

2Ç25 Kar Tahminlerimiz

2025 yılı 2. çeyrek dönem finansal sonuçları açıklanmaya başladı. Bu haftadan itibaren hem finansal hem finans-dışı şirketler olmak üzere yoğun bir bilanço takvimi takip edeceğiz. Konsolide olmayan finansal sonuçlar için son tarih 11 Ağustos olup konsolide sonuçlar 19 Ağustos tarihine kadar açıklanacak. Kısaca değerlendirildiğinde;

- **Bankalarda**, 2Ç25'te net ücret ve komisyon gelirlerindeki yükseliş ve iyi yönetilen faaliyet giderleri kârlılığı desteklemiş olsa da düşen net faiz marjı ve spread sebebiyle kapsama alanımızdaki banka karlarında kümülatif olarak (serbest karşılık çözümleri dahil) %25'lik bir düşüş bekliyoruz. Gelecek finansallarla beraber özellikle **ISCTR**, **GARAN** ve **TSKB**'nin pozitif ayrışacağını öngörüyoruz. 2Ç25 sonuçlarıyla birlikte bazı bankaların 2025 özkaynak kârlılığı (RoAE) hedeflerini (ağırlıklı olarak %25-30) aşağı yönlü revize etmesi beklenebilir.
- **Sigorta grubunda**, Elementer branştaki muallak hasar karşılıklarında iskonto oranının %35,0'ten %32,5'e çekilmesi 1Ç25 sonuçlarına ilave olumsuz katkı yapmıştı. Birinci çeyrek bazı nedeniyle zirai don etkisine rağmen sigorta şirketlerinin kârlarının artması beklenebilir. Menkul kıymet portföylerinin büyüklükleri nedeniyle de 2025 yılının tamamında finansal gelirin yıllık bazda azalmasını beklemeyiz. Yılın geri kalanında beklenen faiz indirim döngüsünün bankaların fonlama maliyetindeki rahatlama, sigorta şirketlerinin de artan kredi hacminin prim üretimine sağlayacağı fayda sebebiyle pozitif etkileyeceğini düşünüyoruz.
- **Sanayi şirketlerinde** genel olarak yüksek borçlanma maliyetlerinin etkisiyle zayıf talep görünümü dolayısıyla enflasyon muhasebesi düzeltilmesi sonrasında çok güçlü sonuçlar beklenmemekte. Sektörel ve şirket bazlı bakıldığında görece daha dirençli gözüken şirketler olarak **MPARK** (yoğun hasta trafiği), **CIMSA** (Mannok alımı-inorganik büyüme), **PGSUS** (sağlıklı trafik büyümesi), **KCAER** (yükli siparişler) sayılabilir.

Finansal sonuçlarla birlikte açıklanacak olan yılsonu beklentileri de kritik öneme sahip. Hatırlanabileceği gibi ilk çeyrek sonunda genel olarak şirketler beklemede kalmayı, tahminleri revize etmemeyi tercih etmişti. Mevcut durumda ekonomik konjonktür değerlendirildiğinde yukarı yönlü revizyon için yeterli sinyal görülmediğini tahmin ediyoruz. Bununla beraber dün başlayan faiz indirimi dikkate alındığında şirketlerin toparlanma beklentisi içinde olabileceğini ve aşağı yönlü bir revizyon yapmayarak 3. çeyrek sonuçlarını beklemeyi tercih edebileceklerini düşünüyoruz. Bu durumda hisse performansları üzerinde ilave bir baskı oluşmamasını sağlayabilir.

Bankalar ve Sigorta Şirketleri

Net Kar (mİn TL)	2Ç25	1Ç25	2Ç24	Çeyrekseİ	Yıllık
AKBNK	10.992	13.727	10.924	-20%	1%
ALBRK	1.253	7.846	1.256	-84%	0%
GARAN	23.549	25.284	22.522	-7%	5%
HALKB	4.196	7.051	3.440	-40%	22%
ISCTR	13.327	12.418	15.103	7%	-12%
TSKB	3.272	3.095	2.469	6%	33%
VAKBN	9.329	20.034	7.169	-53%	30%
YKBNK	10.227	11.418	7.103	-10%	44%
AGESA	1.184	1.125	603	5%	96%
AKGRT	699	352	336	99%	108%
ANHYT	1.287	1.043	1.167	23%	10%
ANSGR	3.197	2.256	2.571	42%	24%

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

Sanayi Şirketleri

(mİn TL)	2Ç25T			Tahmini Açıklanma Tarihi
	Net Satışlar	FAVÖK	Net Kar	
AEFES	65,952	11,612	3,290	12.08.2025
AKCNS	5,213	713	219	6.08.2025
ARCLK	116,077	6,668	-1,890	25.07.2025
ASTOR	7,166	2,150	1,100	Ağustos'un ikinci haftası
AYDEM	1,991	1,314	240	Ağustos ortası
BTCIM	3,700	442	195	19.08.2025
BOBET	2,408	378	-143	Ağustos ortası
COLLA	48,681	9,010	5,002	11.08.2025
CIMSA	10,608	2,087	762	5.08.2025
DOAS	58,412	4,900	1,390	19.08.2025
ENJSA	49,500	8,900	210	11.08.2025
ENTRA	1,584	1,202	480	Ağustos ortası
EREGL	48,567	4,021	1,155	4-8 Ağustos haftası
FROTO	188,201	11,500	6,100	30.07.2025
GWIND	598	406	190	Ağustos ortası
KRDMD	14,350	1,157	62	Ağustos ortası
KCAER	6,100	851	169	Ağustos ortası
KLKIM	2,174	456	238	Ağustos ortası
MPARK	11,552	2,902	958	Ağustos'un ilk haftası
OYAKC	12,093	2,807	1,903	Ağustos başı
PGSUS	37,972	10,736	5,544	12.08.2025
SISE	51,230	3,290	390	Ağustos ortası
TAVHL	18,876	5,632	572	29.07.2025
TCELL	51,751	21,632	3,064	Ağustos ortası
THYAO	235,670	52,551	22,931	5.08.2025
TTRAK	11,451	1,030	255	28.07.2025

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

DOAS 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 19 Ağustos 2025

Doğuş Otomotiv'in 6A25 döneminde toptan satış adedi yıllık %12 artışla 93.294 adede yükseldi. Haziran ayında ulaşılan 18.411 adetlik satış ise aylık bazda oldukça güçlü bir performansa işaret etti. Pazar payı açısından değerlendirdiğimizde Doğuş Otomotiv, binek araç segmentinde lider konumda bulunurken binek + hafif ticari segmentte ise ikinci sırada yer alıyor. Genel olarak operasyonel performansa ilişkin görüşümüz olumlu.

Şirketin maliyet yapısının neredeyse tamamının EUR cinsindendir. Dolayısıyla sektördeki diğer oyuncular için sıklıkla EUR/USD paritesinin etkisini öne çıkarsak da DOAS özelinde EUR/TL kurunun seyrinin çok daha belirleyici bir unsur olarak öne çıktığını belirtelim.

