

3Ç25 Kar Tahminlerimiz

2025 yılı 3. çeyrek dönem finansal sonuçları bu haftadan itibaren açıklanmaya başlanacak. Konsolide olmayan finansal sonuçlar için son tarih 30 Ekim olup konsolide sonuçlar 10 Kasım tarihine kadar açıklanacak. Kısaca değerlendirildiğinde;

- **Bankalar:** Temmuz sonrası başlayan kademeli faiz indirimlerinin bankacılık sektörüne yansması sınırlı ama önümüzdeki çeyreklerde daha güçlü bir etki bekleniyor. Mevduat faizleri aşağı gelirken kredi faizleri görece yüksek kalıyor, bu da spread'lerin genişlemesini ve net faiz marjının toparlanmasını destekliyor. Swap maliyetlerinin TL mevduat maliyetlerinin altında kalması sebebiyle sektör swap maliyetinde bir artış öngörmekteyiz. Sektörün genelinde kredi artışının çeyreklik %8 kadar olduğunu ve bu artışın ihtiyaç kredileri, kredi kartları ve KOBİ tarafından desteklendiği söylenebilir. NPL rasyosunun da sektör genelinde yaklaşık 13 baz puan arttığını tahmin ediyoruz. Özellikle KKM çözümleri sebebiyle vadesiz YP mevduatı %12 kadar bir yükseliş beklenebilir. Kapsama alanımızdaki bankaların toplam kârının çeyreklik %5,2 artmasını bekliyoruz. Bankalar 2,4x F/K ve 0,7x F/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.
- **Sigorta şirketleri:** Elementer branştaki muallak hasar karşılıklarında iskonto oranının %32,5'tan %30,0'a çekilmesi, 3Ç25 sonuçlarına ilave olumsuz katkı yapacaktır. Özellikle sağlık branşı büyümeyi destekleyen ana etkenlerden olurken yüksek bileşik oranlı motor branşındaki gerilemenin bileşik oranları bir miktar geri çekmesi beklenebilir. Hayat prim üretiminin güçlü seyri ve emeklilik fonlarının AuM büyümesi AGESA ve ANHYT için bu çeyrek ve önümüzdeki süreçte karlılığın ve büyümenin ana sebepleri olarak sıralanabilir.
- **Sanayi şirketleri:** Genel olarak faiz indirimi sürecinin başlaması, kurun nispeten istikrarlı seyri, küresel belirsizlik faktörlerinin negatif etkisinin hafiflemesine bağlı olarak önceki çeyreğe kıyasla ılımlı bir toparlanma görülebileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte borçlanma maliyetlerinin yüksek seyrini sürdürmesi ve küresel talepte süren zayıflık özellikle tüketim odaklı sanayi şirketlerinde reel büyümeyi sınırlamaya devam edebilir. Sektörel ve şirket bazlı bakıldığında görece daha dirençli gözükten şirketler olarak **MPARK** (yoğun hasta trafiği), **CIMSA** (Mannok alımı-inorganik büyüme), **THYAO** (sağlıklı trafik büyümesi), **TUPRS** (rafineri marjında iyileşme) sayılabilir.

Finansal sonuçlarla birlikte açıklanacak olan yılsonu beklentileri de kritik öneme sahip. Mevcut durumda küresel ekonomik konjonktür ve son enflasyon verisi sonrası törpülenen faiz indirimi beklentileri değerlendirildiğinde şirketlerin yıl sonu beklentilerinde yukarı yönlü güçlü revizyon ihtimalini düşük buluyoruz. Bununla beraber özellikle son çeyreğe dair mevsimsel faktörler dolayısıyla belirli sektör/şirketlere (taahhüt, savunma, dayanıklı tüketim) dair iyimserlik bilanço açıklamalarının ardından artabilir.

Bankalar ve Sigorta Şirketleri

Net Kar (milyon TL)	3Ç25	2Ç25	3Ç24	Çeyreklik	Yıllık
AKBNK	13.531	11.125	9.031	22%	50%
ALBRK	752	1.256	794	-40%	-5%
GARAN	29.982	28.326	22.095	6%	36%
HALKB	7.586	4.981	2.960	52%	156%
ISCTR	13.582	17.372	5.534	-22%	145%
TSKB	2.823	3.380	2.633	-16%	7%
VAKBN	10.892	10.029	8.023	9%	36%
YKBNK	13.186	11.330	5.001	16%	164%
AGESA	1.497	1.260	702	19%	113%
AKGRT	865	858	555	1%	56%
ANHYT	1.487	1.326	707	12%	110%
ANSGR	3.482	2.959	2.441	18%	43%
TURSG	4.925	4.811	3.071	2%	60%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Sanayi Şirketleri

PhillipCapital Araştırma- 3Ç25 Tahminleri				
Şirketler	Net Satışlar	FAVÖK	Net Kar	Tahmini Açıklanma Tarihi
AEFES (mln TL)	70.946	16.156	4.553	5.11.2025
ARCLK (mln TL)	134.590	9.290	-1.100	24.10.2025
ASTOR (mln USD)	180	58	29	5-10 Kasım arası
AYDEM (mln TL)	1.800	1.200	100	10.11.2025
BOBET (mln TL)	4.100	541	-62	Kasım'ın ilk haftası
CCOLA (mln TL)	52.340	11.490	7.050	4.11.2025
DOAS (mln TL)	54.081	3.355	2.222	10.11.2025
FROTO (mln TL)	181.000	11.810	7.520	5.11.2025
HTTBT (mln USD)	11	4,6	2,6	9.11.2025
KLKIM (mln TL)	2.770	615	320	Kasım başı
KCAER (mln TL)	6.220	864	170	5-10 Kasım arası
KLSE (mln TL)	3.580	-26	-520	5-10 Kasım arası
KRDMD (mln TL)	16.130	1.870	-243	Kasım başı
LKMNH (mln TL)	990	230	76	10.11.2025
MACKO (mln TL)	244	148	99	Ekim sonu/Kasım başı
MPARK (mln TL)	12.740	3.640	1.550	10.11.2025
OYAKC (mln TL)	15.256	3.967	3.089	Kasım başı
PGSUS (mln EUR)	1.113	363	199	7.11.2025
SISE (mln TL)	55.300	6.200		Kasım'ın ilk haftası
TAVHL (mln EUR)	534	205	106	23.10.2025
THYAO (mln USD)	6.893	1.820	1.312	7.11.2025
TUPRS (mln TL)	220.000	19.500	9.500	31.10.2025
TTRAK (mln TL)	13.110	1.480	345	27.10.2025
VESBE (mln TL)	22.100	1.100		Ekim sonu/Kasım başı

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

ARCLK 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 24 Ekim 2025

Şirket, sezonsal olarak talebin zayıf seyrettiği **Temmuz ve Ağustos döneminde fiyat artışına gitmezken, Eylül ile birlikte fiyatlarda artışa gitti**. Ancak, Eylül’de yapılan fiyat artışı negatif karşılık buldu. Avrupa’da ise tüketicinin fiyat hassasiyeti belirgin şekilde artarken talep **ucuz ürünlere kaydı**. Bu durum fiyat artışlarını zorlaştırırken, Çinli üreticilerin agresif fiyat stratejisi de Avrupa pazarındaki fiyat baskısını arttırdı. Dolayısıyla, fiyat artışı yapılamaması ve ürün miksindeki olumsuz etki nedeniyle **ciroda 2Ç’de olduğu gibi reel daralma bekliyoruz**.

