

3Ç25 Kar Tahminleri

- 2025'in üçüncü çeyreği banka finansalları 23 Ekim'de açıklanmaya başlayacak. Akbank finansallarını ilk açıklayan banka olacak.
- **Banka & Sigorta:** Bankalarda iyileşen TL kredi-mevduat makası, artan swap giderleri ve artan karşılıklar. **3Ç25'te takibimizdeki bankaların net karında çeyreksele %6 artış, yıllık olarak ise %58 artış öngörmekteyiz.** Net faiz marjlarında TL kredi-mevduat makasındaki iyileşme ve TÜFE'ye endeksli tahvillerden artan katkı kaynaklı yaklaşık 50 baz puan artış bekliyoruz. Ticari&kur&swap sonuçlarında zayıflama, kredi karşılıklarında ise artış tahmin ediyoruz. **AKBNK, VAKBN ve HALKB**'in çeyreklik bazda güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. **AKBNK**'in olumlu ayrışması beklentimiz marjlar, güçlü kredi büyümesi ve komisyon gelirleri kaynaklı. Görece zayıf sonuçlar açıklamasını beklediğimiz bankalar **TSKB, ALBRK ve ISCTR**. **Sigorta şirketleri için çeyreklik %2 kar artışı, yıllık ise %78 kar artışı öngörüyoruz.** Hayat dışı sigortacılıkta zorunlu trafik sigortası karşılıklarını arttıran düzenlemenin olumsuz etkisiyle **AKGRT**'nin çeyreklik zayıf karlılık gelişimi kaydedeceğini öngörüyoruz. **AGESA ve ANHYT**'in ise çeyreklik sınırlı karlılık artışı kaydedeceğini öngörürken, yıllık gelişimde güçlü hayat ve emeklilik sonuçları ile daha yüksek yatırım gelirleri sayesinde güçlü kalmasını bekliyoruz. **Ünlü Yatırım Holding***in faaliyet karı ve net kârında, kurumsal satışlar ve kurumsal finansman faaliyetlerinden elde edilen katkının toparlanması sayesinde kademeli bir iyileşme öngörüyoruz.
- **Banka-Dışı Şirketler:** 3Ç25 sonuçları genel itibarıyla, kapsamımızdaki finans dışı şirketlerde faaliyet kârlılıklarında sınırlı bir toparlanmaya işaret ediyor. Bu iyileşme, ağırlıklı olarak gerileyen enerji ve personel giderleri ile azalan enflasyonist baskılardan kaynaklanıyor. Bununla birlikte, gelir artışı ve manşet kârlar hâlen 2025 başındaki beklentilerin gerisinde seyrediyor; bu durum zayıf talep koşulları ve çoğu sektörde sınırlı fiyatlamaya gücünü yansıtıyor. Öte yandan, yıllık bazda açıklanan manşet rakamlardaki iyileşmenin büyük ölçüde 3Ç24'ün düşük baz etkisinden kaynaklandığı ve temelde yapısal bir toparlanmadan ziyade döngüsel bir marj istikrarına işaret ettiği görülüyor. **BIMAS, CCOLA, MGROS, SOK** için enerji ve personel giderlerindeki düşüş sayesinde belirgin bir VAFÖK marj toparlanması beklerken **ASELS, OTKAR, AKSEN ve ENKAI**'nin yüksek marjlı sipariş birikimlerinin olumlu etkisini görmeyi bekliyoruz. Buna karşılık, **THYAO, PGSUS, AEFES ve PETKM** görece zayıf sonuçlar açıklamasını beklediğimiz hisseler. Havacılıkta, zayıf birim gelirler ve motor problemleri marjları baskılamakta, **AEFES ve PETKM** tarafında düşük talep baskısı devam ediyor.

(TLmn)	3Ç25			Y/Y		
	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar
Bankalar	-	-	80.722	-	-	58%
Sigorta & Emeklilik	-	-	3.500	-	-	78%
Otomotiv	269.390	14.524	9.870	24%	9%	-17%
Havacılık	361.522	107.627	58.681	29%	12%	-12%
Holding	221.196	32.416	12.479	2%	6%	22%
Savunma	44.172	8.362	1.941	14%	30%	32%
Enerji	9.827	3.195	781	-10%	40%	-11%
Yiyecek & içecek	95.859	20.114	5.695	-11%	-4%	-30%
Petrol	234.963	20.411	13.344	-19%	-3%	14%
Petrokimya	22.130	-194	-713	-4%	a.d.	a.d.
Perakende	356.344	21.364	7.780	6%	49%	-23%
Demir & Çelik	15.913	1.873	-166	-18%	84%	a.d.
Telekom	116.511	49.579	9.639	11%	8%	-53%
Beyaz eşya	126.331	8.938	-1.386	-10%	45%	a.d.
Restoran	11.550	2.516	868	8%	3%	21%