2Ç25 döneminde DOAS'ın güçlü operasyonel performansının desteğiyle satış gelirlerinin 58,4 milyar TL seviyesine ulaşmasını, 4,90 milyar TL FAVÖK elde etmesini öngörüyoruz. Net kâr tarafında, 1Ç25 sonuçlarını olumsuz etkileyen bağış ve ikramiye gibi tek seferlik giderlerin olmaması sayesinde şirketin 1,39 milyar TL net kâr açıklamasını tahmin ediyoruz. DOAS, mevcut durumda 2025 yılı tahminlerimize göre 2,5x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

FROTO 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 30 Temmuz 2025

Yılın ilk yarısında Türkiye toplam otomotiv pazarı hacim olarak büyürken (%5,1) bu büyümenin büyük ölçüde binek araç segmentinden (%5,4) kaynaklandığını gördük. Çinli markaların yoğun rekabeti ve agresif kampanyalar yurt içinde fiyat seviyelerini aşağı çekti. Engelli ÖTV muafiyetinde yapılan düzenlemenin yalnızca Türkiye’de üretilen araçları kapsamaması Ford’un Romanya fabrikalarından çıkan Puma, Kuga ve Courier modellerinin binek segmentindeki satış adetlerini baskıladı. Şirket, yılın ilk yarısında kârlılığı korumak adına kampanya yarışına girmeyerek kontrollü bir hacim yönetimi tercih etti.

Geçtiğimiz yıl LCV tarafında düşük bir baz etkisi mevcuttu. Ford Courier’ın üretim ramp-up süreci pazardaki arzı sınırlamıştı. Bu yıl Ford Courier’ın devreye girmesiyle birlikte segmentte rekabet yeniden hız kazandı. Ancak LCV pazarında ticari kredi erişiminin sınırlı kalması, genel olarak büyümeyi baskılayan bir unsur oldu.

Avrupa’da hem van hem de ağır ticari segmentlerinde daralma yaşanırken, Ford bu ortamda rekor seviyede pazar payı elde etti. Şirketin sunduğu değer önerisi ve müşteri odaklı servis çözümleri (örneğin uzaktan servis hizmeti) bu başarının arkasındaki temel etkenler olarak öne çıkıyor. Ayrıca FROTO, Ford’un Avrupa’da sattığı ticari araçlarının %78’ini ve Puma modeliyle, Ford’un Avrupa’da sattığı binek araçların %40’ını kendisi üreterek Ford performansına katkıda bulunuyor.

İhracat tarafında ilk üç ayda ramp-up kaynaklı %3’lük düşüşün, VW kontratının kademeli olarak devreye girmesiyle birlikte Mayıs ayı ile birlikte toparlanmaya dönüşmesini bekliyoruz. Döviz cephesinde EUR/USD paritesinin Euro lehine hareket etmesi gelir tarafını olumlu etkilerken, ithal edilen araç ve parça maliyetleri nedeniyle gider tarafını ise yukarı çekiyor. Elektrikli araçların ürün karmasındaki payının artması da batarya maliyeti nedeniyle satılan araç başına maliyeti yukarı çekiyor ve yurtiçi fiyat rekabeti EV marjlarını baskılıyor.

Özetle 2Ç25’te güçlü ihracat ivmesiyle 188,2 milyar TL ciro ve 11,5 milyar TL FAVÖK bekliyor, iç pazarda yoğun rekabet ve artan EV maliyetleri nedeniyle 6,1 milyar TL net kâr öngörüyoruz.

TTRAK 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 28 Temmuz 2025

TTRAK, yılın ilk yarısında zayıflayan talep ve sıkılaştıran kredi koşulları nedeniyle operasyonel olarak zorlayıcı bir dönem geçirdi. Şirketin 6A25 döneminde üretilen traktör sayısı yıllık bazda %38 azalarak 15.563 adet seviyesine gerilerken, ihracat adetleri %37 düşüşle 5.163 adete, yurt içi satışları ise %44 düşüşle 9.556 adete indi.

Sıkı para politikası koşullarının getirdiği kredi daralması, zirai alanda yaşanan belirsizlikler ve ertelenen traktör alımları nedeniyle operasyonel görünüm olumsuz etkilenmeye devam ediyor. **Bu faktörlerin etkisiyle şirketin 2Ç25 döneminde satış gelirlerinin hacim bazlı daralmadan kaynaklı olarak 11,45 milyar TL seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Aynı dönemde FAVÖK’ün 1,03 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörürken net kârın ise 255 milyon TL düzeyinde açıklanmasını bekliyoruz.**

EREGL 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 34,50 TL - Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: 4-8 Ağustos haftası

Ereğli, yılın başında 2025'in ilk yarısının durağan, ikinci yarısının ise toparlanma eğiliminde geçeceğini öngörmüştü. Ancak şirketin bu beklentisi, Çin'in üretimini kısmaması nedeniyle gerçekleşmedi. Bu durum satış fiyatlarında beklenen iyileşmeyi engelledi. 2Ç25'te fiyatlarda sınırlı bir artış görülürken satış hacmi 1Ç'ye kıyasla sınırlı ölçüde geriledi. Yılın ikinci yarısının da fiyat açısından durağan geçmesini bekliyorlar.

1Ç25'te şirket 1,9 milyon ton satış hacmi gerçekleştirmiş 1,48 milyar USD satış geliri, 99 mn USD FAVÖK ve 12 mn USD net kâr elde etmişti. Ton başına FAVÖK 51 USD düzeyindeydi.

Tüm bu beklentiler ışığında 2Ç25'te 1,73 mn satış hacmi 1,22 mn USD ciro, 101 mn USD FAVÖK (%8,3 FAVÖK marjı), 58 USD ton başı FAVÖK ve 29 mn USD net kâr bekliyoruz.

2025 için 80–90 USD/ton seviyesinde olan ton başına FAVÖK öngörüsünün 2Ç25 sonuçlarının ardından aşağı yönde revize edilebileceğini tahmin ediyoruz. Bizim 2025 ton başına FAVÖK beklentimiz 73 USD seviyesindedir.

Daha önce, şirketin Eurobond kaynaklı Net Borç / FAVÖK oranının 3,5x seviyesini aşmamasını hedeflediğini belirtmiştik. Hala bu hedef korunmakla birlikte 2Ç25'te bu oranın 3,0x'in hafif üzerine çıkması olası gözüküyor (1Ç25: 2,97x).

Yatırımlar tarafında, altın dışı toplam yatırım harcaması 2025 için 800–850 milyon USD olarak öngörülürken altın yatırımı gündeme gelirse bu rakam 1 milyar USD'ye ulaşabilir. Şirket altın yatırımı ile ilgili UMREK raporunun 3Ç25'te yayımlanmasını bekliyor. Bu yüzden üçüncü çeyrekte itibaren yapılacak değerlendirmelere altın yatırımının da dâhil edilmesi gündeme gelebilir. Öte yandan Mayıs ayında iki yeni yüksek fırını devreye aldı. Net sıfır hedefleri kapsamında yatırımlar sürerken GES yatırımlarının 2026 sonunda tamamlanması hedefleniyor. Peletleme yatırımı ise 2027'de devreye alınacak.

Doğalgaz zammı ile ilgili olarak şirketin üretiminde doğalgazın payı düşük, dolayısıyla son açıklanan doğal gaz zammından kaynaklı olumsuz bir etki beklenmiyor.