Hammadde fiyatlarında anlamlı bir artış gözlenmezken ılımlı seyir korunuyor. Operasyonel giderlerdeki iyileşme sınırlı kalmakla birlikte, EUR/USD paritesindeki olumlu etkinin üçüncü çeyrekte hissedilmeye başlandığı, dördüncü çeyrekte ise daha belirgin hale gelmesi bekleniyor. Bu doğrultuda, paritedeki iyileşme ve hammadde maliyetlerindeki istikrarlı seyir nedeniyle marjlarda kayda değer bir toparlanma öngörüyoruz. Tüm bu varsayımlar altında 3Ç’de şirketin 134,59 milyar TL ciro, 9,29 milyar TL FAVÖK (%6,9 marj) ve 1,10 milyar TL zarar elde etmesini bekliyoruz.

2Ç25 itibarıyla Türk lirasının değer kaybı, işletme sermayesi ihtiyacındaki mevsimsellik ve nakit çıkışları nedeniyle düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK rasyosu 4,5x’e yükselmisti. Üçüncü çeyrekte özellikle FAVÖK’teki iyileşmenin etkisiyle kaldıraç oranında toparlanma beklemekle birlikte bu etkinin son çeyrekte daha net hissedileceğini düşünüyoruz.

Cirodaki daralma beklentisine karşın, operasyonel kâr marjlarında hem yıllık hem de çeyreklik bazda iyileşme öngörüyoruz ve zarar rakamındaki toparlanmanın etkisiyle daha iyi bir finansal sonuç açıklanabileceğini değerlendiriyoruz.

VESTL & VESBE 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: Ekim sonu/Kasım başı

3Ç25 döneminde şirketlerin operasyonel performansında belirgin bir iyileşme görülmemesini, faaliyet kârlılığı tarafındaki zayıf seyrin devam etmesini bekliyoruz. Talep tarafında anlamlı bir toparlanma sinyali bulunmuyor olup özellikle Avrupa pazarındaki daralma ve iç talepte süregelen baskının satış hacimlerini sınırlamaya devam ettiğini düşünüyoruz.

Sektör verilerine göre, iç pazarda talep zayıf kalırken Avrupa’daki toparlanma da sınırlı ilerlemekte. Yüksek faiz oranları ve sıkı kredi koşulları tüketici harcamalarını kısıtlamayı sürdürürken, ihracat pazarlarındaki durgunluk kârlılığı olumsuz etkilemekte. Artan fiyat rekabeti ile hammadde maliyetlerdeki yükselişin marjlar üzerinde baskı yaratmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Dolayısıyla kısa vadede temkinli duruş öngörürken, 2025 yılı genelinde marj ve kârlılık tarafında belirgin bir iyileşme beklemiyoruz. Tüm bu varsayımlar altında 3Ç25’te VESTL için 38,46 milyar TL ciro ve 577 mn TL negatif FAVÖK bekliyoruz. VESBE için ise maliyet optimizasyonu kapsamında gerçekleştirilen işçi çıkarma ve operasyonel yapılanma adımlarının etkisinin üçüncü çeyrekte hissedilmeye başlanması varsayımı altında Vestel’e kıyasla görece iyimser olmakla birlikte zayıf operasyonel performansını sürdürmesini bekliyoruz. Bu kapsamda 3Ç25’te 22,10 milyar TL ciro ve 1,10 milyar TL FAVÖK (%5 marj) bekliyoruz.

DOAS 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 10 Kasım 2025

Eylül 2025 verilerine baktığımızda, Doğu Otomotiv binek araçta %15,7 payla pazar lideri, hafif ticaride ise %8,9 payla dördüncü sırada yer alıyor. 9A25 itibarıyla yaklaşık 140 bin adetlik satış hacmine ulaşan DOAS, elektrikli araç tarafında da büyüme ivmesini sürdürüyor; perakende elektrikli araç pazarındaki %5 pay, segmentte istikrarlı büyümenin devam ettiğini gösteriyor. Özellikle Volkswagen ve Skoda markalarındaki performanslar ile şirketin elektrikli taraftaki güçlü konumunu daha da güçlendirdiğini görüyoruz. Kısaca genel olarak operasyonel görünümün kuvvetli olduğunu söylemek mümkün. Finansal açıdan, yüksek faiz ortamı ve borçlanma maliyetleri hâlâ kârlılık üzerinde baskı yaratıyor olsa da önceki çeyreğe kıyasla bu baskının azalmaya başladığını düşünüyoruz. Hatırlayacak olursak 2Ç25'te finansman giderleri belirgin bir şekilde artmıştı. 3Ç25'te ise TL'nin görece istikrarlı seyriyle bu kalemden normalleşme eğiliminin öne çıkmasını bekliyoruz.

Tahminlerimize göre Doğu Otomotiv'in 3Ç25 finansallarında 54,1 milyar TL ciro, 3,36 milyar TL FAVÖK ve 2,2 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.

FROTO 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 5 Kasım 2025

Ford Otosan'ın 2025 yılının ilk dokuz ayında toplam üretimi %12 artışla 513.955 adede, ihracat hacmi ise %13 artışla 445.104 adede ulaşmış durumda. Yurt içi perakende satış adetleri ise aynı dönemde %2 artışla 76.212 seviyesinde gerçekleşti.

3Ç25 dönemine ilişkin genel görünümde, ürün karmasındaki değişimin kârlılık üzerinde belirleyici olmasını bekliyoruz. Bu çeyrekte satış kompozisyonunun bir miktar daha küçük araçlara kaydığı, dolayısıyla araç başına kârlılığın önceki dönemlere göre sınırlı kalabileceği görüşündeyiz. Yurt içinde pazar büyümesinin binek araç segmentinde devam ettiği, ticari araç tarafında ise agresif fiyat kampanyalarının öne çıktığı görülüyor. Ford Otosan'ın, bu rekabet ortamında pazar payını korumak amacıyla fiyatlama disiplini sürdürmekle birlikte önceki çeyreklerdeki kadar güçlü fiyatlama alanı bulamadığını değerlendiriyoruz. İhracat tarafında ise görünüm bir miktar temkinli. İngiltere pazarında yaklaşık %10 civarında yaşanan daralma (9A25: 241.264 adet), Avrupa ticari araç talebindeki yavaşlamanın sinyallerini veriyor. Bu nedenle, yılın geri kalanında Avrupa ihracatında aşağı yönlü risklerin göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

Genel olarak değerlendirdiğimizde, yurt dışı talepteki kısmi zayıflamaya rağmen iç pazarın yüksek talep dinamiği 3Ç25 finansallarını destekleyen ana unsur olmaya devam edebilir. Ford Otosan'ın 3Ç25 finansallarında 181,00 milyar TL ciro, 11,81 milyar TL FAVÖK ve kur etkisinin 2Ç25'e kıyasla daha sınırlı olmasının finansman giderleri üzerinde yaratacağı olumlu etkinin de katkısıyla 7,52 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.