Gökem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 7949

Oğuzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Esra Uzun Özbaskın

esra.ozbaskin@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 70

Eren Erciş

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Yasin Sarıhan

yasin.sarihan@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 82 83

Nuray Aparı Buyukkaya

nuray.buyukkaya@ykyatirim.com.tr

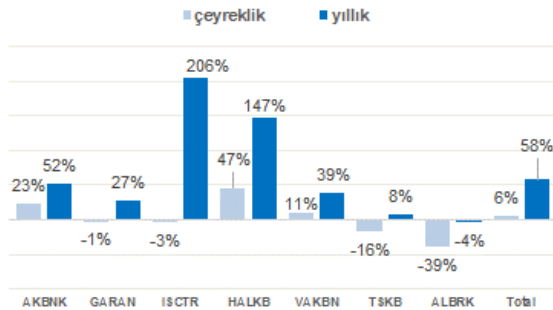
+90 212 319 84 35

* Ünlü Yatırım Holding için 3Ç25'te TMS-29 dahil net kar beklentimiz 38 milyon TL (3Ç24: 35 milyon TL net zarar).

Banka & Sigorta & Yatırım – 3Ç25 Kar Tahminleri

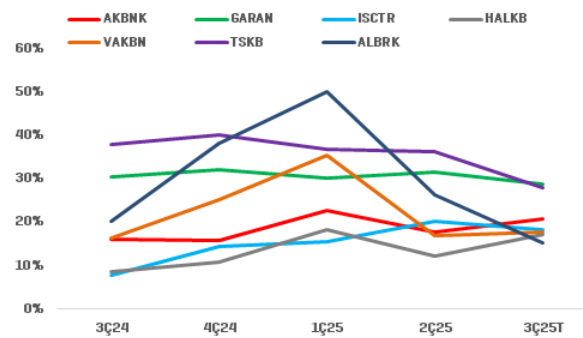
- 2025'in üçüncü çeyreği banka finansalları 23 Ekim'de açıklanmaya başlayacak. Akbank 23 Ekim'de finansallarını açıklayacak.
- **Bankacılık:** 3Ç25'te takibimizdeki bankaların net karında çeyrekse %6 artış, yıllık olarak ise %58 artış öngörmekteyiz. Üçüncü çeyrekte ortalama %10 TL kredi büyümesi öngörüyoruz. Net faiz marjlarında TL kredi-mevduat makasındaki iyileşme ve TÜFE'ye endeksli tahvillerden artan katkı kaynaklı yaklaşık 50 baz puan artış görmeyi bekliyoruz. Ticari&kur&swap sonuçlarında ise artan swap maliyetleri ve azalan ticari kazançlar kaynaklı düşüş tahmin ediyoruz. Artmaya devam eden takibe girişler nedeniyle kredi karşılıklarında artış, komisyon gelirlerinin ise güçlü kalmaya devam etmesini tahmin ediyoruz.
- Takibimizdeki bankalar arasında **AKBNK**, **VAKBN** ve **HALKB**'in çeyreklik bazda daha güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. **AKBNK**'in olumlu ayrışması beklentimiz marjlar, güçlü kredi büyümesi ve komisyon gelirleri kaynaklı. Kamu bankalarında marjlarda toparlanmanın karlılıkları desteklemesini tahmin ediyoruz. **HALKB**'de iştiraklerinin muhasebeleştirilmesiyle ilgili tek seferlik gelirin de karlılığı desteklemesini tahmin ediyoruz. Çeyreklik olarak zayıf sonuçlar açıklamasını beklediğimiz bankalar ise **TSKB**, **ALBRK** ve **ISCTR**.
- **Sigorta & Emeklilik & Yatırım:** Sigorta şirketleri için çeyreklik %2 kar artışı, yıllık ise %78 kar artışı öngörüyoruz. Hayat dışı sigorta şirketleri için zorunlu trafik sigortası karşılıklarını arttıran düzenlemenin olumsuz etkisiyle **AKGRT**'nin çeyreklik olarak görece zayıf karlılık gelişimi kaydedeceğini öngörüyoruz. **AGESA** ve **ANHYT**'in ise çeyreklik sınırlı karlılık artışı kaydedeceğini öngörürken, yıllık bazda ise güçlü hayat ve emeklilik sonuçları ile daha yüksek yatırım kazançları sayesinde olumlu ayrışmasını tahmin ediyoruz. **Ünlü Yatırım Holding**'in faaliyet karı ve net kârında, kurumsal satışlar ve kurumsal finansman faaliyetlerinden elde edilen katkının toparlanması sayesinde kademeli bir iyileşme öngörüyoruz.