Şirketi orta uzun vadede beğenmeye devam etmekte olup 12 aylık hedef fiyatımız 34,50 TL'dir. Şirket 2025 tahminlerimize göre 10,7x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

KRDMD 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 40,10 TL - Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: Ağustos ortası

Hatırlanacağı üzere, Kardemir 1Ç25'te 636 bin ton satış hacmi gerçekleştirmiş, 14,41 milyar TL satış geliri, 1,15 milyar TL FAVÖK (%7,97 FAVÖK marjı) ve 1,48 milyar TL zarar açıklamıştı, ton başına FAVÖK 48 USD düzeyinde oluşmuştu. İkinci çeyrekte çelik fiyatlarının çeyrek boyunca zayıf seyretmesi ve yüksek faiz ortamının iç talep üzerindeki baskısı sektörün genel performansını olumsuz etkilemeye devam etti. Şirketin satış hacminin 1Ç25 seviyelerine yakın seyrettiğini tahmin ediyoruz. Üretim maliyetlerinin olumlu seyretmesi nedeniyle brüt kâr marjında sınırlı bir artış öngörüyoruz. Bununla birlikte, faaliyet giderlerindeki artışın marjlara baskı yapması nedeniyle FAVÖK marjında anlamlı bir toparlanma beklemiyoruz. **Bu doğrultuda 2Ç25'te şirketin 14,35 milyar TL ciro, 1,15 milyar TL FAVÖK (FAVÖK marjı: %8,0), 48 USD ton başına FAVÖK ve 62 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.**

2025 yılına ilişkin yatırım harcamaları planlı bir şekilde ilerlemekte. Kardemir'in 2025 yılı için tahmini yatırım harcaması yaklaşık 60 milyon USD olarak belirlenmiş durumda (Bizim tahminimiz ise 66 mn USD seviyelerinde). Yılın ilk yarısında bu tutarın yaklaşık %24'ü gerçekleşti. Yılın ikinci yarısında ise SDM makinasının devreye girmesiyle yatırım harcamalarının hızlanması bekleniyor.

Kardemir'in 2024 yılı başında başlattığı yaklaşık 16–17 milyon USD tutarındaki 2. vakum tesisi yatırımı Haziran'da tamamlandı. İkinci vakum ünitesiyle çelikte kapalı döküm oranı artırılarak ürün kalite ve kapasite iyileştirildi. Bu sayede kütük yerine daha fazla haddelenmiş (profil, ray, teker) ürün satışı mümkün hale geldi. Aynı dönemde M3 metro ve 1250 mm lokomotif tekerinin ham üretimi başarıyla tamamlandı. Söz konusu yatırımlar, Kardemir'in özellikle altyapı ve ulaşım projelerine yönelik konumunu güçlendirirken "Kalkınma Yolu Projesi" gibi bölgesel fırsatlardan faydalanma potansiyelini de desteklemektedir.

Önümüzdeki dönemde, özellikle yılın ikinci yarısında ray ve profil gibi katma değerli ürünlerin toplam satışlar içindeki payında bir artış bekleniyor. Bu durumun ürün karmasındaki iyileşme yoluyla kârlılığa destek verebileceğini düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemlerde mevcut dönüşümlü üretim yapısı yeni bir haddehane yatırımıyla desteklenerek bu segmentlerde üretimi artırma yönünde adım atması gündeme gelebilir.

Enerji maliyetleri tarafında, Temmuz ayındaki doğalgaz zammının Kardemir üzerindeki etkisinin sınırlı olması bekleniyor. Şirket üretim sürecinde kömür kullanıyor ve elektrik ihtiyacının %58'ini kendi karşılıyor. Dolayısıyla bu durum özellikle elektrikli ark ocağı ile üretim yapan firmalara kıyasla Kardemir'i daha avantajlı bir konuma getirmekte.

Şirketi orta uzun vadede beğenmeye devam etmekte olup 12 aylık hedef fiyatımız 40,10 TL'dir. Şirket 2025 tahminlerimize göre 2,9x FD/FAVÖK ve 0,35 PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

KCAER 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 23,38 TL - Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: Ağustos ortası

İkinci çeyrekte çelik ürün fiyatlarında zayıf seyir devam ederken A1 ve A2 fabrikalarında son iki yılda gerçekleştirilen yatırımların tamamlanmasıyla şirket üretimde rekor seviyelere ulaştı. Özellikle güneş enerjisi, imalat ve çelik konstrüksiyon sektörlerine yönelik yeni katma değerli ürünlerin piyasaya sürülmesi satış hacimlerinde anlamlı bir büyüme sağladı. Şirket 2025 yılının ilk dört ayında 5 yeni katma değerli ürünü devreye almış olup yıl sonuna kadar 9 yeni ürünün daha üretime kazandırılmasını hedefliyor. Global tarafta ise MENA bölgesi başta olmak üzere yurt dışından alınan katma değerli ürün siparişleri şirketin gelir büyümesi ve pazar payını artırmasını destekledi.

Küresel çelik sektöründe dolar bazlı nihai ürün fiyatlarının dalgalı seyretmesine rağmen üretim tesislerinde tamamlanan revizyon ve makine-teçhizat yatırımlarıyla birlikte operasyonel verimlilikte sağlanan iyileşmenin etkisiyle operasyonel kâr marjlarında artış öngörüyoruz. **Tüm bu gelişmeler doğrultusunda 2Ç'de şirketin 160 bin ton satış hacmi, 6,10 milyar TL satış geliri, 851 milyon TL FAVÖK (%14,0 FAVÖK marjı) ve 169 milyon TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.** Hatırlanacağı üzere ilk çeyrekte 150 bin ton satış hacmi, 4,52 milyar TL satış geliri, 653 milyon TL FAVÖK (%14,4 FAVÖK marjı) ve 273 milyon TL net kâr açıklamıştı.

Daha önce belirttiğimiz üzere, şirketin 2030 büyüme stratejisi kapsamında hayata geçirmeyi planladığı 1 milyon ton kapasiteli yeni çelikخانه ile yıllık 500 bin ton üretim kapasitesine sahip 4. fabrika yatırımının devreye girmesiyle önümüzdeki dönemde hem ciroda hem de kârlılıkta anlamlı bir artış sağlanmasını bekliyoruz. Söz konusu yatırımların ürün gamının çeşitlenmesi ve yüksek katma değerli ürün segmentinde konumunu güçlendirmesi sayesinde uzun vadeli büyüme potansiyelini artıracaklarını düşünüyoruz.