TTRAK 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 27 Ekim 2025

Yılın ilk iki çeyreğinde sektördeki daralma TTRAK'ın marjları üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştı. 3Ç25 döneminde faiz indirim döngüsünün hız kazanmasının etkisiyle finansallar üzerinde sınırlı bir rahatlama etkisi yaratmasını ve marjlarda kademeli bir toparlanma görülmesini bekliyoruz. Tahminlerimize göre, Türk Traktör'ün 3Ç25 finansallarında 13,11 milyar TL ciro, 1,48 milyar TL FAVÖK ve 345 milyon TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.

KRDMD 3Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 41,60 TL - Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: Kasım başı

Üçüncü çeyrekte, satış miksindeki olumlu değişim (ray ve profil ürünlerinin payının artması) ve artan satış fiyatları sayesinde ton başına kârlılık yükseldi. Üretim maliyetlerinin olumlu seyretmesi nedeniyle brüt kâr marjında belirgin bir artış öngörüyoruz. Bununla birlikte faaliyet giderlerindeki iyileşme ile birlikte FAVÖK marjında hem yıllık hem de çeyrek bazda toparlanma bekliyoruz. Diğer yandan, hedge accounting uygulamasına rağmen USD'deki yükselişin döviz ödemeleri ve net parasal pozisyon kayıpları nedeniyle net kârlılık üzerinde baskı oluşturacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda 3Ç25'te şirketin 639 bin ton satış hacmi, 16,13 milyar TL ciro, 1,87 milyar TL FAVÖK (FAVÖK marjı: %11,6), 72 USD ton başına FAVÖK ve 243 milyon TL zarar açıklamasını bekliyoruz (6A25 ton başına FAVÖK 49 USD).

Şirket, Infrarail/Cezayir ile toplam 11.826.000 EUR tutarında bir ray satış anlaşması yapmıştı. Üçüncü çeyrekte söz konusu teslimatlar tamamlandı. Teslimatların ikinci kısmının yıl bitmeden gerçekleştirilmesi öngörüyoruz. Öte yandan şirket bugün yurt içi demiryolu projelerinde kullanılmak üzere KDV dahil 14.564.000 EUR tutarında bir ray satış sözleşmesi imzaladığını açıkladı (16-20 ton arası). Söz konusu rayların üretildikçe teslim edilmesi planlanıyor ve teslimatların en geç 2Ç26'da tamamlanması hedefleniyor. Bu doğrultuda ray ve profil gibi katma değerli ürünlerin satış içindeki payındaki artışın, ürün karmasındaki iyileşme yoluyla kârlılığa olumlu katkı sağlayacağı öngörümüzü koruyoruz.

16 Eylül 2025 itibarıyla Dahilde İşleme Rejimi'nde (DİR) yapılan güncellemeyle, ihracatta kullanılacak ürünlerde en az %25 yurt içi tedarik zorunluluğu getirildi ve Dahilde İşleme İzin Belgesi (DİİB) süreleri kısaltıldı. 1 Ekim'den itibaren yürürlüğe giren düzenlemenin, yurt içi üretim ve fiyatları desteklemesi bekleniyor. Şirket, DİR kaynaklı bu düzenlemenin kütük fiyatlarını artıracğını ve brüt karlılığı olumlu etkilemesini bekliyor.

Avrupa Birliği, çelikte gümrüksüz ithalatı yıllık 18,3 milyon tonla sınırlandıracağını duyurdu. Bu adım, 2024 yılı çelik kotalarına kıyasla gümrüksüz ithalat hacimlerinde %47 düşüşe yol açacak. Ayrıca, kota dışı çelik ithalatına uygulanan vergi oranları da iki kat artırılarak %50'ye çıkarılacak. Şirketin ihracat oranı düşük olduğundan bu gelişmeden etkilenmesini beklemiyoruz.

Şirketi orta-uzun vadede beğenmeye devam ediyoruz, 12 aylık hedef fiyatımız 41,60 TL'dir. Şirket 2025 tahminlerimize göre 6,1x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

KCAER 3Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 23,38 TL - Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: 5-10 Kasım arası

İkinci çeyrekte A1 ve A2 fabrikalarında son iki yılda tamamlanan yatırımların etkisiyle şirket üretimde rekor seviyelere ulaşmıştı. Üçüncü çeyrekte ise benzer eğilimin devam etmesini ve katma değerli ürünlerin toplam satışlar içindeki payının artmasıyla birlikte satış hacminde anlamlı bir büyüme gerçekleşmesini bekliyoruz. Operasyonel verimlilikteki iyileşmenin sürmesiyle birlikte FAVÖK marjında bir toparlanma öngörüyoruz. Diğer yandan güneş enerjisi, imalat ve çelik konstrüksiyon sektörlerine yönelik yeni katma değerli ürünlerin devreye alınmasının şirketin cirosuna ve karlılığına olumlu katkı sağlayacağını tahmin ediyoruz. Hatırlanabileceği gibi yılın ilk dört ayında 5 yeni ürünü devreye almıştı; Şirket yıl sonuna kadar toplam 9 yeni ürün daha üretmeyi hedefliyor. Tüm bu gelişmeler doğrultusunda 3Ç25'te şirketin 175 ton satış hacmi, 6,22 milyar TL satış geliri, 864 mn TL FAVÖK (%13,9 FAVÖK marjı) ve 170 mn TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.

Avrupa Birliği, çelikte gümrüksüz ithalatı yıllık 18,3 milyon tonla sınırlandıracağını duyurdu. Bu adım, 2024 yılı çelik kotalarına kıyasla gümrüksüz ithalat hacimlerinde %47 düşüşe yol açacak. Ayrıca, kota dışı çelik ithalatına uygulanan vergi oranları da iki kat artırılarak %50'ye çıkarılacak. Kocaer'in AB'ye ihracatı %15-17 aralığında olup şirketin

ihracatını geniş bir coğrafi bölgeye yayması sayesinde bu etkinin kompanse edilebileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla AB kaynaklı kota ve vergi düzenlemelerinin şirket özelinde belirgin bir olumsuz etkisinin görülmesini beklemiyoruz.

