

2025 EYLÜL AYI STRATEJİ RAPORU

İÇİNDEKİLER

- 1- ÖNCEKİ DÖNEM ÖZETİ – SAYFA 5
 - TÜRKİYE – SAYFA 5
 - ASYA-PASİFİK – SAYFA 14
 - AVRUPA – SAYFA 16
 - ABD – SAYFA 18
- 2- ÖNÜMÜZDEKİ DÖNEM BEKLENTİLERİ – SAYFA 20
 - TÜRKİYE – SAYFA 20
 - ASYA-PASİFİK – SAYFA 22
 - AVRUPA – SAYFA 24
 - ABD – SAYFA 26
 - EMTİA – SAYFA 28
- 3- BORSA İSTANBUL ÖNCEKİ DÖNEM ÖZETİ – SAYFA 32
 - GENEL DEĞERLENDİRME – SAYFA 32
 - SEKTÖREL DEĞERLENDİRME – SAYFA 34
- 4- MODEL PORTFÖY – SAYFA 46
- 5- ENDEKS KARŞILAŞTIRMALARI – SAYFA 47
- 6- ARAŞTIRMA KAPSAMIMIZ – SAYFA 51

GRAFİKLER

Grafik-1: TCMB Politika Faizleri

Grafik-2: Faiz İstatistikleri

Grafik-3: Kar Payı İstatistikleri

Grafik-4: Mevduat Faizi İstatistikleri

Grafik-5: Döviz Kurları

Grafik-6: Döviz Kurları

Grafik-7: CDS

Grafik-8: CDS

Grafik-9: TÜFE

Grafik-10: TÜFE Ana Eğilim

Grafik-11: Döviz Tevdiat Hesapları

Grafik-12: Döviz Tevdiat Hesapları

Grafik-13: Resmi Rezerv Varlıkları

Grafik-14: Net Rezervler

Grafik-15: Net Fonlama

Grafik-16: Swap Eğrisi

Grafik-17: Çin TÜFE

Grafik-18: Avustralya ve Yeni Zelanda TÜFE-Faiz Kıyaslaması

Grafik-19: Fransa Tahvil Piyasası

Grafik-20: Avrupa CDS Durumu

Grafik-21: TÜFE Ana Eğilim

Grafik-22: Avro Bölgesi Faiz Oranı

Grafik-23: İşsizlik Başvuruları

Grafik-24: ABD Tarım Dışı İstihdam

Grafik-25: ABD TÜFE-ÜFE

Grafik-26: Japonya GSYİH

Grafik-27: Çin GSYİH

Grafik-28: İngiltere TÜFE

Grafik-29: FED Faiz Beklentileri

Grafik-30: Büyüme Beklentileri

Grafik-31: ETF Giriş Çıkış

Grafik-32: Merkez Bankaları Altın Alımları

Grafik-33: Altın Pozisyonlanmaları

Grafik-34-40: Çeşitli Emtialar

Grafik-41-42: MSCI Getiriler

Grafik-43: Menkul Kıymet İstatistikleri

Grafik-44: BİST-100 Grafik

Grafik-45: Prim Üretimleri

Grafik-46-47: Toplam Yolcu Trafiği

Grafik-48: PTF