Şirketi orta-uzun vadede beğenmeye devam etmekte olup 12 aylık hedef fiyatımız 23,38 TL'dir. 2025 tahminlerimize göre şirket 8,6x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

SISE 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi – Ağustos Ortası

Düz cam segmenti için mevsimsel olarak güçlü geçmesi beklenen 2Ç, jeopolitik riskler, tarifeler ve zayıf küresel ekonomi nedeniyle beklentilerin altında kaldı; yurt içinde satış hacmi olumlu seyrederken ihracat tarafında düşüş yaşandı. Cam ev eşyasında ise tüketici güvenine duyarlılık nedeniyle toparlanma yavaş gerçekleşti. Hacim 2Ç25'te daha sınırlı olmakla birlikte daralmaya devam etti, fiyatlama ise hacim kaybını kısmen telafi etti. Ambalaj segmenti dirençli seyrini sürdürdü. Türkiye ve Rusya paralel ilerlerken Rusya'da hava koşulları nedeniyle 2Ç25'te toparlanma beklentilerin altında kaldı. Her iki pazarda yılın başında yapılan fiyat artışları, 2. çeyrek performansını destekledi. Sanayi camlarında OEM odaklı yapı korunurken, fiyatlama yıllık bazda pozitif seyretti ve hacimde denge korundu. Kimyasallar segmentinde ise global talebe duyarlı bu ürün grubunda hacimler yıllık bazda gerilerken Türkiye iç talebi güçlü kalmasına rağmen Avrupa pazarı zayıf seyretti. ABD ve Çin kaynaklı gelişmelerin etkisiyle fiyatlarda dönemsel oynaklık izlendi ancak genel olarak dengeli bir seyir kaydedildi. **Tüm bu varsayımlar altında şirketin 1Ç25'te 51,23 milyar TL ciro, 3,29 milyar TL FAVÖK (FAVÖK marjı: %6,4) ve 390 milyon TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.**

Şişecam, el imalatı cam ev eşyası üretimini Denizli'den Kırklareli'ne taşıma kararı almıştı. Kısa vadede sınırlı etkisi olması beklenmekle birlikte yaklaşık altı aylık geçiş sürecinin ardından verimlilik artışı ve Avrupa'ya coğrafi yakınlığın sağlayacağı avantajlarla operasyonel performansa olumlu katkı sağlayacağı öngörülüyor. Öte yandan Avrupa'daki pazar koşulları ve verimlilik hedefleri doğrultusunda Kuzey İtalya Düzcam Fabrikası'nın soğuk tamir planı öne çekilmişti. Söz konusu tesisteki üretimin durdurulmasının, SISE'nin Avrupa'daki diğer tesislerinde sağlanan kapasite kullanım artışı sayesinde FAVÖK'e yaklaşık 8-10 milyon Euro katkı sağlaması bekleniyor.

Faiz indirimleri, önümüzdeki dönemde gayrimenkul talebini artırıcı etki yaratabilir. Bu da düz cam segmentine olumlu yansiyabilir. Ancak inşaat süreçlerinin doğası gereği, bu etkinin düz cam talebine yansımaları genellikle iki çeyrek gecikmeli gerçekleşmektedir.

AKCNS 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 6 Ağustos 2025

1Ç25'te olumsuz hava koşulları ve zayıf talep nedeniyle düşük seyreden operasyonel performansa karşılık ikinci çeyrekte ihracat hacminde artış kaydedildi. Yurt içi tarafa bakıldığında deprem bölgesindeki yeniden yapılanma faaliyetleriyle çimento talebi güçlü seyrini sürdürürken Akçansa'nın faaliyet gösterdiği Marmara bölgesinde çimento talebi zayıf seyretmekte. 2Ç25'te yurt içindeki daralma nedeniyle ihracatın payı bir miktar artarken kârlılık tarafında ılımlı zayıflama görüldüğünü tahmin ediyoruz. Bununla birlikte artan hacim ve başarılı işletme sermayesi yönetimi sayesinde kârlılık tarafında toparlanma görülebilir, buna bağlı olarak ikinci çeyrekte ilk çeyrekteki zararın büyük ölçüde telafi edildiğini öngörüyoruz. **Tüm bu varsayımlar altında 2Ç'de şirketin 5,21 milyar TL satış geliri, 713 milyon TL FAVÖK (%13,7 FAVÖK marjı) ve 219 milyon TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.** Hatırlanacağı üzere ilk çeyrekte 4,3 milyar TL satış geliri, 186 milyon TL FAVÖK (%4,3 FAVÖK marjı) ve 177 milyon TL zarar açıklamıştı.

Şirketin liman faaliyetleri de gelir çeşitliliği açısından önem arz etmekte. Ambarlı Limanı'ndan elde edilen liman gelirleri, yüksek kârlılığı ile dikkat çekmektedir. Eylül 2024'te İtalyan Grimaldi Grubu ile Ro-Ro hizmeti için anlaşma yapılmıştı. Şirket önümüzdeki dönemde bu anlaşmanın da etkisiyle daha fazla katkı bekliyor. Ro-Ro segmenti yüksek kâr marjı taşımasına rağmen toplam ciro içerisindeki payı yaklaşık %5'tir.

Çimento sektöründe kapasite kullanım oranları genellikle %80-90 arasında gerçekleşirken Akçansa tam kapasiteye yakın üretim seviyelerinde faaliyet göstermekte. Şirket, piyasa koşullarındaki fırsatları etkin şekilde değerlendirebilmek için yüksek kapasite kullanımını sürdürmeyi ve esnek üretim yapısını korumayı amaçlıyor. **2025 beklentilerimize göre AKCNS 7,3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.**

CIMSA 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 5 Ağustos 2025

Çimento sektöründe uzun süredir fiyatların enflasyon altında kalması nedeniyle kârlılıkların baskılandığından bahsediyorduk. İkinci çeyrekte yurt içinde ürün fiyatlarında neredeyse hiç artış olmazken ürün karmasındaki değişim sayesinde bazı iyileşmeler gözlemlendi. 2024'ün son çeyreğinden itibaren Çimsa'nın Mannok'u konsolide etmeye başlamasıyla birlikte şirketin gelirlerine katkı sağladığı görüldü. İkinci çeyrekte inorganik büyümenin katkısıyla hem yurt içinde hem de yurt dışında hacim tarafında büyüme sağlandı. İhracat tarafında ise Suriye'deki yeniden yapılanma süreciyle birlikte gerçekleştirilen sevkiyatların gelirlere katkı sağladığını söyleyebiliriz.

Maliyetler tarafında enerji maliyetlerinin genel olarak stabil seyretmesi operasyonel giderlerde dengeli bir görünüm sağladı. **Tüm bu varsayımlar altında 2Ç25'te şirketin 10,61 milyar TL satış geliri, 2,09 milyar TL FAVÖK (%19,7 FAVÖK marjı) ve 762 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.**

Yatırımlarına bakıldığında, Eskişehir Atık Isı Geri Kazanım Santrali şu anda deneme üretimi aşamasında olup asıl katkısının yılın ikinci yarısında gerçekleşmesi bekleniyor. Öte yandan ABD'de 700 bin ton kapasiteli gri çimento öğütme tesisinin Eylül ayında faaliyete geçmesi planlanıyor. Şirket bölgedeki güçlü talep dinamikleri dikkate alındığında yatırımın konsolide ciroyu %10-15 aralığında artırmasını bekliyor. Mersin'deki Kalsiyum Alüminat Çimento (CAC) kapasite artışı yatırımının ise 2026'nın ilk yarısında tamamlanması öngörülmüyor. Bu yatırımlardan kaynaklanan hacim artışı, Mannok'un katkısı ve diğer yatırımların etkisiyle şirketin cirosunda ve kârlılığında anlamlı iyileşmeler yaşanmasını bekliyoruz.

Yeni yatırımların etkisiyle Mart 2025 itibarıyla Net Borç/FAVÖK oranı 2,69x seviyesinde gerçekleşmiş olup yönetilebilir seviyelerdedir. Şirket, organik büyüme stratejileri ve Mannok yatırımının desteğiyle yıl sonuna kadar bu oranı korumayı planlamakta. 2026 yılının sonundan itibaren ise kaldıraç oranının 2,0x'in altına düşürülmesini hedeflemektedir.