Şirketin 2030 büyüme stratejisi kapsamında planlanan 1 milyon ton kapasiteli yeni çelikخانه ve 500 bin tonluk 4. fabrika yatırımının devreye girmesiyle, orta-uzun vadede ciro ve kârlılıkta anlamlı artışlar bekliyoruz. Bu yatırımların, ürün gamını çeşitlendirerek şirketin yüksek katma değerli ürün segmentindeki konumunu güçlendirmesini ve uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklemesini öngörüyoruz.

Şirketi orta-uzun vadede beğenmeye devam ediyoruz, 12 aylık hedef fiyatımız 23,38 TL'dir. Şirket 2025 tahminlerimize göre 5,6x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

SİSE 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi – Kasım'ın ilk haftası

Mimarî cam tarafı 2Ç25'te oldukça güçlüydü; 3Ç25'in de benzer olabileceğini tahmin ediyoruz. Türkiye'de maliyet artışlarına bağlı kısmi fiyat ayarlamaları yapılırken, Avrupa'da da fiyatlama ortamı hafif olumlu seyretti. Ancak satış hacminde anlamlı bir değişim olmadı. Otomotiv cam tarafında bu çeyrekte USD bazında fiyatlar güçlü seyretti. Özellikle anlaşmaların yenilenmesi fiyatları destekledi. Ancak hala güçlenme sinyali vermeyen satış hacmi yatay kaldı. Kimyasallar tarafında yıllık bazda hacim zayıf kaldı. ABD pazarında belirsizlik devam ederken, şirket üretim veya fiyatlama tarafında taviz vererek ihracata yöneldi, bu durum kârlılığı sınırlayıcı etki yarattı. Diğer yandan Türkiye talebi güçlü seyretti, fiyatlar ise USD bazında yıllık hafif pozitif görünmekte. Ambalaj segmentinde zayıf talep nedeniyle Türkiye'den yapılan ihracat ve Rusya kaynaklı hacimde hafif daralma bekleniyor. Cam ev eşyası tarafında tüketicilerin daha uygun fiyatlı ürünlere yönelmesi nedeniyle hacim daralırken, şirket fiyat rekabetine girmekten kaçındı. Bu yaklaşım sonucunda fiyatlama tarafı sınırlı da olsa pozitif seyretti. Tüm bu varsayımlar altında şirketin 3Ç25'te 55,3 milyar TL ciro ve 6,2 milyar TL FAVÖK (%11,2 FAVÖK marjı) açıklamasını bekliyoruz.

3Ç25 döneminde net borç/FAVÖK oranında iyileşme görülmeyebilir. FX gelir/giderleri tarafında 2Ç25'te EUR/USD paritesindeki yükseliş Eurobond borçlanması nedeniyle gider oluşmasına neden olmuştu. 3Ç25'te paritenin yüksek seviyelerde sabit kalması nedeniyle majör pozitif veya negatif etki olmayabilir.

Şişecam'ın 3Ç25'te önceki çeyreğe benzer operasyonel performans sergilemesi, verimlilik odaklı maliyet yönetimi sayesinde marjlarını korumasını bekliyoruz. Segment bazında mimari cam ve otomotiv kârlılığa olumlu katkı yaparken, kimyasallar ve cam ev eşyası tarafı baskı yaratabilir.

OYAKC 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: Kasım başı

OYAK Çimento'nun 3Ç2025 dönemi, yaz aylarının getirdiği inşaat sezonunun etkisiyle hacim artışının devam ettiği ancak fiyatlamaların enflasyonun altında olsa da hafif arttığı bir çeyrek olacak. Geçen yılın aynı dönemindeki güçlü baz nedeniyle yıllık bazda performansın "yatay" kalmasını bekliyoruz.

3Ç25 için net satışların 15,0 - 15,5 milyar TL seviyesinde olmasını, FAVÖK'ün 3,8 – 4,0 milyar TL, net karın ise 3,0 – 3,2 milyar TL gerçekleşmesini bekliyoruz. *FAVÖK marjının %24-25 bandında, net kar marjının ise %17-20 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.

Yılın ilk yarısında baskı altındaki fiyatlar nedeniyle marj daralması yaşayan şirket, 3. çeyrekte yurtiçi çimento satış hacmindeki artıştan destek alacak. Çimento operasyonlarının pozitif marjlı yapısı devam ederken, hazır beton tarafında ılımlı bir performans öngörülüyor. Operasyonel giderlerdeki artış baskısı sürmekle birlikte, şirketin güçlü nakit pozisyonu ve etkin işletme sermayesi yönetimi finansman giderlerini kontrol altında tutuyor.

Sektör tarafında, şirketin faaliyet gösterdiği bölgedeki aktif kamu altyapı projeleri ve konut talebi yurtiçi performansı desteklemeye devam ediyor.

Sonuç olarak, 3Ç2025'te çeyrekse bazda güçlü bir toparlanma yıllık bazda ise büyüme sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz.

BOBET 3Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 41,00 TL - Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: **Kasım'ın ilk haftası**

İlk çeyrekte olumsuz hava koşulları üretim üzerinde baskı yaratırken, 2. çeyrekte Ramazan ve Kurban Bayramlarının etkisiyle hacimler yatay seyretmişti. 3. çeyrekte ise pozitif mevsimselliğin etkisiyle yıllık bazda hacim tarafında anlamlı bir artış yaşandı (9A25'te yıllık %6 artış görüldü). Öte yandan, çimento sektöründe ürün fiyatlarındaki artışlar enflasyonun gerisinde kalarak kârlılık üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor; ancak Ağustos ve Eylül'de sınırlı da olsa fiyat artışı sağlanabildi.

Daha önce, şirketin 2025 yılı için öngördüğü %20 FAVÖK marjı hedefini belirtmiştik. Bu çeyrekte olduğu gibi, yılın son çeyreğinde de fiyat artışlarının uygulanması ve maliyetlerin istikrarlı seyretmesi varsayımı altında yıl sonunda FAVÖK marjının %16-17 seviyelerinde gerçekleşebileceği öngörülmüyor. Tüm bu varsayımlar altında 3Ç'de şirketin 4,10 milyar TL satış geliri, 541 milyon TL FAVÖK (%13,3 FAVÖK marjı) ve enflasyon muhasebesi etkisi nedeniyle 62 milyon TL zarar elde etmesini bekliyoruz.

Şirket, 2024'ü 612 mn TL net nakit pozisyonuyla kapatmasına rağmen artan yatırım harcamaları nedeniyle Haziran 2025'te 516 mn TL net borca geçmişti. 3Ç25'te net borçta azalma öngörülmürken, yıl sonunda başabaş seviyeye dönülmesi bekleniyor.

Şirketin toplam 3 milyar TL tutarındaki yatırımları (klinker, GES vb.) 2Y26'dan itibaren operasyonel sonuçlara yansımaya başlayacak. Özellikle klinker yatırımının devreye girmesiyle FAVÖK'e aylık yaklaşık 1 milyon USD katkı sağlaması öngörülmüyor.