Grafik 1: Bankalar Çeyreklik ve Yıllık Net Kar Gelişimi



Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 2: Bankalar Özkaynak Karlılığı



Kaynak: YKY Araştırma

YKY – 3Ç25 Tahminleri

YKY 3Ç25 Tahminleri Bankalar	TLmn			Y/Y Büyüme (%)			Ç/Ç Büyüme (%)			
	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
AKBNK			13.733			52%			23%	Marjlarda toparlanma, güçlü komisyonlar ve kredi büyümesi beklerken, artan karşılıkların karlılık artışını bir miktar sınırlandırmayı tahmin ediyoruz.
ALBRK			763			-4%			-39%	Ticari&kur sonuçları ve diğer faaliyet gelirlerindeki düşüş kaynaklı zayıf net kar gelişimi tahmin ediyoruz
GARAN			28.032			27%			-1%	Marjlarda sınırlı toparlanma beklerken, yüksek faaliyet gider artışı ve artan karşılıkların karlılığı baskılamasını tahmin ediyoruz.
HALKB			7.300			147%			47%	Marjlarda iyileşme ve iştiraklerin muhasebeleştirilme yönteminde değişiklik kaynaklı tek seferlik gelir sayesinde çeyreklik güçlü karlılık tahmin ediyoruz.
ISCTR			16.923			206%			-3%	Azalan iştirak gelirleri ve artan kredi karşılık giderleri kaynaklı karlılıkta sınırlı düşüş tahmin ediyoruz. Marjlarda iyileşme ve güçlü komisyon gelirleri ise çeyreğin olumlu konuları
TSKB			2.849			8%			-16%	oranında artış kaynaklı toplam karşılıkların yüksek seyri. Bankanın bunu bir miktar telafi etmek doğrultusunda 250 milyon TL serbest karşılık iptali yapmasını tahmin ediyoruz. Komisyon gelirlerinde sınırlı toparlanma, faaliyet giderlerinde ise düşüş bekliyoruz.
VAKBN			11.123			39%			11%	Marjlarda güçlü gelişim bekliyoruz fakat kredi karşılık giderlerindeki artış ile ticari&kur&swap sonuçlarındaki gerilemenin kar artışını sınırlandırmayı tahmin ediyoruz
Sigorta & Emeklilik	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
AKGRT			780			41%			-9%	Çeyreklik %9 kar düşüşü beklentimizin ana nedeni zayıflayan teknik sonuçlar. Eylül ayında muallak tazminat karşılığı hesaplamalarında kullanılan iskonto oranının düşürülmesi nedeniyle teknik sonuçlarda zayıflama bekliyoruz. TL faizlerin çeyreğin genelinde yüksek seyri kaynaklı olarak ise yatırım gelirlerinin 3.çeyrekte de güçlü gelişmesini öngörüyoruz.
ANHYT			1.430			102%			8%	Çeyreklik net kar artışı beklentimizin temel etkeni artmasını öngördüğümüz yatırım gelirleri. Hayat ve emeklilik sonuçlarından yatay katkı bekliyoruz
AGESA			1.290			84%			2%	Çeyreklik net kar artışı beklentimizin temel etkeni artmasını öngördüğümüz yatırım gelirleri
Otomotiv	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
FROTO	185.089	11.134	8.001	-2%	-14%	-30%	-12%	-18%	22%	İhracat hacimlerindeki gerilemenin hem gelirler tarafında hem de operasyonel karlılıkta daralmaya neden olmasını bekliyoruz. Net karlılık ise tek-seferlik giderlerin etkisini yitirmesiyle çeyreklik iyileşme kaydediyor.
TOASO	84.302	3.390	1.868	195%	a.d.	349%	13%	30%	-1%	Stellantis Türkiye'nin katkısıyla artan yurt içi hacimlerin satış gelirlerindeki inorganik büyüme devam ediyor. İnorganik büyümeye ilaveten, K0 modelinin katkısıyla operasyonel karlılıkta iyileşmesini bekliyoruz. Net karlılık tarafında çeyreklik yatay bir seyir öngörüyoruz.