OYAKC 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: Ağustos başı

Yılın ilk yarısında fiyatlardaki artış oldukça sınırlı kalırken Temmuz ayı itibarıyla özellikle Ege ve Karadeniz bölgelerinde kademeli yükselişler görülmeye başlandı. Ancak fiyat artışlarının hala enflasyon altında seyretmesi nedeniyle büyüme ağırlıklı olarak tonaj üzerinden sağlandı. İhracat tarafında ise ilk çeyrekteki gibi daralma olmasını, ancak önceki çeyreğe kıyasla yıllık bazdaki daralmanın daha düşük bir oranda olmasını öngörüyoruz.

Operasyonel tarafta üretim maliyetlerinde anlamlı bir iyileşme beklemememiz nedeniyle marjlarda baskının devam edeceğini öngörüyoruz (Enerji ve yakıt giderleri maliyetlerin %60-70'ini oluşturmakta). **Tüm bu beklentiler doğrultusunda 2Ç25'te 12,10 milyar TL ciro, 2,81 milyar TL FAVÖK (%23,2 FAVÖK marjı) ve 1,90 milyar TL net kâr bekliyoruz.** Hatırlanacağı üzere, Oyak Çimento 1Ç25'te 10,35 milyar TL satış geliri, 2,75 milyar TL FAVÖK (%26,6 FAVÖK marjı) ve 996 mn TL net kâr açıklamıştı.

Sürdürülebilirlik tarafında atık ısı geri kazanımı ve güneş enerjisi projeleri öne çıkmakta. Beypazarı'nda kurulacak 115 MW'lık GES yatırımının Ankara ve Ünye fabrikalarının elektrik ihtiyacının %70'ini karşılaması bekleniyor. 2026'da devreye alınacak bu proje, karbon sertifikası ihtiyacını büyük ölçüde ortadan kaldırabilir. Öte yandan Avrupa'daki klinker odaklı düzenlemeler nedeniyle, klinker ihracatı yerine Fransa'da değirmen yatırımı planlanıyor. Alternatif yakıt kullanımı artırılarak üretim maliyetlerinin düşürülmesi hedefleniyor. Şirketin alternatif yakıt kullanımı %20 ile sektör ortalamasının (%12-13) üzerinde olup 2030 yılında yakıtın %60'ının atıklardan sağlanması planlanıyor.

Şirket, sürdürülebilir kârlılık doğrultusunda düzenli temettü ödemeyi planlıyor. Bu kapsamda 30 Ekim 2025 tarihinde pay başına net 0,85 TL kâr payı ödemesi yapacak. Son kapanış fiyatına göre temettü verimliliği %3,6 düzeyindedir.

Yurt içi tarafta canlı talebin devam etmesini, altyapı ve kentsel dönüşüm ile deprem bölgesi yapılanma ihtiyacının büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Global pazarlarda ise Ukrayna ve Romanya'nın stratejik büyüme alanları olarak öne çıktığını düşünüyoruz.

OYAKC 2025 tahminlerimize göre 8,3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

BOBET 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 45,00 TL - Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: **Ağustos ortası**

1Ç24 döneminde elverişli hava koşulları sayesinde üretim faaliyetleri sürmüş ve operasyonel performansa olumlu katkı sağlamıştı. Buna karşın, 1Ç25'te özellikle Şubat ayında etkili olan olumsuz hava koşulları üretim üzerinde baskı yaratmış, bu da sonuçların zayıf gelmesine neden olmuştu. 2Ç25'te ise Ramazan ve Kurban Bayramlarının etkisine rağmen toplam üretim hacmi önceki çeyreğe paralel seyretti. Öte yandan, çimento sektöründe bir süredir dile getirdiğimiz üzere ürün fiyatlarındaki artışların enflasyonun gerisinde kalması kârlılık üzerinde baskı yaratmaya devam etmekte. Buna ek olarak, ikinci çeyrekte personel giderlerindeki artış da operasyonel kârlılık üzerinde ilave bir baskı unsuru oldu.

İkinci çeyrekte fiyatlarda bir artış yapılmazken Ağustos itibarıyla özellikle beton fiyatlarında anlamlı bir fiyat zammı bekleniyor. Buna bağlı olarak şirket, söz konusu fiyat artışlarının etkisi ve yılın kalanında beklenen güçlü performansın katkısıyla 2025 yılı için öngördükleri %20 FAVÖK marjı hedefinin ulaşılabilir olduğunu değerlendirmekte. **Tüm bu varsayımlar altında 2Ç'de şirketin 2,41 milyar TL satış geliri, 378 milyon TL FAVÖK (%15,7 FAVÖK marjı) ve 143 milyon TL zarar elde etmesini bekliyoruz.** Hatırlanacağı üzere ilk çeyrekte 2,11 milyar TL satış geliri, 301 milyon TL FAVÖK (%14,3 FAVÖK marjı) ve 196 milyon TL zarar açıklamıştı.

Şirket, 2024 yılını 612 mn TL net nakit pozisyonuyla kapatmasına rağmen 2025'in ilk çeyreğinde artan yatırım harcamaları nedeniyle net nakit pozisyonu 2 mn TL'ye gerilemişti. İkinci çeyrekte devam eden yatırımlar nedeniyle net borca geçmesini bekliyoruz. Ancak üçüncü çeyrekte yatırım harcamalarının etkisinin azalmasıyla yeniden net nakit pozisyonuna dönebileceğini düşünüyoruz.

Şirketin 2025'te devreye alacağı klinker yatırımı, öğütme tesisinde işlenecek klinkerle operasyonel verimliliği artıracak. Yatırımın operasyonel tarafa katkısının 2026'da görülmesi bekleniyor. **2025 beklentilerimize göre BOBET 3,0x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.**

ASTOR 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 175,40 TL, Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: **Ağustos ortası**

Astor'un 2Ç25 döneminde yaklaşık 180 milyon USD ciro ve %30 marj ile 54 milyon USD FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. Şirket geçen yıl ikinci çeyrekte ise 147 milyon USD ve %33,6 FAVÖK marjı elde etmişti.

Piyasada yüksek faizlerin, ekonomilerdeki yavaşlamanın enerji iletim, dağıtım ve üretim yatırımları üstünde de bir miktar baskı oluşturduğunu gözlemliyoruz. Yenilenebilir enerjiye dönüşüm ile dağıtım ve güç trafolarına olan talep devam etmektedir ancak geçtiğimiz aylarda yatırımların yüksek borçlanma maliyetleri nedeniyle bir miktar yavaşladığını görmekteyiz. Bu duruma rağmen Astor siparişlerinin devam ettiğini önümüzdeki yıl ortasına kadar üretim kapasitesinin dolu olduğunu ve güç trafosu teslim sürelerinin 9-12 ay olduğunu belirtilmektedir. Şirketin 1Ç25 sonu backlog miktarı 517 milyon USD seviyesinde iken güncel backlog miktarı 780 milyon USD seviyesine gelmiştir.