2025 beklentilerimize göre 2,7x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem gören hissenin, mevsimsel faktörlerin de etkisi ile önceki iki döneme göre iyileşen 3Ç25 finansallarının hisse üzerinde pozitif etki sağlamasını bekliyoruz.

ASTOR 3Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 204,00 TL, Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: **5-10 Kasım arası**

Astor'un 3Ç25 döneminde 180 milyon USD ciro elde ederek 2Ç25'e benzer bir performans göstermesini bekliyoruz. Şirketin backlog seviyesi de hafifçe artarak 780 milyon USD seviyesine yükselebilir. Backlog'un yaklaşık %65'i yurtdışı, %35'i yurtiçi siparişlerden oluşmaktadır. Diğer yandan cirodaki yurtdışı payının yaklaşık %45 olduğunu tahmin ediyoruz (6A25: %48,8).

Şirketin 3Ç25 döneminde %32 marj ile 57,6 milyon USD FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. Özellikle güç trafosu satışlarının payının yüksek olması ile güçlü kârlılık devam etmektedir. Diğer yandan dağıtım trafo piyasasında konumunu korumaya çalışan Astor fiyat rekabetinin bu alanda daha yüksek olduğunu belirtiyor. Dağıtım trafosunda marjların 4-5 puan daha düşük olduğunu düşünüyoruz.

Şirketin 2025 yılında 875 milyon USD ciro elde etmesini bekliyoruz. Özellikle bu sene son çeyrekte hızlı bir büyüme görmeyi bekliyoruz. TEİAŞ tarafından kesilmesi beklenen faturalar 4Ç25 cirosuna ciddi bir katkıda bulunacaktır. 2025 FAVÖK marjının da %32 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Kapasite artışı için yapılan yeni fabrikada beton köşk üretimi başladı. Makine bağlantılarının tamamlanmasıyla beraber 1Ç26 döneminde yeni fabrikanın düzenli üretime geçmesini bekliyoruz. Şirket bu yatırım için yaklaşık 75 milyon EUR tutarında yatırım kredisi kullanmaktadır.

2025 yılı içerisinde Romanya yatırımının satılması planlanıyor. Aynı zamanda ABD yatırımları için de araştırmalar devam etmektedir.

3Ç25 sonuçlarının 2Ç'ye benzer bir performans ile daha sınırlı bir etki yaratmasını, 4Ç25 döneminin ise hızlı bir ciro ve FAVÖK artışı ile yıllık performansı güçlendireceğini tahmin ediyoruz. Şirketi beğenmeye devam ediyor ve hedef fiyatımızı koruyoruz.

AYDEM 3Ç25 Beklentileri

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

Beklenen Bilanço Tarihi: 10 Kasım 2025

Aydem Yenilenebilir Enerji'nin 3Ç25 döneminde 1,8 milyar TL ciro elde ederek geçen seneki seviyesinin hafifçe üstünde kalmasını bekliyoruz. EPIAŞ ölçümlerimize göre şirket 3Ç25 döneminde önceki yıla göre üretimini %24 arttırarak brüt 544 GWh elektrik üretti. Diğer yandan, elektrik PTF fiyatlarında dolar bazında hafif bir gerileme gerçekleşti. Aydem 2025 yılında bazı santrallerini yeniden YEKDEM kapsamına alarak PTF'deki gerilemeye göre daha avantajlı bir pozisyonda geçmiştir. Şirketin güncel kurulu gücünün %41 kadarlık bölümü YEKDEM'den yararlanmaktadır.

Şirketin 3Ç25 döneminde geçen seneye göre iyileşerek %67 marjla 1,2 milyar TL FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. Ancak, yüksek finansman giderleri nedeniyle net karın 100 milyon TL seviyesinde sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz.

Şirketin net borcunun 2Ç25 sonu itibarıyla 22,1 milyar TL seviyesindeydi ve 3Ç25 döneminde borçluluk durumunda büyük bir değişiklik beklemiyoruz. Geçtiğimiz haftalarda şirket refinansman amacıyla yeni bir tahvil ihracı yapma planlarını KAP üzerinden paylaştı. Bu nedenle önümüzdeki dönemlerde borç miktarında ve yapısında bir değişim bekliyoruz.

Şirketin düzeltilmiş FAVÖK hesabına göre 2025 yılında yaklaşık 130 milyon USD FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. Tahminimize göre 2025 FD/FAVÖK oranını 6,3 olarak hesaplıyoruz.

TUPRS 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 31 Ekim 2025

Tüpraş'ın 3. çeyrek döneminde öne çıkan firmalar arasında olmasını bekliyoruz. Şirketin 3Ç25 döneminde 220 milyar TL ciro, 19,5 milyar TL FAVÖK ve 9,5 milyar TL net kar elde etmesini bekliyoruz. Dolar bazında geçen yıl aynı döneme göre karlılıkta iyileşme olmasına rağmen enflasyon muhasebesi nedeniyle yıllık değişimin daha yatay bir düzeyde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Net rafineri marjında hızlı gelişim 3Ç25 döneminde hem önceki çeyreğe hem de geçen yıla göre önemli bir iyileşmeye neden oldu. Motorin, jet yakıtı ve benzin marjları geçen yılın ve 5 yıllık ortalamanın üstünde seyretti. Fiyat makası ise geçen yıla yakın bir seviyede seyretilmektedir. Rafineri marjlarının hızlı yükselişinde Nijerya Dangote Rafinerisi'ndeki aksaklıkların etkili olduğunu düşünüyoruz.

Şirketin 2025 yılı için 26 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve %90-95 kapasite kullanım oranı hedefi bulunmaktadır. Buna ek olarak yatırım harcamalarının 600 milyon dolar seviyesinde olması bekleniyor.

Tüpraş yenilenebilir enerji tarafındaki yatırımlarına da devam etmektedir. Entek Elektrik'in 490 MW olan güncel kurulu gücünün 2027 yılında 1 GW seviyesine ulaşması hedefleniyor. 2026 yıl sonuna kadar 300 MW kadarlık bir kapasite artışı öngörülüyor.

KLKIM 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: **Kasım başı**

Geçen yılın aynı döneminde ihracat tarafında tarihi rekor seviyelere ulaşılmıştı. Yüksek baz etkisi nedeniyle 3Ç25'te yurt dışı satış hacimlerinde yaklaşık %10 civarında bir gerileme görüldü. Ayrıca Irak pazarında kuzey-güney arasındaki iç gümrük uygulamalarından kaynaklanan lojistik ve ticari aksaklıklar da ihracat performansını olumsuz etkiledi. Buna karşın, yurt içi pazarda benzer oranlarda hacim artışı yaşanması, toplam satış hacmindeki düşüşü sınırlandırarak toplam satışlarda ılımlı bir yükseliş sağladı. Bu doğrultuda marjlarda yıllık bazda bir miktar gerileme görülebileceğini düşünüyoruz.