Havacılık	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
PGSUS	52.344	18.552	9.752	30%	14%	-12%	36%	67%	82%	Yolcu trafiği güçlü olsa da, 2Ç sonrası zayıflayan dış hat yield'ları ve özellikle personel kaynaklı TL gider enflasyonu kârlılık üzerinde baskı yaratıyor. EUR/USD etkisinin azalmasıyla birlikte birim marjlarda daralma öne çıkıyor
TAVHL	26.237	10.703	4.841	43%	49%	27%	34%	66%	a.d.	Güçlü yolcu ve ticari gelir performansı ciroyu desteklese de, TL bazlı personel ve operasyonel maliyetlerdeki artış ile EUR/USD paritesinin daha az destekleyici seyri marj genişlemesini sınırlıyor. Kârlılık artışı hacim odaklı, maliyet baskısı belirgin
THYAO	282.942	78.372	44.088	28%	8%	-15%	22%	48%	65%	Yolcu büyümesi güçlü seyrini korurken, 2Ç sonrası zayıflayan dış hat yield'ları, TL bazlı personel ve operasyonel giderlerdeki artış ile EUR/USD paritesinin 2Ç25 ve 3Ç24'e kıyasla daha az destekleyici olması kârlılığı sınırlıyor. Trafik kompozisyonu da marj açısından daha zayıf.
Holding	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
AGHOL	182.778	24.210	3.228	-4%	-3%	-18%	0%	26%	a.d.	Migros ve CCI'nın güçlü katkılarıyla desteklenmesiyle beraber gelirlerde sınırlı bir düşüş bekliyoruz. Net Borç/VAFÖK'ün 3Ç25 sonunda 1,2x'e (2Ç25'teki 1,4x'ten) düşmesini tahmin ediyoruz.
ENKAI	38.418	8.206	9.251	43%	40%	47%	11%	-10%	-21%	İnşaat segmentinde, 8,2 milyar USD olarak tahmin ettiğimiz artan bakiye siparişler desteğiyle güçlü bir performans bekliyoruz. Enerji segmentindeyse, daha yüksek kapasite kullanım oranı, pozitif bir VAFÖK elde edilmesini sağlayacak. Şirketin yatırım portföyünden, özellikle de ABD hisse senetlerinden elde edilen yeniden değerlendirme kazançlarının da etkisiyle, yıllık ~%50 net kar büyümesi öngörüyoruz.
Savunma	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
ASELS	32.991	7.918	2.121	13%	21%	-21%	4%	-8%	-51%	Proje teslimatlarındaki imenin artmasıyla birlikte çift haneli ciro büyümesinin devam etmesini bekliyoruz. Olumlu proje karması ve daha yüksek ihracat payı sayesinde VAFÖK marjının artmasını bekliyoruz. 3Ç25 sonu itibarıyla ~17 milyar USD bakiye sipariş tahmin ediyoruz.
OTKAR	11.181	444	-180	15%	a.d.	a.d.	-9%	-71%	a.d.	Toplam araç teslimatlarındaki yıllık ~%30 artışın (çoğunlukla askeri araç ve Tunland teslimatlarıyla) desteğiyle, yıllık ~%15 ciro artışı bekliyoruz. Teslimatlardaki toparlanmayı yansıtan 3Ç24'teki negatif VAFÖK'e kıyasla, 444 milyon TL VAFÖK öngörüyoruz. Ancak, Romanya teslimatları ciroya henüz yansımada ve bu da 2Ç25'e kıyasla daha düşük bir VAFÖK marjına yol açmakta. Bu nedenle, 2Ç25'e kıyasla daha zayıf; ancak yıllık bazda güçlü finansallar bekliyoruz.
Enerji	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
AKSEN	9.827	3.195	781	-10%	40%	-11%	-7%	18%	-22%	Talimercan santralinin tam kapasite geçmesiyle birlikte VAFÖK katkısının artarak devam etmesini bekliyoruz. Finansman giderinin net kârlılığı baskılayacağını öngörüyoruz
Yiyecek & İçecek	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
AEFES	70.653	16.130	4.984	-15%	-5%	-33%	2%	26%	14%	Türkiye bira operasyonlarının, azalan turist sayısı, azalan alım gücü ve artan fiyat rekabeti nedeniyle hacimleri baskı altında kaldı. Bu olumsuzluklara rağmen, fiyat revizyonları VAFÖK'de kademeli bir toparlanmaya yardımcı oldu. CCI'nın güçlü katkısı, bira operasyonlarındaki zorlukları dengeledi. Hatırlatmak isteriz ki, Rusya operasyonlarının olmaması ve proforma rakamların olmamasından kaynaklı yıllık karşılaştırmalar anlamlı değildir.
COLA	54.436	11.352	6.777	11%	16%	-2%	5%	18%	25%	Nispeten zayıf geçen 1Y25'in ardından daha güçlü bir büyüme ve marj toparlanması bekliyoruz. Uluslararası operasyonlardaki çift haneli hacim artışı ve Türkiye'deki düşük tek haneli daralmanın etkisiyle yıllık bazda %11'lik bir ciro büyümesi öngörüyoruz. Özbekistan ve Kazakistan, hacim büyümesi açısından en güçlü coğrafyalar olarak öne çıkıyor. Fiyatlandırma cephesindeyse, Türkiye'de konsolide marjları destekleyen daha güçlü bir fiyatlandırma faaliyeti bekliyoruz. Uluslararası operasyonlar ise genel olarak yatay seyretilmekte.
ULKER	25.207	3.984	711	4%	3%	13%	2%	10%	-8%	Şirket, özellikle okulların açılmasıyla beraber düşük tek haneli hacim büyümesinin desteğiyle hem çikolata hem de bisküvi kategorilerinde pazar payı kazandı. Ancak fiyatlandırma baskı altında kalmaya devam ediyor ve TÜFE-kur dengesizliği operasyonel kâr marjlarını etkilemeye devam ediyor. Yıllık ~%4 ciro büyümesi ve yatay bir VAFÖK marjı öngörüyoruz. Ek olarak, 3Ç24'te ertelenmiş vergi gideri, ertelenmiş vergi varlıklarının azalmasından dolayı daha yüksekti. (3Ç24'te ertelenmiş vergi gideri 954 milyon TL'ydi). Böylece, net kârın yıllık %13 artmasını bekliyoruz.

