerçekleştirmesini bekliyoruz. Yılın ilk yarısında elde edilen güçlü performans, bu hedefin gerçekleştirilmesi açısından önemli bir güven unsuru oluşturmuştur. Yılın kalan döneminde daha dengeli bir büyüme trendi öngörülse de, ilk 6 aylık veriler ışığında hedefin üzerinde bir gerçekleşme olasılığı artmaktadır.
- EBITDA tarafında ise, 2025 yıl sonu itibarıyla nominal bazda 9 milyar TL seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Güçlü ilk yarının katkısının yanı sıra, hızlanan operasyonel aktivite ve artan satış hacmiyle birlikte bu seviyelere ulaşmak mümkün görünmektedir.
- Yılın ilk yarısında fiş büyümesi %15 seviyesinde gerçekleşmiş, premium segmentte ise daha güçlü bir artış dikkat çekmiştir. Ekonomik segmentte artan talep, tüketicilerin değişen harcama eğilimleriyle örtüşürken, rekabetçi menü ve premium segmentlerin ortak katkısıyla gerçekleşen bu büyüme, sürdürülebilir marjlar için dengeli bir karışım sunmuştur.
- Ürün karmasındaki çeşitlilik ve mevcut fiyatlandırma stratejisi sayesinde marj yapısı dengede tutulabilmekte; ekonomik segmentteki görece düşük marjlar, premium ürünlerdeki hacim büyümesiyle dengelenmektedir. Bu doğrultuda, yıl sonu itibarıyla EBITDA marjının %20,5 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Hisse 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 5.9x ve 4.5x FD/FAVÖK gibi cazip çarpanlarla işlem görmektedir.
- Son 1 ayda, 3 ayda ve yılbaşından bu yana hisse sırasıyla %5,5, %12,7 ve %39,6 oranlarında BIST 100 endeksi üzerinde performans sergilemiştir. Operasyonel ve finansal taraftaki güçlü görünümün etkisiyle, bu pozitif ayrışmanın önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

TAV Havalimanları



TAVHL TI / TAVHL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat					444,00
Hisse Fiyatı (TL)					236,90
Yükseliş Potansiyeli (%)					87%
Piyasa Değeri (TL mn)					86.061
Firma Değeri (TL mn)					149.595
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Gelirler	34.433	59.211	80.964	113.404	
artış	88%	72%	37%	40%	
FAVÖK	10.435	17.448	24.008	33.499	
marj	30,3%	29,5%	29,7%	29,5%	
Net Kar	7.530	6.558	4.322	14.479	
marj	21,9%	11,1%	5,3%	12,8%	
Net Borç	34.766	49.295	88.790	97.228	
FD/FAVÖK	11,6	7,8	7,3	5,5	
F/K	4,8	12,3	19,9	5,9	

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Piyasanın, vergi, yüksek amortisman ve döviz zararı kaynaklı nakit-dışı kalemlerden kaynaklanan ilk yarı net zararına aşırı tepki verdiğini düşünüyoruz. Parçaların toplamı değerlendirme yöntemimize göre, TAV'ın Net Aktif Değeri'ni (NAV) 3.386 milyon EUR olarak hesaplıyoruz.
- Ankara Terminali'ndeki garanti yolcu uygulamasının sona ermesi ve Mayıs 2025'te yeni imtiyazın başlaması satışları önemli ölçüde büyütecek.
- Geçen yıl Almatı yatırımının, bu yıl ise Ankara ve Antalya yatırımlarının tamamlanmasının ardından, önümüzdeki dönemde borçluluk oranlarında düşüşün devam etmesini bekliyoruz. Mevcut 3,4x Net Borç/FAVÖK oranının yıl sonunda 3,3x'e, 2026'da ise 2,6x'e gerileyeceğini öngörüyoruz.
- Hedef değerimize göre TAV %50 iskontolu işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

TSKB



TSKB TI / TSKB.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	18,32
Hisse Fiyatı (TL)	13,00
Yükseliş Potansiyeli (%)	41%
Piyasa Değeri	36.400

Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Swap Düz. NIM	6,8%	5,9%	5,0%	4,5%
Net Kar	10.166	10.135	13.029	13.928
artış	151%	0%	29%	7%
Özsermaye Karlılığı	42%	38%	33%	26%
F/K	1,5	3,0	2,8	2,6
PD/DD	0,7	0,9	0,8	0,6