Sektördeki genel yavaşlamaya rağmen şirket olumlu konumunu korumayı ve cirosunu arttırmaya devam ettirmektedir. Ancak, yüksek maliyetler ve artan rekabet şirketin FAVÖK marjı üzerinde baskı yaratmaya hafif de olsa devam ediyor. Bu açıdan şirketin 2025 ikinci yarıda marjını yavaşça iyileştirmesini bekliyoruz.

Şirketin 2025 yılında 940 milyon USD ve 2026 yılında 1,22 milyar USD ciro hedefi bulunmaktadır. Şirketin kötümser bir senaryo ile 2025 yılı ciro hedefinden %10 sapsması ve %30 FAVÖK marjı ile yılı tamamlaması durumunda bile yıl sonu FD/FAVÖK çarpanını 8,0 seviyesine denk gelmektedir. Yoğun bir yatırım ve büyüme sürecinde olan Astor için bu oranı oldukça cazip bulmaktayız.

ENJSA 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: **11 Ağustos 2025**

Enerjisa Enerji 2025 yılı için verdiği hedefler yönünde ilerliyor. Şirketin 2025 yılında 52 – 57 milyar TL faaliyet geliri, 5,0 – 6,0 milyar TL net kar hedefi bulunmaktadır. **Şirketin 2Ç25 döneminde yaklaşık 13,5 milyar TL faaliyet geliri ve 1,4 milyar TL baz alınan net kar elde ederek ilk çeyreğe benzer bir performans göstermesini bekliyoruz.** 2Ç24 dönemi baz etkisiyle faaliyet gelirinde yıllık bazda büyüme olurken net karda hafif bir gerileme gerçekleşebilir.

Enerjisa 2025 yılında 21 – 24 milyar TL kadar yatırım yapmayı ve varlık tabanının 80 – 90 milyar TL aralığında olmasını hedefliyor. Ancak, faiz indirimlerinin beklenenden geç olması nedeniyle şirketin 2Ç25 döneminde yapmayı planladığı yatırımların 2025 yılının ikinci yarısına ötelenebileceğini tahmin ediyoruz. Şirket 2Ç25 döneminde geçici olarak yatırım harcaması hedeflerinin gerisinde gözükebilir ancak şirketin yıl sonu yatırım harcama hedeflerine ulaşacağını düşünüyoruz.

Önümüzdeki aylarda faiz indirimlerinden en çok olumlu etkilenecek firmalardan bir tanesinin Enerjisa olmasını bekliyoruz. Faiz ve enflasyon makasının azalmasıyla hem şirketin karlılığının artmasını hem de şirketin borçlanma maliyetlerinin düşmesiyle yatırımlarını hızlandıracağını tahmin ediyoruz.

AYDEM 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 36,10 TL, Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: **Ağustos ortası**

Aydem Yenilenebilir Enerji'in 2Ç25 döneminde geçen sene aynı döneme paralel şekilde 50 milyon USD ciro elde etmesini bekliyoruz. EPIAŞ ölçümlerimize göre şirket 2Ç25 döneminde önceki yıla göre üretimini %1 arttırarak brüt 702 GWh elektrik üretti. Elektrik PTF fiyatlarında yıllık bazda hafif bir düşüş olmasına rağmen Aydem'in ortalama satış fiyatının dolar bazında sabit kalmasını bekliyoruz. Şirket 2025 yılında bazı santrallerini yeniden YEKDEM kapsamına alarak PTF'ye göre daha avantajlı bir pozisyona geçmiştir. Şirketin güncel kurulu gücünün %41 kadarlık bölümü PTF'den yararlanmaktadır.

Diğer yandan şirketin 2Ç24 dönemindeki %63 FAVÖK marjına göre hafif bir iyileşme göstermesini bekliyoruz. **Tahminlerimize göre şirket 2Ç25 döneminde %66 marjla 33 milyon USD FAVÖK elde edebilir** (2Ç24 FAVÖK 31,6 milyon USD). Şirket KAP üzerinden paylaşılan finansallara ek olarak düzeltilmiş FAVÖK hesabını sunumlarında paylaşmaktadır. Hesapladığımız %66 FAVÖK tahmini KAP finansallarına göredir.

Buna ek olarak şirketin net borcunun geçen yıla göre iyileşme gösteriyor olmasıyla faiz giderlerinde de azalış bekliyoruz. 1Ç25 sonu net borç 21,7 milyar TL seviyesindedir.

Şirketin düzeltilmiş FAVÖK hesabına göre **2025 yılında yaklaşık 147 milyon USD FAVÖK elde etmesini bekliyoruz.** **Tahminimize göre 2025 FD/FAVÖK oranını 6,1 ve F/K oranını 18,6 olarak hesaplıyoruz.**

ENTRA 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: Ağustos ortası

EPİAŞ üzerinden aldığımız verilere göre IC Enterra 2Ç25 döneminde elektrik üretimini önceki yıla göre %26,7 arttırarak toplam brüt 556 GWh elektrik üretti. Bu artışta özellikle şirketin geçen sene sonu tam kapasite devreye aldığı 100 MWe kapasiteli Erzin-2 GES santralının etkili olduğunu görüyoruz.

Şirketin Erzin-2 GES santrali için YEKA tarifeleri 2027 yılında devreye girecektir. 2026 yıl sonuna kadar elektrik satış fiyatı konusunda serbest olan şirketin daha avantajlı fiyatlardan anlaşmalar yapacağını tahmin ediyoruz. Bu sayede PTF'de yaşanan reel düşüşe rağmen şirketin ortalama satış fiyatının dolar bazında yaklaşık sabit kalmasını bekliyoruz. **Buna göre şirketin 2Ç25 döneminde cirosunu yıllık bazda %25 arttırarak 39,8 milyon USD olmasını bekliyoruz. Yeni santralin ve düşen TEİAŞ sistem kullanım bedellerinin etkisiyle de şirketin FAVÖK marjında iyileşme olmasını bekliyoruz. 2Ç25 döneminde şirketin %76 marj ile 30,2 milyon USD FAVÖK elde etmesini bekliyoruz (2Ç24 FAVÖK 21,8 milyon USD).**

Şirketin güncel kurulu gücü 488 MW seviyesindedir. Bu kapasiteye ek olarak şirketin 2026 yılında 61MW Bağıştaş Hibrit GES santralini de devreye alınması bekleniyor.

Şirketin 2025 yılında 90 milyon dolar FAVÖK elde edeceğini tahmin ediyoruz. Buna göre şirketin USD bazlı 2025 FD/FAVÖK oranı 9,1 seviyesindedir.

KLKIM 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: Ağustos ortası

İlk çeyrekte yüksek bazın etkisiyle yurt içi satışlarda Lyksor hariç yaklaşık %11'lik bir daralma yaşanmıştı. İkinci çeyrekte Lyksor hariç satış hacminde toparlanma görüldüğünü tahmin ediyoruz. Yurt dışı satışlar ise büyüme eğilimini korudu. Kârlılık tarafında yüksek baz etkisi devam ediyor, yıllık bazda marjlarda bir miktar gerileme görülebilir ancak 1Ç25'e kıyasla daha ılımlı bir marj görünümü olduğunu söyleyebiliriz. Öte yandan kapasite kullanım oranları halen düşük seviyelerde olsa da, ikinci çeyrekte bir miktar iyileşme görülmesi bekleniyor, dolayısıyla bu durum da marjlar üzerinde pozitif bir katkı sağlayabilir.