Irak satışları dolar bazlı gerçekleşirken hammaddelerin Euro ve dolar cinsinden temin edilmesi, EUR/USD paritesindeki artışın maliyetleri olumsuz etkilemesine yol açtı. **Tüm bu varsayımlar altında 3Ç25'te şirketin 2,77 milyar TL ciro, 615 mn TL FAVÖK (22,2 FAVÖK marjı) ve 320 mn TL net kâr bekliyoruz.**

Bağlı ortaklığı Kalekim Lyksor Sanayi A.Ş., Fas'ta sermayesinin %51,8'ine iştirak ettiği Lyksor Maroc SA şirketinde yapılan yatırım deneme üretimlerinin ardından seri üretim ve sevkiyatlara başladı (Yeni tesisin kapasitesi yaklaşık 30 bin ton). Önümüzdeki dönemde, yurt dışı üretim kapasitesini artırarak ihracat gelirlerini çeşitlendirme ve yeni pazarlara erişim sağlama stratejisinin güçleneceğini öngörüyoruz.

KLSE 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: **5-10 Kasım arası**

Sektörde talebin üzerinde bir kapasite bulunmakla birlikte, Kaleseramik son dönemde ürün gamını genişletmeye ve hat verimliliğini artırmaya yönelik yatırımlar gerçekleştirdi. Yatırımların kademeli olarak etkisini göstermesi ve ürün miksindeki iyileşmenin etkisiyle 3Ç25'te önceki çeyreğe kıyasla daha iyi bir performans bekliyoruz. FAVÖK'te çeyreksele bir toparlanma öngörmekle birlikte, enflasyon düzeltmelerinin etkisi nedeniyle bu iyileşmenin finansallara katkı sağlamasını beklemiyoruz. Şirketin yüksek borçluluk seviyesi nedeniyle finansman giderlerinin kârlılık üzerindeki baskısının devam edeceğini düşünüyoruz.

Mevcut ortamda finansman giderleri kaynaklı zarar açıklama olasılığı sürüyor. Buna karşın, verimlilikteki iyileşme eğiliminin sürmesinin şirketin orta vadeli görünümünü destekleyen bir unsur olarak öne çıktığını düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde faiz oranlarında gerileme ile birlikte, şirketin işletme sermayesi ihtiyacının azalması ve borç yükünün hafiflemesi beklenebilir. **Tüm bu varsayımlar altında 3Ç25'te 3,58 milyar TL ciro, 26 mn TL negatif FAVÖK (-%0,7 FAVÖK marjı) ve 520 mn TL zarar bekliyoruz.**

PGSUS 3Ç25 Beklentileri

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

Beklenen Bilanço Tarihi: **7 Kasım 2025**

3Ç25 dönemine ilişkin genel tabloya baktığımızda, Pegasus için ana temaların yabancı turist hacmindeki durağanlık ve makro koşullar olduğunu söyleyebiliriz. Kültür ve Turizm Bakanlığı'nın açıkladığı sınır giriş istatistiklerine göre, 2025 yılının ilk sekiz ayında ülkemize gelen yabancı ziyaretçi sayısı 2024'ün aynı dönemine göre %0,9 azalarak 35,48 milyon kişiye geriledi. Türkiye, yüksek enflasyon ve güçlü TL nedeniyle yabancı turistler açısından pahalı bir destinasyon haline gelmiş durumda ve bu durum belirli bir süredir devam ediyor. Dolayısıyla, rekabet avantajının bir miktar zayıfladığını düşünüyoruz. Bu durumlara ek olarak Haziran ayında yaşanan İran-İsrail geriliminin turizm sezonunun başlangıcına denk gelerek kısa vadede talep üzerinde baskı oluşturduğunu söylemek mümkün. Kampanyalara beklenen karşılığın alınamaması, makro ve jeopolitik etkilerin birleşmesiyle doluluk oranlarını sınırlamış gözüküyor. Buna rağmen, yurt içi ve yurt dışı Türk yolcuların oluşturduğu trafik hacmi sayesinde Pegasus'un

toplam yolcu sayısı 3Ç25'te yıllık %16 artışla 12,2 milyon seviyesine ulaştı. Önümüzdeki dönemde, enflasyonun kademeli olarak gerilemesi ve TL'nin dengelenmesi halinde şirketin operasyonel görünümünde kısmi bir rahatlama bekliyoruz.

Tahminlerimize göre PGSUS'un 3Ç25 finansallarında 1.113 milyon EUR ciro, 363,3 milyon EUR FAVÖK ve 198,7 milyon EUR net kâr açıklamasını bekliyoruz.

THYAO 3Ç25 Beklentileri

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

Beklenen Bilanço Tarihi: **7 Kasım 2025**

THYAO, 2025'in ilk dokuz ayında toplam yolcu sayısını yıllık bazda %6,6 artışla 69,39 milyon seviyesine yükseltti. 3Ç25 özelinde ise yolcu sayısı yıllık %11 artarak 27,18 milyon olarak gerçekleşti. Yolcu trafiğinde özellikle Avrupa ve Asya hatlarında yüksek doluluk oranlarının korunması ve premium segmentte fiyatlama disiplininin devam etmesini olumlu buluyoruz.

Kargo tarafında, THYAO yılın ilk dokuz ayında taşınan toplam Kargo + Posta hacmini yıllık %5,6 artışla 1,587 milyon ton seviyesine taşıırken, 3Ç25 özelinde hacim yıllık bazda %10,4 artışla 513.928 ton olarak gerçekleşti. Asya-Avrupa hattında 2026 itibarıyla ikinci bir "hub" kurulmasına yönelik fizibilite çalışmalarının devam etmesi, orta vadede kargo operasyonlarını destekleyici bir unsur olarak öne çıkacaktır. 3Ç25'te kargo birim gelirlerinde bir miktar gerileme öngörmemize rağmen, hacim tarafında düşüş yaşanmaması ve yeni ürün segmentlerinin (ilaç, özel taşıma) katkısıyla marjların korunmasını bekliyoruz. 2026 itibarıyla kargo birim gelirlerinde normalleşme ve hacim artışı eğiliminin devam edeceğini öngörüyoruz.

Teknik bakım tarafında, Rolls-Royce ile ortaklaşa kurulacak yeni motor bakım tesisi bu alandaki ilk yatırım olma özelliğini taşıyor. 200 motorluk bakım kapasitesine sahip tesisin 2033 yılına kadar tam kapasiteye ulaşması ve yıllık yaklaşık 1,5 milyar USD gelir potansiyeli yaratması bekleniyor.