Petrol	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
AYGAZ	21.161	965	1.653	-21%	-13%	19%	-1%	47%	60%	İyileşen LPG marjları sayesinde y/y ve ç/ç daha güçlü VAFÖK marjı öngörüyoruz. Tüpraş'tan gelen güçlü katkının, net karı desteklemesini bekliyoruz.
TUPRS	213.802	19.445	11.690	-18%	-3%	13%	9%	30%	22%	3Ç25'de dizel, jet yakıtı ve benzin marjları sırasıyla y/y %59, %48 ve %33 arttı. Güçlü marjların karlılığı desteklemesini bekliyoruz.
Petrokimya	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
PETKM	22.130	-194	-713	-4%	a.d.	a.d.	3%	a.d.	a.d.	Enflasyonu fiyatlara yansıtmakta yaşanan zorluklar ve zayıf talebin finansallar üzerindeki baskısının sürdüğünü düşünüyoruz. Petkim'in 3Ç25'te de (geçtiğimiz 10 çeyrekteki gibi) esas faaliyet zararı kaydetmesini bekliyoruz. STAR'ın pozitif katkısına rağmen zayıf operasyonel sonuçlar ve finansman giderleri sonucu zarar kaydedileceğini öngörüyoruz. Ayrıca şirket 3Ç25 finansalları sonrası, 2025 için 0mn USD olan VAFÖK beklentisini (9A25T: -47mn USD) aşağı yönde revize edebilir.
Perakende	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
BIMAS	180.301	11.185	5.312	7%	54%	-8%	9%	10%	83%	Spot ve markalı ürün satışlarındaki daha yüksek pay, tedarikçilere yapılan daha kısa süreli ödemeler ve daha düşük personel maliyetleriyle desteklenen güçlü bir VAFÖK büyümesi bekliyoruz. Yıllık ~%3 benzer mağaza trafik büyümesi tahmin ediyoruz. Ancak, yıllık bazda daha düşük parasal kazançlar nedeniyle VAFÖK'teki iyileşmenin net kara tam olarak yansımaları beklemiyoruz. 3Ç25'te 180-200 net yeni mağaza açılışı öngörüyoruz.
MGROS	106.133	7.803	2.050	7%	3%	-51%	8%	45%	a.d.	Sezonluk mağazalardaki görece güçlü performansın da desteğiyle mağaza trafiği iyileşmeye devam etti ve böylece 2Ç25'teki ihtiyatlı duruşumuza kıyasla yıllık ~%5 benzer mağaza trafik büyümesi tahmin ediyoruz. Ancak, devam eden promosyonlar nedeniyle sepet büyüklüğünde sınırlı bir artış bekliyoruz. Macrocenter ve diğer mağaza formatları, Migros'un temel faaliyetleriyle uyumlu bir performans gösterdi. Yıllık %7 gelir ve %3 VAFÖK büyümesi tahmin etmemize rağmen, 3Ç24'te tek seferlik bir varlık satışının etkisiyle net karda %47 daralma tahmin ediyoruz.
SOKM	69.910	2.376	418	3%	a.d.	a.d.	6%	232%	a.d.	Daha düşük personel giderleri, azalan fire oranı, lojistik aracılığıyla daha iyi raf yönetimi ve tedarikçilere daha kısa ödeme günlerinin desteğiyle VAFÖK marjının yaklaşık %3,4'e toparlanmasını öngörüyoruz. %2,1 benzer mağaza trafiği ve %1,3 reel benzer mağaza sepet büyüklüğü artışıyla, yıllık %4 ciro büyümesi tahmin ediyoruz. Sezonluk mağazalar, zayıf turizmle rağmen beklenenden daha iyi performans gösterdi. Ancak, devam eden Şok 2.0 dönüşümleri (3Ç25t itibarıyla +550 mağaza) ve daha büyük mağaza lokasyonları bulmadaki zorluklar nedeniyle fiziksel büyüme kısıtlı kalmaya devam ediyor. Bu çeyrekte yaklaşık 20 net yeni mağaza açılışı bekliyoruz.
Demir & Çelik	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
KARDM	15.913	1.873	-166	-18%	84%	a.d.	1%	51%	a.d.	Satış hacminin y/y %3 gerilemesini ve zayıf fiyatlarla beraber gelirleri baskılamasını bekliyoruz. Ancak demir yolu rayı gibi daha karlı ürün mixinin faaliyet karlılığını destekleyeceğini öngörüyoruz. Ton başına VAFÖK'ün geçen senenin düşük baz etkisi sayesinde y/y %67 artışla 72 USD olmasını bekliyoruz. Ertelenmiş vergi gideri ve iştiraklerden gelen negatif katkı, nette zarar beklentimize yol açıyor.
Telekom	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
TCELL	58.542	25.521	4.363	15%	6%	-77%	8%	1%	-3%	Mobil işkolunda rekabet yoğun olmasına rağmen, yüksek sezonda düşük çift haneli ARPU büyümesi hesaplıyoruz. ARPU büyümesinin korunmasıyla birlikte operasyonel marjlardaki pozitif görünümün devam etmesini bekliyoruz. Net karlılık tarafında çeyrekssel hafif negatif gerileme öngörüyoruz. Geçtiğimiz yılın aynı döneminde kaydedilen Ukrayna operasyonları kaynaklı tek seferlik gelir, net karlılık tarafında baz etkisi oluşturduğuna dikkat çekmek isteriz. 5G ile ilgili kayıt bu çeyrekte görmeyeceğiz.
TTKOM	57.969	24.058	5.276	8%	11%	246%	7%	6%	1%	Hem mobil hem de kurumsal abone kazanımlarının devam ettiği dönemde ARPU büyümelerinde yavaşlama öngörsekte yüksek tek haneli reel büyüme hesaplıyoruz. VAFÖK marjındaki güçlü seyrin korunmasını, net karında ise çeyrekssel ılımlı bir büyüme öngörüyoruz. İmtiyaz ve 5G ile ilgili kayıt bu çeyrekte görmeyeceğiz.