Maliyetler tarafında döviz bazında anlamlı bir oynaklık yaşanmadı (%85'i hammadde, enerji maliyeti %1-1,5 civarı). Irak'ta satışlar USD bazlı gerçekleşirken hammaddelerin döviz cinsinden (EUR ve USD) olması nedeniyle EUR/USD paritesindeki yükseliş maliyet tarafına kısmen olumsuz yansımakta. **Tüm bu varsayımlar altında 2Ç'de şirketin 2,17 milyar TL satış geliri, 456 milyon TL FAVÖK (%21,0 FAVÖK marjı) ve 238 milyon TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.** Hatırlanacağı üzere ilk çeyrekte 1,77 milyar TL satış geliri, 331 milyon TL FAVÖK (%18,7 FAVÖK marjı) ve 139 milyon TL net kâr açıklamıştı.

Daha önce de belirttiğimiz üzere şirketin ana pazarı olan Irak'ta, 2025'in ikinci çeyreğinde devreye girmesi planlanan 10 mn dolar maliyetli, 100.000 ton kuru harç, 5.000 ton boya ve sıvı yapı kimyasalları kapasitesine sahip fabrika yatırımı tamamlanmakla birlikte satış için yerel izin süreci bekleniyor. Bu durum yatırımın katkısında bir miktar ertelemeye yol açsa da şu an için bölgedeki talep Mardin ve Mersin tesislerinden karşılanmakta. 2025 yılında Irak'a yapılan ihracatın 185 bin ton seviyesinde olması ve 25 bin tonluk kısmının ise yeni tesisten karşılanması planlanıyor. Önümüzdeki yıl Irak'a ihracat hacminin 200-210 bin ton seviyelerine ulaşması, bunun yaklaşık 30-35 bin tonluk kısmının yerel tesisten yapılması beklenebilir (Toplam satışların yaklaşık üçte birini ihracat oluştururken Irak'ın ihracat içindeki payı %65-70 seviyelerinde).

Şirketin güçlü bir nakit pozisyonu bulunmakta (1Ç25: 1,38 mlr TL). Bu çerçevede kapasite artışından ziyade poliüretan ve poliürea gibi ürün çeşitliliğini arttırmaya yönelik inorganik büyüme fırsatları değerlendiriliyor.

Lyksor tarafında güçlü büyüme devam ederken yeni müşteri kazanımlarıyla birlikte özellikle yurt içi pazarda ivme korunuyor. Öte yandan Romanya'da faaliyet gösteren bir satış-pazarlama şirketi mevcut olmakla birlikte beklenen potansiyelin henüz netleşmemesi nedeniyle yatırım önceliklendirilmiş değil.

KLSE 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: **Ağustos Ortası**

İkinci çeyrekte satış hacmi tarafında yıllık daralma devam etmekle birlikte, özellikle Mayıs ve Haziran aylarında kısmi bir toparlanma görüldü. Yurt içi tarafta uygulanan sıkılaştırma politikaları ve yüksek inşaat maliyetleri, yurt dışı tarafta ise şirketin ana ihracat pazarı olan Avrupa'da tarife savaşlarının yarattığı belirsizlik nedeniyle talep koşulları baskı altında kalmaya devam ediyor. Dolayısıyla genel görünümde zayıflık sürüyor.

Şirket, Şubat 2024'te İtalyan bir firmayla "Supera Üretim Hattı" için sözleşme imzalamıştı. 5,54 milyon EUR'luk Slab-Sinterflex yatırımıyla granit hattı yenilendi ve Ocak 2025'te devreye alındı. Yatırımın 2025 cirosuna %10-15 katkı sağlaması öngörülüyor.

Konut talebini destekleyen demografik eğilimler, kentsel dönüşüm süreci, deprem bölgesindeki yeniden inşaat çalışmaları ve yapı izinlerindeki artış orta-uzun vadede destekleyici unsurlar olarak öne çıkıyor olsa da kısa vadede finansmana erişimdeki zorluklar ve zayıf talep nedeniyle belirgin bir toparlanma görülmeyeceğini düşünüyoruz.

PGSUS 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 369,90 TL, Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: **12 Ağustos 2025**

Pegasus'un toplam yolcu sayısı Ocak–Haziran döneminde %13 artarak 19,7 milyona yükseldi. Arz edilen koltuk kilometre (ASK) aynı dönemde %16 oranında arttı. Doluluk oranı ise 1,1 puan düşüşle %86,3 olarak gerçekleşti.

THYAO beklentimizde de vurguladığımız üzere, son dönemde artan jeopolitik gerginliklerin ardından petrol fiyatlarında gözlenen kısa süreli yükseliş, fiyatların yeniden hızlı şekilde geri çekilmesiyle birlikte sınırlı bir etki oluşturmuştur. Bu nedenle, benzer şekilde Pegasus için de bu hareketin operasyonel performans üzerinde anlamlı bir baskı yaratmasını beklemiyoruz.

2Ç25 döneminde PGSUS'un operasyonel performansının desteğiyle satış gelirlerinin 863 milyon EUR seviyesine ulaşmasını, 244 milyon EUR FAVÖK oluşmasını öngörüyoruz. Net kâr tarafında, EUR/USD paritesinde Euro lehine yaşanan seyrin de katkısıyla şirketin 126 milyon EUR net kâr açıklamasını tahmin ediyoruz. Şirket hakkındaki orta ve uzun vadeli olumlu görüşümüzü koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 369,90 TL olarak sürdürüyoruz. PGSUS, mevcut durumda 2025 yılı tahminlerimize göre 5,3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

THYAO 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 473,60 TL, Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: **5 Ağustos 2025**

Ocak–Haziran 2025 döneminde yolcu sayısı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %3,9 artış kaydederken, doluluk oranı da yıllık 0,6 puanlık yükselişle %81,4 seviyesine ulaştı. Haziran ayında Orta Doğu bölgesinde meydana gelen jeopolitik gelişmeler bölge trafiğinde kısmi bir baskı yaratmış olsa da şirketin özellikle dış hatlarda devam eden güçlü seyahat talebi sayesinde yılın ilk yarısında güçlü bir performans sergilediğini görmekteyiz.

Kargo operasyonlarında hacimsel olarak artış eğilimi devam ederken, birim gelirlerde geçen çeyreğe benzer şekilde düşüş trendi yaşanmasını bekliyoruz. Şirketin kargo segmentinde pazar payını ve hacmini artırma odaklı stratejisini sürdürdüğünü belirtelim.

2Ç25 döneminde kur farkı kaynaklı finansman giderlerinde artış beklemekteyiz. Öte yandan artan jeopolitik gerginlikler sonrasında petrol fiyatlarındaki kısa süreli yükselişlere rağmen fiyatların kısa süre içinde tekrar geri çekilmesi nedeniyle bu durumun operasyonel performansa önemli bir etki yaratmasını öngörmüyoruz.