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Bir yatırım ve kalkınma bankası olarak TSKB'nin temel finansman kaynağını uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarından sağlanan uzun vadeli döviz cinsi kaynaklar oluşturmaktadır. Banka bu kaynakları ortalama 11 yıl vade ile temin etmekte olup, aktif tarafında ise ortalama vade 5 yıl seviyesindedir. Bu uzun vadeli yapısı sayesinde, aynı kaynağı birden fazla kredi döngüsünde kullandırma imkânına sahiptir. Bankanın bir yatırım ve kalkınma bankası olarak politika faizine doğrudan duyarlılığı mevduat bankalarına kıyasla oldukça sınırlı ve marjları göreceli daha stabil yapıdadır. Yüksek gelen Eylül enflasyonu verisi sonrası faiz indirimlerinde yavaşlama beklentimiz sebebiyle kısa vadede TSKB'nin mevduat bankalarına kıyasla öne çıkabileceğini düşünmekteyiz.
- Aktif kalitesi tarafında, TSKB'nin kredi portföyü büyük ölçüde blue-chip ve kurumsal müşterilerden oluştuğu için bireysel ve küçük-orta kobi segmentlerindeki bozulmalardan etkilenmemektedir. Bu çerçevede, 2025 ilk yarı itibarıyla kur etkisinden arındırılmış kredi risk maliyeti sektör ortalamasının oldukça altında -77 baz puan olarak gerçekleşmiştir. Bankanın 2025 yılsonu kredi risk maliyeti hedefi 50 baz puanın altında olup aşağı yönlü potansiyel barındırmaktadır. (mevduat bankaları ortalama beklentisi: 200 baz puandır). Ayrıca banka ihtiyatlılık prensibiyle toplam 1,65 milyar TL tutarında (özsermayesine oranı %4) serbest karşılık stoğu bulundurmaktadır.
- TSKB'nin 2025 yılında 13 milyar TL net kar ile yılı %33 özsermaye karlılığı ile tamamlamasını beklemekteyiz bu takibimizdeki bankalar arasında en yüksek özsermaye karlılığına işaret etmekte ve uzun vadeli tahvil faizi yılsonu beklentimiz olan 29,5'un ve yılsonu enflasyon beklentimiz olan %32'nin üzerindedir.
- Banka 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 2.8x – 2.6x F/K ve 0.8x – 0.6x PD/DD gibi cazip çarpanlarla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Türk Hava Yolları



THYAO TI / THYAO.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat		480,00		
Hisse Fiyatı (TL)		313,75		
Yükseliş Potansiyeli (%)		53%		
Piyasa Değeri (TL mn)		432.975		
Firma Değeri (TL mn)		768.216		
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	504.398	745.430	968.789	1.329.665
artış	62%	48%	30%	37%
FAVÖK	115.397	136.256	166.468	265.650
marj	22,9%	18,3%	17,2%	20,0%
Net Kar	163.003	113.378	126.467	193.428
marj	32,3%	15,2%	13,1%	14,5%
Net Borç	242.746	275.917	351.762	457.066
FD/FAVÖK	5,9	5,2	4,7	3,4
F/K	1,6	3,5	3,4	2,2

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

a.d.: anlamlı değil

- Türk Hava Yolları, pandemi döneminde kapasitesini koruyarak güçlü bir büyüme performansı sergilemiş ve önemli pazar payı kazanımı gerçekleştirmiştir. 2024 itibarıyla kapasitesini 2019'un %30 üzerine çıkarmış olup, Türkiye'nin coğrafi konum avantajını etkin şekilde kullanarak küresel hava yolu pazarındaki payını %1.8 seviyesinden %2.4'e yükseltmiştir.
- 2025 yılında dolar bazlı net satışların %6 artmasını, FAVÖK marjının %23 seviyesinde gerçekleşmesini ve net karın 3.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Büyümenin önümüzdeki dönemlerde dolar bazlı devam etmesini ve mevcut faaliyet marjlarının sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. Sağlam bilanço yapısı ve güçlü nakit akışının da desteğiyle, önümüzdeki yıllarda da şirketin temettü ödemeye devam etmesini öngörüyoruz.
- 2025 tahminlerimize göre hisse, 3.4x F/K ve 4.7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, global benzerlerine kıyasla sırasıyla %69 ve %6 iskontoludur.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Turkcell



TCELL.TI / TCELL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		145,00	
Hisse Fiyatı (TL)		100,40	
Yükseliş Potansiyeli (%)		44%	
Piyasa Değeri (TL mn)		220.880	
Firma Değeri (TL mn)		266.672	

Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	148.656	158.854	231.335	296.665
artış	65%	7%	46%	28%
FAVÖK	67.935	70.686	99.589	128.708
marj	45,7%	44,5%	43,0%	43,4%
Net Kar	18.125	23.523	19.912	29.998
marj	12,2%	14,8%	8,6%	10,1%
Net Borç	36.435	33.281	59.713	64.778
FD/FAVÖK	3,8	3,6	2,8	2,2
F/K	5,4	8,1	11,1	7,4

* 07/10/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.
a.d.: anlamlı değil

- 5G ihalesi öncesinde güncel borçluluk durumunu (Düzeltilmiş Haz25: 45.8 milyar TL; 0.5x Net Borç/FAVÖK) oldukça sağlıklı olarak yorumluyoruz.
- Turkcell Türkiye abone sayısı Haz25 itibariyle ~43.5mn aboneye ulaşırken (Ara24: 43.1, Ara23: 42.5mn, Ara22: 41.7mn), M2M hariç mobil ARPU tarafında 353TL (2024R: 323TL) ve Fiber ARPU'da 418TL (2024R: 368TL)'ye ulaşılmıştır. Alım gücü, hanehalkı talebi ve kullanım alışkanlıkları açısından düşündüğümüzde, reel ARPU büyümesinin ivmelenmesini bekleriz.
- Enflasyonist yansımaların yoğun olduğu 2022 yılında; Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle fiyat yansıtılmayan gerçekleştiremeyen Turkcell payları, 2022 yılında BIST-100 göreceli olarak %30 negatif ayrıştı. Bu derin ayrışmanın ardından fiyat yansıtılmayan güçlenmesiyle iyileşen finansalların ardından 2023 yılında %11'lik ve 2024 yılında %30'luk endeks göreceli getiri görmüştük. YBB endeks göreceli getiri ise %1 seviyesindedir. ARPU artışlarının bir miktar daha belirginleştiği finansallarda, sanayi şirketlerine göre pozitif ayrışmanın 2Y25'te de devam etmesini bekliyoruz; ancak müşteri kazanımları tarafında ivmenin kaybolduğunu, bu durumun şirket payları üzerinde aşağı yönlü riskler barındırdığını (bir miktar da fiyatlandığını) düşünüyoruz.
- Uzun vadede ise; mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/popülasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun geniş bant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülüyor. Yine uzun vadede; 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırdaki defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğu da inanıyoruz.
- Şirket payları, 2025 beklentilerimize göre 2,8x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Gıda Perakende, Giyim, Mobilya, Savunma Sanayii, Yemek&İkram Hizmetleri	ali.akkoyunlu@gedik.com
Serkan Gönençler	Baş Ekonomist	Makro Ekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Umut Öztürk	Müdür	Petrol Ürünleri, Enerji, Kimyevi Maddeler, İnşaat Taahhüt, Otomotiv Yan Sanayi.	umut.ozturk@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Demir-Çelik, Otomotiv, Holdingler, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Servis ve Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Yönetici	Veri Yönetimi	cigdem.ay@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Burak Pırlanta	Uzman	Makro Ekonomi, Sabit Getirili Menkul Kıymetler	burak.pirlanta@gedik.com
Melek Miray Alkan	Uzman Yardımcısı	Çimento, Perakende, Küçük Ölçekli İşletmeler	miray.alkan@gedik.com
Berk Berensel	Uzman Yardımcısı	Cam, Dayanıklı Tüketim, Havacılık, Madencilik, Sağlık, GMYO	berk.berensel@gedik.com
Bora Kaya	Uzman Yardımcısı	Makro Ekonomi, Veri Yönetimi	bora.kaya@gedik.com

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bizi Takip Edin



www.gedik.com

[/gedikyatirim](https://www.facebook.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.instagram.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.linkedin.com/company/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.youtube.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.twitter.com/gedikyatirim)

A night cityscape with a digital network overlay. The image shows a dense urban environment with numerous skyscrapers and buildings, illuminated by city lights. Overlaid on this scene is a complex network of glowing lines and nodes, primarily in shades of blue and purple, suggesting a digital or data network. The lines connect various points across the city, creating a sense of connectivity and data flow. The overall color palette is dominated by deep blues and purples, with the city lights providing a warm, yellowish glow. The text 'Gedik Yatırım' is positioned in the lower-left corner in a clean, white, sans-serif font.

Gedik Yatırım