Beyaz Eşya	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
ARCLK	126.331	8.938	-1.386	-10%	45%	a.d.	-3%	18%	a.d.	Zayıflayan talep ve güçlenen TL'nin satış gelirlerini baskılayacağını öngörüyoruz. Faaliyet karlılığının ise, gerileyen hammadde fiyatları ve devam eden maliyet dönüşüm programı sayesinde, hem y/y hem de ç/ç gözle görülür iyileşmesini bekliyoruz. Ancak yüksek finansman giderlerinin nette zarara yol açmasını bekliyoruz. 3Ç25 beklentilerimize dayanarak, şirketin 2025 gelir beklentisinde aşağı yönde revizyona gitmesini muhtemel görüyoruz.
Restoran	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	Gelir	VAFÖK	Net Kar	
TABGD	11.550	2.516	868	8%	3%	21%	-3%	-6%	-29%	1Y25'teki yıllık bazda artan gelirlerin, 3Ç25'te de devam etmesini, ancak mevsimsellik ve değişen tüketici talebini yakalamaya yönelik ürün gamındaki değişiklikler (2Ç25'te daha fazla, dondurma, nugget gibi yan ürün satışı) nedeniyle kademeli bir çeyreklik bazda yavaşlamasını bekliyoruz. VAFÖK marjının aynı sebeple yıllık ~1 puan düşmesini bekliyoruz..

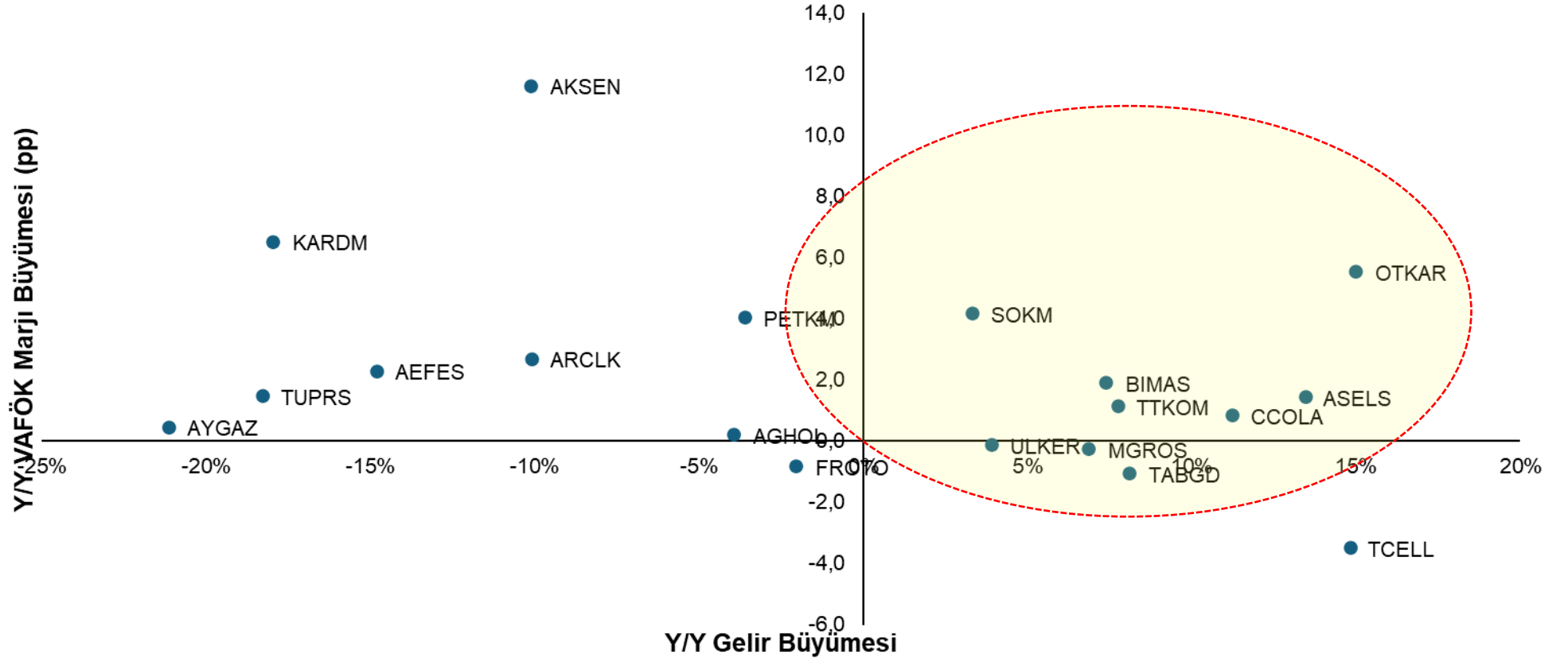
KRDMD tahminlerinde tüm hisse grupları dahildir (A, B, D)
Kaynak: YKY Araştırma