Genel olarak 3Ç25 döneminin yolcu tarafında güçlü talep, premium segmentte fiyat disiplini ve teknik bakım gelirlerindeki artışla desteklenmesini bekliyoruz. Tahminlerimize göre THYAO'nun 3Ç25'te 6,89 milyar USD ciro, 1,82 milyar USD FAVÖK ve 1,31 milyar USD net kâr açıklamasını öngörüyoruz. Şirket yıl sonu tahminlerinize göre 3,5x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

TAVHL 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: **23 Ekim 2025**

TAVHL'nin toplam yolcu sayısı 3Ç25 döneminde yıllık %6,8 artışla 39,7 milyon seviyesine ulaştı. İzmir, Ankara (AJet operasyonlarının etkisi Eylül ayında belirgin şekilde hissedildi) ve Gürcistan hatlarında güçlü büyüme kaydedilirken, Antalya ve Bodrum'da artışların görece sınırlı kaldığını söylemek mümkün. Önümüzdeki dönemde yolcu trafiğinde olumlu seyrin devamını bekliyor, iç hatların bilet tavan fiyat artışından destek almaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Antalya özelinde, havalimanı gelirlerinin önemli bir kısmı döviz bazlı olduğu için TL'nin değerli seyrinin bu dönemde gelir artış hızını sınırlayıcı bir faktör haline getirdiğini düşünüyoruz. Özellikle yabancı turist trafiğinin yoğun olduğu Antalya'da, EUR ve USD cinsinden fiyatlamlar TL'ye çevrildiğinde gelirlerde reel anlamda bir baskı oluşmasını bekliyoruz. Buna karşılık, İzmir ve Ankara havalimanları ağırlıklı olarak iç hat yolcusuna hizmet verdiğinden dolayı TL'nin yarattığı satın alma gücü artışı ve iç talepteki canlılık bu iki hatta gelirleri destekleyici yönde etkileyebilir. Önceki çeyreklerde FAVÖK üzerinde baskı yaratan parite etkisinin, bu dönemde belirgin bir olumsuzluk yaratmayacağını tahmin ediyoruz.

Tahminlerimize göre TAVHL'nin 3Ç25 finansallarında 534 milyon EUR ciro, 205,2 milyon EUR FAVÖK ve 105,6 milyon EUR net kâr açıklamasını bekliyoruz.

MPARK 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 11 Kasım 2025

3Ç25 döneminde Medical Park için operasyonel tarafta trafik hacminin yatay seyrettiğini, ancak kârlılık tarafında iyileşmenin sürdüğünü değerlendiriyoruz. Hasta trafiğinde belirgin bir artış beklememekle birlikte, Türk Tabipler Birliği'nin ikinci dönem fiyat artışı ve şirketin verimlilik odaklı gider yönetiminin bu çeyrekte FAVÖK marjını destekleyici unsurlar olarak öne çıkmasını bekliyoruz. Tahminlerimize göre, Medical Park'ın 3Ç25 finansallarında 12,74 milyar TL ciro, 3,64 milyar TL FAVÖK ve 1,55 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.

LKMNH 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 10 Kasım 2025

Lokman Hekim ile 3Ç25 beklentilerini ve genel görünümü konuştuk. 6A25 dönemini kısaca hatırlayalım. Şirket, 2025'in ilk yarısında 1,8 milyar TL ciro, 375 milyon TL FAVÖK ve 84 milyon TL net kâr açıklamıştı. FAVÖK marjı geçen yıla kıyasla 39 baz puan artarak %20,8'e yükselmışti. Gelirler ve FAVÖK tarafında büyüme devam ederken, net kârda yaşanan düşüş ise esasen enflasyon düzeltilmesi ve tek seferlik değerlendirme farkından kaynaklandı.

Lokman Hekim şu anda 6 hastane ve 2 tıp merkeziyle faaliyet göstermekte olup toplam yatak kapasitesi de 930'a ulaşmış durumda. Gelir tarafına baktığımızda dengeli bir dağılım görüyoruz; SGK payı yaklaşık %20, sağlık turizmi %13, Sigortalar/anlaşmalı kurumlar %20 ve geri kalan kısmı nakit ödemeler oluşturuyor. Özellikle sağlık turizminin öne çıktığını söylemek mümkün. Şirket onkoloji ve organ nakli gibi katma değeri yüksek alanlarda İstanbul hastanesinin katkısıyla bu potansiyelin daha da artırabileceğini öngörüyor. Orta vadede sağlık turizmi gelirlerinin İstanbul Hastanesinde gelirin %50'sine kadar çıkabileceği öngörüldürken şu an yıllık yaklaşık 7–10 milyon USD seviyesinde olan bu gelirler şirket için avantaj sağlıyor.

Stratejik yatırımlar arasında Eskişehir'deki GES projesi dikkat çekiyor. 11,2 MW kapasiteye sahip santralin, Ankara'daki hastanelerin tamamı ile Van'daki hastanelerin elektrik ihtiyacının büyük kısmının karşılaması ve FAVÖK marjına yaklaşık 100/150 baz puan katkı yapması bekleniyor. Bir diğer önemli adım ise yurtdışı açılımlar. 2025'te Bişkek'te devreye alınacak onkoloji odaklı merkezin yanı sıra, Balkanlar ve Avrupa'da potansiyel satın almalar değerlendiriliyor.

3Ç25 beklentilerimize bakacak olursak bu çeyrekte güçlü sonuçlar beklerken, 2Ç25'in tatil dönemine rağmen olumlu gerçekleşen performansı sonrasında şirketin 3Ç25'te 990 milyon TL ciro, 230 milyon TL FAVÖK ve 76 milyon TL net kâr açıklamasını öngörüyoruz.

SGK dışı gelir kanallarındaki artış, sağlık turizminin potansiyeli, enerji verimliliği yatırımları ve yurtdışı açılım stratejileri şirketin orta vadeli büyüme hikâyesini destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkarken, 2025 beklentilerimize göre şirketin 6,1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem gördüğünü belirtmekte fayda görüyoruz.

HTTBT 3Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 75,40 TL, Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: 9 Kasım 2025

Şirket, 3. çeyrekte 1 partner kazanımı ve 1 partner kaybı ile müşteri sayısında değişiklik yaşanmamıştır. 1 Nisan 2024'te aktifleşen Ajet anlaşması büyümeye önemli katkı sağlamayı sürdürmektedir. Ancak baz etkisinin azalmasıyla önceden ciro büyümenin üçte biri mevcut partnerler, üçte iki yeni partnerden kaynaklanırken, bu denge yarı yarıya değişmiştir. Bu durum uzun vadede daha sürdürülebilir bir büyüme yapısı oluştursa da kısa vadede şirketin USD bazında %33 - %38 ciro büyüme hedefini yakalamasını zorlaştırabilir. Ayrıca yolcu hacmindeki artışın yavaşlaması da 3Ç ve 2025 ciro büyümesini sınırlayabilir.

Şirketin ihalelere katılımı devam etmekte olup bu girişimlerin etkilerinin 2026 yılı itibarıyla yeni müşteri kazanımlarıyla görülmesi beklenmektedir.