2Ç25 döneminde THYAO'nun güçlü operasyonel performansının desteğiyle satış gelirlerinin 5,92 milyar USD seviyesine ulaşmasını FAVÖK tarafında ise 1,32 milyar USD olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz. Net kâr tarafında finansman giderlerinde beklediğimiz artış nedeniyle şirketin 576 milyon USD net kâr açıklamasını bekliyoruz. Şirket hakkındaki orta ve uzun vadeli olumlu görüşümüzü koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 473,60 TL olarak sürdürüyoruz. THYAO, mevcut durumda 2025 yılı tahminlerimize göre 3,5x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

TAVHL 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 29 Temmuz 2025

Tav Havalimanları'nın toplam yolcu sayısı Ocak–Haziran 2025 döneminde yıllık bazda %4 büyüyerek 47,7 milyona ulaştı. Haziran ayında Orta Doğu bölgesinde yaşanan jeopolitik gelişmelerin yarattığı baskıya rağmen Nisan ve Mayıs aylarında sağlanan güçlü trafik büyümesinin satış gelirlerini desteklemesini bekliyoruz. İzmir, Almatı ve Gürcistan gibi önemli operasyon noktalarında elde edilen güçlü trafik artışının şirketin ikinci çeyrek performansına olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. Yılın geri kalan bölümünde devam eden kapasite artırımlarıyla birlikte yolcu trafiğinde daha güçlü bir ivmelenme öngörüyoruz.

Yatırım tarafında önemli gelişmelerin yaşandığını hatırlatmak isteriz. Antalya Havalimanı'nın yeni dış hat terminali 12 Nisan 2025 tarihinde devreye alınırken, Ankara Esenboğa Havalimanı yeni terminalinin resmi açılışının ise Ağustos 2025'te yapılması planlanmaktadır. Mevcut yatırımların şirketin orta vadede trafik kapasitesini ve operasyonel etkinliğini önemli ölçüde artırmasını bekliyoruz.

2Ç25 döneminde TAVHL'nın 429 milyon EUR ciro ve 128 milyon EUR FAVÖK elde etmesini bekliyoruz (2Ç24: 411,4 mn EUR ciro, 129,3 mn EUR FAVÖK). 1Ç25'te EUR/USD paritesindeki değer kazancının neden olduğu çevrim farkı baskısının 2Ç25 döneminde de devam edeceğini ve net kâr üzerinde kısmi baskı yaratacağını düşünüyoruz. Bu bağlamda şirketin ikinci çeyrekte yaklaşık 13 milyon EUR net kâr açıklamasını bekliyoruz (2Ç24: 72,1 mn EUR). TAVHL, mevcut durumda 2025 yılı tahminlerimize göre 6,7x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

MPARK 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: Ağustos'un ilk haftası

Nisan ve Mayıs aylarında hasta trafiği açısından güçlü bir görünüm beklerken, Haziran ayında bayram etkisiyle birlikte kısmi bir zayıflama olası gözüküyor. Ancak çeyrek geneline bakıldığında nette hasta trafiğindeki artış, yeni açılan hastanelerin katkısı ve artan yatak kapasitesine ek olarak fiyatlama tarafındaki destekle birlikte 2Ç25 döneminde reel büyüme gerçekleşmesini bekliyoruz.

2Ç25 döneminde MPARK'ın gelirlerinin 11,55 milyar TL seviyesine ulaşmasını, 2,90 milyar TL FAVÖK oluşmasını öngörüyoruz. Net kâr tarafında geçtiğimiz yılın aynı döneminde hastane alımları kaynaklı oluşan tek seferlik gelirin bu çeyrekte tekrarlanmaması ile birlikte 958 milyon TL net kâr açıklamasını tahmin ediyoruz (2Ç24 net kar: 1,34 milyar TL). MPARK mevcut durumda 2025 yılı tahminlerimize göre 5,8x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

TCELL 2Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 134,10 TL, Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: **Ağustos Ortası**

Turkcell yılın ilk çeyreğinde hem önceki fiyat ayarlamalarının yansıması hem de bazı operasyonel giderlerin sonraki çeyreğe ertelenmesi ile yıllık bazda güçlü bir dönem yaşamıştı. 2Ç25'ten itibaren büyüme hızında ilk çeyreğe kıyasla bir miktar normalleşme görülmesini olası gözüyoruz. Bununla birlikte abone başına ortalama gelir (ARPU) büyümesinde güçlü eğilimin korunabileceğini tahmin ediyoruz. İlave olarak TOGG etkisiyle özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar tarafında önceki çeyrekte olduğu gibi 2Ç25'te de negatif etki görülebilir. **Sonuç olarak Şirket'in ikinci çeyrekte 51,75 milyar TL satış geliri, 21,63 milyar TL FAVÖK (%41,8 FAVÖK marjı) ve 3,06 milyar TL net kar elde etmesini bekliyoruz.**

Şirketin mobil taraftaki lider konumunu sürdürme kararlılığı çerçevesinde almış olduğu aksiyonlar doğrultusunda gelir büyümesinin, şirketin daha önce belirttiği yıllık %7-9 büyüme bandında kalacağını tahmin ediyoruz. Önümüzdeki dönemde 5G ihale sürecine dair gelişmelerin hisse açısından katalist olabileceğini tahmin ediyoruz. Özellikle elektrikli araçlar gibi sanayi alanında sağlayacağı katkı nedeniyle 5G'nin orta-uzun vadede büyümeye önemli katkı sağlaması olası gözüküyor. **TCELL 2025 beklentilerimize göre 2,7x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.**

CCOLA 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: **11 Ağustos 2025**

2Ç25 döneminde ürün iskontolarında belirgin bir azalma yaşanması ve aynı zamanda kademeli fiyat artışlarının devreye alınması doğrultusunda Türkiye pazarında hacimsel bazda düşük-orta tek haneli bir daralma öngörüyoruz.

Yurt dışı pazarda ise özellikle Nisan ayında Pakistan bölgesinde artan bojkotlara bağlı olarak geçici bir zayıflama yaşansa da Mayıs ve Haziran aylarında bu etkinin azaldığını söylemek mümkün. Genel tabloya baktığımızda, Kazakistan, Özbekistan ve Irak pazarlarında devam eden güçlü performans sayesinde şirketin yurt dışı hacminde düşük çift haneli bir büyüme bekliyoruz.

Şirketin 2025 yılına ilişkin temel stratejisi satın alınabilirliği koruyarak hacim ve pazar payı kazanımını önceliklendirmek yönünde şekilleniyor.

2Ç25 döneminde CCOLA'nın gelirlerinin 48,68 milyar TL seviyesine ulaşmasını FAVÖK tarafının ise 9,0 milyar TL olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz. Net kâr tarafında ise şirketin 5,0 milyar TL net kâr açıklamasını tahmin ediyoruz. Mevcut durumda 2025 yılı tahminlerimize göre 6,0x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

AEFES 2Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: **12 Ağustos 2025**

AEFES'in 2Ç25 döneminde bira ve meşrubat segmentlerinde hacim bazlı hafif bir toparlanma göstermesini beklerken meşrubat segmentinde devam eden promosyonlar nedeniyle kâr marjlarında baskının sürmesini olası olarak değerlendiriyoruz.

2Ç25 döneminde AEFES'in gelirlerinin 65,95 milyar TL seviyesine ulaşmasını, 11,93 milyar TL FAVÖK oluşmasını öngörüyoruz. Net kâr tarafında ise şirketin 3,05 milyar TL net kâr açıklamasını tahmin ediyoruz. AEFES mevcut durumda 2025 yılı tahminlerimize göre 3,7x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.