(TLmn)	Satışlar					VAFÖK					Net Kar					Tahmini Açıklama Tarihi
	3Ç24	2Ç25	3Ç25t	Y/Y	Ç/Ç	3Ç24	2Ç25	3Ç25t	Y/Y	Ç/Ç	3Ç24	2Ç25	3Ç25t	Y/Y	Ç/Ç	
AKBNK											9.031	11.125	13.733	52%	23%	24 Ekim
ALBRK											794	1.256	763	-4%	-39%	6 Kasım
GARAN											22.095	28.326	28.032	27%	-1%	30 Ekim
HALKB											2.960	4.981	7.300	147%	47%	10 Kasım
ISCTR											5.534	17.372	16.923	206%	-3%	3 - 4 Kasım
TSKB											2.633	3.380	2.849	8%	-16%	27 Ekim
VAKBN											8.023	10.029	11.123	39%	11%	6 Kasım
Bankalar											51.068	76.470	80.722	58%	6%	
AKGRT											555	858	780	41%	-9%	27 Ekim
ANHYT											707	1.326	1.430	102%	8%	23 Ekim
AGESA											702	1.260	1.290	84%	2%	31 Ekim
Sigorta & Emeklilik											1.965	3.444	3.500	78%	2%	
AEFES	82.902	69.225	70.653	-15%	2%	17.039	12.795	16.130	-5%	26%	7.465	4.370	4.984	-33%	14%	
AGHOL	190.234	182.149	182.778	-4%	0%	24.844	19.148	24.210	-3%	26%	3.931	460	3.228	-18%	a.d.	
AKSEN	10.930	10.602	9.827	-10%	-7%	2.286	2.701	3.195	40%	18%	881	999	781	-11%	-22%	3 - 7 Kasım
ARCLK	140.480	130.471	126.331	-10%	-3%	6.183	7.606	8.938	45%	18%	-6.667	-2.511	-1.386	a.d.	a.d.	21 Ekim
ASELS	29.073	31.768	32.991	13%	4%	6.565	8.617	7.918	21%	-8%	2.671	4.293	2.121	-21%	-51%	3 - 7 Kasım
AYGAZ	26.823	21.465	21.161	-21%	-1%	1.106	655	965	-13%	47%	1.394	1.035	1.653	19%	60%	31 Ekim
BIMAS	167.868	164.739	180.301	7%	9%	7.244	10.131	11.185	54%	10%	5.800	2.895	5.312	-8%	83%	10 Ekim
CCOLA	48.933	51.755	54.436	11%	5%	9.805	9.611	11.352	16%	18%	6.895	5.430	6.777	-2%	25%	4 Kasım
ENKAI	26.940	34.497	38.418	43%	11%	5.848	9.086	8.206	40%	-10%	6.307	11.703	9.251	47%	-21%	
FROTO	188.916	209.411	185.089	-2%	-12%	12.955	13.551	11.134	-14%	-18%	11.413	6.569	8.001	-30%	22%	5 Kasım
KARDM	19.394	15.716	15.913	-18%	1%	1.020	1.241	1.873	84%	51%	-1.294	1.415	-166	a.d.	a.d.	3 - 7 Kasım
MGROS	99.286	98.577	106.133	7%	8%	7.577	5.371	7.803	3%	45%	4.208	302	2.050	-51%	a.d.	6 Kasım
OTKAR	9.721	12.256	11.181	15%	-9%	-151	1.549	444	a.d.	-71%	-1.205	443	-180	a.d.	a.d.	3 Kasım
PETKM	22.952	21.393	22.130	-4%	3%	-1.126	-582	-194	a.d.	a.d.	-3.997	-626	-713	a.d.	a.d.	6 Kasım
PGSUS	40.122	38.485	52.344	30%	36%	16.286	11.083	18.552	14%	67%	11.072	5.345	9.752	-12%	82%	
SOKM	67.651	65.717	69.910	3%	6%	-510	715	2.376	a.d.	232%	40	-370	418	a.d.	a.d.	6 Kasım
TABGD	10.684	11.947	11.550	8%	-3%	2.442	2.685	2.516	3%	-6%	719	1.220	868	21%	-29%	30 Ekim
TAVHL	18.358	19.550	26.237	43%	34%	7.205	6.440	10.703	49%	66%	3.819	-192	4.841	27%	a.d.	23 Ekim
TCELL	50.976	54.070	58.542	15%	8%	24.005	25.149	25.521	6%	1%	19.035	4.516	4.363	-77%	-3%	6 Kasım
THYAO	221.877	231.520	282.942	28%	22%	72.520	53.079	78.372	8%	48%	51.638	26.753	44.088	-15%	65%	
TOASO	28.588	74.651	84.302	195%	13%	354	2.601	3.390	a.d.	30%	416	1.882	1.868	349%	-1%	3 Kasım
TTKOM	53.788	54.211	57.969	8%	7%	21.720	22.686	24.058	11%	6%	1.526	5.239	5.276	246%	1%	3 - 7 Nov
TUPRS	261.553	196.909	213.802	-18%	9%	19.999	14.932	19.445	-3%	30%	10.322	9.550	11.690	13%	22%	31 Ekim
ULKER	24.255	24.788	25.207	4%	2%	3.868	3.625	3.984	3%	10%	627	776	711	13%	-8%	7 Kasım
Sanayii	1.842.305	1.825.870	1.940.144	5%	6%	269.085	244.474	302.077	12%	24%	137.016	91.497	125.590	-8%	37%	