Karlılık tarafında, şirket 2025 yılı için belirlediği %43 - %48 arası FAVÖK marjı ve %25 - %30 arası net kar marjı hedefleri doğrultusunda ilerliyor. Ancak enflasyonist ortamda TL'nin güçlü seyri marjlar üzerinde baskı yaratmakta olup, marjların tahmin aralıklarının alt bandında gerçekleşmesi beklenebilir.

3Ç'de şirket, kredi borcunu kapatmış olup yeni bir borçlanma gerçekleştirilmemiştir. Önceki dönemde %23 - %26 faiz oranıyla borçlanan şirket, fırsatları oluşması hâlinde yeniden borçlanmayı değerlendirebileceğini belirtmiştir. Böylece şirket, güçlü nakit pozisyonu korumaktadır.

USD bazında iki haneli büyümeyi sürdüren şirket için 75,40 TL hedef fiyatımızı koruyoruz. Ancak 3. çeyrek finansallarının, şirketin 2025 yılına ilişkin büyüme rehberliğini yakalamanın zorlaştığına işaret etmesi bekleniyor. Bu nedenle, kısa vadede hisse üzerinde bir miktar baskı oluşabilir. İlk 9 ayda şirketin yıldan yıla %29 artışla 31,3 milyon USD ciro açıklamasını beklerken FAVÖK'ün 12,5 milyon USD'ye ulaşmasını bekliyoruz (3Ç tahminimiz: 11 milyon USD ciro ve 4,55 FAVÖK). Şirket yıl sonu tahminlerinize göre 16,9x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

MACKO 3Ç25 Beklentileri

Hedef Fiyat: 75,50 TL, Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Beklenen Bilanço Tarihi: Ekim sonu/Kasım başı

Yılın ilk 6 aylık döneminde gelirin %85'i Türkiye, %15'i ise Avrupa bölgesinde elde edilmişti. Türkiye tarafında Mart ve Nisan ayında reklam pazarı daralmıştı. Ancak 3. çeyrekte liglerin başlamasıyla birlikte operasyonel performans şirketin beklentilerinin biraz üzerinde gerçekleşti. Fransa tarafında pazar doygun, Maçko liderle rekabet ediyor. Kullanıcılar futbola odaklı değil, etkileşim düşük ama ana göstergelerde çift haneli büyüme trendi sağlandı (Aylık yaklaşık 200 bin euro gelir katkısı var). Diğer yandan Euro'nun değerlenmesi, gelirleri %5–10 oranında destekleyebilir. Suudi Arabistan tarafında mevsimsel etkiler nedeniyle Ağustos ayı zayıf geçti, Eylül'de hafif olumlu sinyal görüldü. Genel olarak gelirin %60'ı sabit kontratlardan, %35–40'ı ise değişken gelirlerden oluşuyor; tüketim algısı ve ligdeki gelişmeler değişken gelirleri etkiliyor.

Net nakit pozisyonu, pay geri alımları (ortalama 39,5 TL) ve 10 mn TL'lik rekabet cezası ödemesinden dolayı gerilemişti. 3Ç25'te temettü ödemesi dolayısıyla net nakitte artış görülmeyebilir. Tüm bu varsayımlar altında 3Ç25'te 244 mn TL ciro, 148 mn TL FAVÖK ve 99 mn TL net kâr bekliyoruz.

At yarışı bahisleri daha önce yalnızca TJK üzerinden yapılabiliyordu; artık, yeni bir tüzel kişilik kurulması şartıyla, bahis şirketlerine de lisans verilebiliyor. Bu gelişmenin gelecek yıl ciroya katkı sağlayacağı öngörülüyor. Şirket, Suudi Arabistan pazarında 100.000 aktif kullanıcıya ulaşmayı hedefliyor. Mevcut kullanıcı tabanı yaklaşık 56.000 seviyesinde bulunuyor. Hedef gerçekleştiğinde platform, reklam gelirine açılarak ek gelir yaratma potansiyeline sahip olacak. Diğer yandan MScores için pazarlamaya ciddi bütçe ayrıldı; harcamaların yıllık artması ve 1 yıl içinde gelir ve kullanıcı artışı hedefleniyor. Ürün elektronik ortamda sunulduğu için pazarlama etkisi zamanla görülmüyor.

Orta-uzun vadede döviz bazlı gelir kompozisyonu, dijital medya segmentinde niş iş modeli sayesinde yatırımcılar açısından cazip bir büyüme hikâyesi sunması, güçlü finansal yapısı ve net nakit pozisyonu nedenleriyle beğenmeye devam ettiğimiz MACKO için 12 aylık hedef fiyatımız 75,50 TL'dir. Şirket 2025 tahminlerimize göre 6,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

CCOLA 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 4 Kasım 2025

Zayıf geçen ilk yarının ardından, 3Ç25'te hem büyüme hem de kârlılık tarafında belirgin bir hızlanma bekliyoruz. Tahminlerimiz, yıllık bazda %15 ciro artışına işaret ederken bu büyümenin ana kaynağını yurt dışı operasyonlardaki

çift haneli hacim artışının oluşturmamasını bekliyoruz. Türkiye tarafında ise düşük tek haneli daralma beklesek de güçlü fiyatlama etkisi bu çeyrekte konsolide marjları destekleyebilir. Yurt dışı operasyonlarda özellikle Kazakistan ve Özbekistan öne çıkarken bu iki pazarın yüksek hacim büyümesi ve etkin dağıtım yapısı sayesinde grubun toplam kârlılığına güçlü katkı sağlamasını bekliyoruz. **Tahminlerimize göre, CCOLA'nın 3Ç25 finansallarında 52,34 milyar TL ciro, 11,49 milyar TL FAVÖK ve 7,05 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.**

AEFES 3Ç25 Beklentileri

Beklenen Bilanço Tarihi: 5 Kasım 2025

Güçlü geçen ikinci çeyreğin ardından Anadolu Efes'in yılın üçüncü çeyreğinde daha ılımlı bir dönem geçirdiğini düşünüyoruz. Turizmdeki zayıf görünüm, temmuz ayında asgari ücret artışı yapılmaması ve tüketici alım gücündeki kayıpları dikkate aldığımızda Türkiye bira operasyonlarında hacimlerin orta-yüksek tek haneli daraldığını tahmin ediyoruz. Hacim daralmasına rağmen yapılan fiyat artışları ve cash & carry kanallarına yönelim ise hem gelir büyümesini hem de marjları destekleyebilir. Uluslararası hacimlerin ise Kazakistan ve Ukrayna'nın olumlu katkısına rağmen daralmasını değerlendiriyoruz. **Tahminlerimize göre, AEFES'in 3Ç25 finansallarında 70,95 milyar TL ciro, 16,16 milyar TL FAVÖK ve 4,55 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.**

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.