KRDM tahminlerinde tüm hisse grupları dahildir (A, B, D)

Kaynak: YKY Araştırma

Gelir Büyümesi vs. VAFÖK Marjı Gelişimi



YKY İnceleme Kapsamı (TMS29 Uygulayanlar) – Çeyreklik Bazda Yıllık Büyümler

TL	Gelir Büyümesi							VAFÖK Marjı							Net Marj						
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25e	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25e	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25e
AEFES	5%	-5%	2%	0%	-26%	-21%	-15%	12%	20%	21%	9%	8%	18%	23%	7%	7%	9%	-3%	4%	6%	7%
AGHOL	10%	0%	2%	5%	-8%	-6%	-4%	6%	12%	13%	7%	6%	11%	13%	2%	1%	2%	-2%	0%	0%	2%
AKSEN	-59%	-37%	-28%	-12%	19%	22%	-10%	20%	26%	21%	24%	27%	25%	33%	12%	12%	8%	-5%	4%	9%	8%
ARCLK	5%	23%	14%	19%	9%	-12%	-10%	7,9%	4,6%	4,4%	4,4%	5,2%	5,8%	7,1%	2%	15%	-5%	6%	-2%	-2%	-1%
ASELS	5%	11%	27%	12%	9%	13%	13%	22%	26%	23%	27%	23%	27%	24%	9%	12%	9%	16%	10%	14%	6%
AYGAZ	-26%	3%	-11%	-12%	-11%	-16%	-21%	1%	0%	4%	3%	3%	3%	5%	0%	1%	5%	4%	0%	5%	8%
BIMAS	17%	8%	9%	5%	3%	4%	7%	4%	3%	4%	5%	4%	6%	6%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	3%
CCOLA	3%	-7%	-9%	-8%	-4%	-3%	11%	16%	22%	20%	7%	12%	19%	21%	10%	15%	14%	-2%	4%	10%	12%
ENKAI	-38%	-7%	-23%	22%	19%	8%	7%	16%	25%	22%	26%	22%	26%	21%	26%	27%	23%	23%	13%	34%	24%
FROTO	9%	-18%	3%	6%	-6%	35%	-2%	8%	7%	7%	5%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	7%	4%	3%	4%
KARDM	-24%	-21%	-19%	-33%	-15%	-2%	-18%	13%	3%	5%	8%	8%	8%	12%	-7%	-8%	-7%	1%	-10%	9%	-1%
MGROS	12%	11%	12%	14%	8%	6%	7%	1%	5%	8%	7%	5%	5%	7%	2%	1%	4%	1%	1%	0%	2%
OTKAR	12%	13%	-30%	-25%	18%	10%	15%	-12%	0%	-2%	1%	-3%	13%	4%	-9%	-12%	-12%	-5%	-6%	4%	-2%
PETKM	1%	-2%	-21%	-23%	-23%	-21%	-4%	0%	3%	-5%	-5%	-5%	-3%	-1%	5%	9%	-17%	-37%	-15%	-3%	-3%
SOKM	3%	1%	8%	7%	5%	3%	3%	-1%	-1%	-1%	3%	0%	1%	3%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	1%
TABGD	7%	4%	-4%	54%	11%	9%	8%	17%	24%	23%	22%	17%	22%	22%	2%	10%	7%	4%	4%	10%	8%
TCELL	11%	-1%	6%	13%	12%	12%	15%	51%	45%	47%	42%	47%	47%	44%	9%	9%	37%	4%	7%	8%	7%
TOASO	4%	-42%	-50%	-45%	-48%	116%	195%	14%	11%	1%	1%	3%	3%	4%	8%	5%	1%	0%	-1%	3%	2%
TTKOM	6%	4%	16%	20%	18%	13%	8%	36%	39%	40%	33%	39%	42%	42%	9%	10%	3%	9%	11%	10%	9%
TUPRS	3%	4%	-33%	-35%	-31%	-29%	-18%	5,8%	6,7%	7,6%	4,6%	6,1%	7,6%	9,1%	0%	3%	4%	2%	0%	5%	5%
ULKER	13%	-7%	2%	7%	0%	12%	4%	21%	19%	16%	18%	20%	15%	16%	11%	8%	3%	12%	9%	3%	3%

Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. 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. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.