Grafik-49: Kurulu Güç Dağılımı

Grafik-50: PMI

Grafik-51-53: Endeks Karşılaştırmaları

TABLolar

Tablo-1: Toplantı Takvimleri

Tablo-2: Altın Pozisyonlanmaları

Tablo-3: Sektörler Bazında Net Kar Tablosu

Tablo-4: Bankacılık Araştırma Kapsamımız

Tablo-5: ODMD İstatistikleri

Tablo-6: GMYO Şirket Tavsiyelerimiz

Tablo-7: GYO NAD İstatistikleri

Tablo-8: Holding NAD İstatistikleri

Tablo-9: Sigorta Sektörü Tavsiyelerimiz

Tablo-10: Elektrik Tüketimi

Tablo-11: Model Portföy

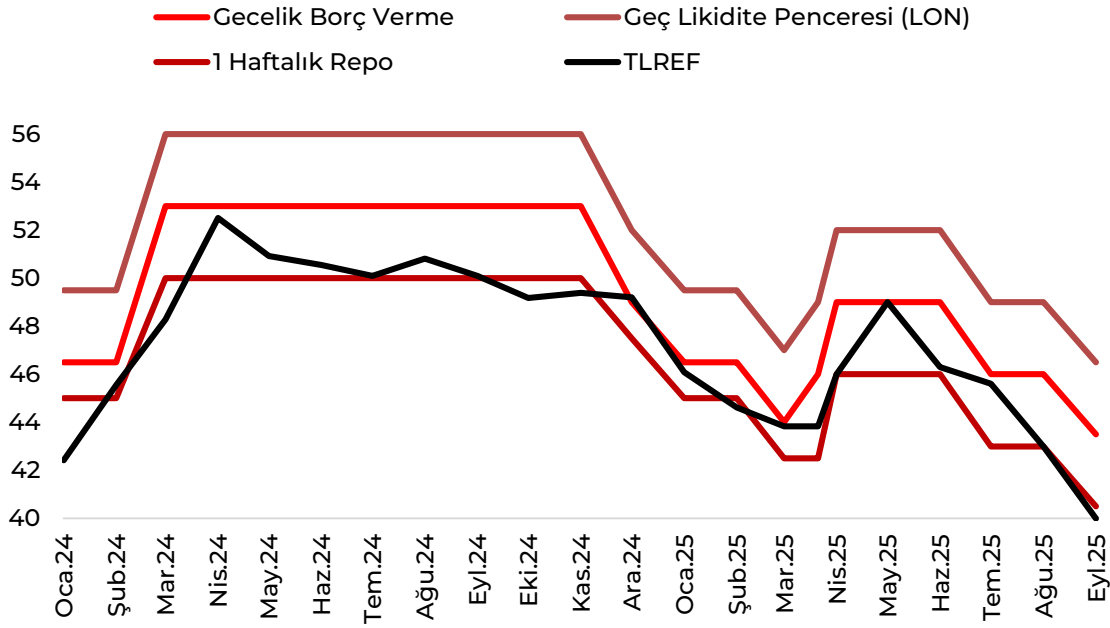
Tablo-12: Araştırma Kapsamımız

TÜRKİYE

Faiz indirim döngüsüne devam ediyoruz

Dönem içerisinde iç ve küresel belirsizlikler takip edilse dahi TCMB beklenen enflasyon ile oluşan reel faiz patikası alanını kullanarak faiz indirimlerine dengeli şekilde devam etti. Genel beklenti 200-300 baz puan arasında oluşurken geçtiğimiz toplantı gibi TCMB orta noktayı tercih ederek 250 baz puanlık bir indirim yaptı. Metnin şahin kararın güvercin olduğunu değerlendiriyoruz.

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



Faiz indirim süreçlerinde özellikle ilk defa paralel bir tepki veren fonlama yapısı takip ettiğimizi vurgulamak isteriz. Bu durum fonlama maliyetlerini azaltıcı ve likiditeyi rahatlatıcı bir yapıyı karşımıza çıkaracaktık. Toplantı takvimini gözardı etmemeye devam etmeyi en azından Haziran 2026'ya kadar sürdüreceğimizi hatırlatmış olalım.

Tablo-1: Toplantı Takvimleri (tarih, seviye)

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

İş bu etkileşimli yapı doğal olarak kredi ve mevduat faizlerine de yansıdı. Önümüzdeki dönemde taşıt ve konutta dalgalanmanın süreceğini ihtiyaç, ticari ve tüketici kredilerinde faizlerin paralel şekilde kademeli düşeceğini değerlendiriyoruz.

Faizlerde dengelenme çabası sürüyor

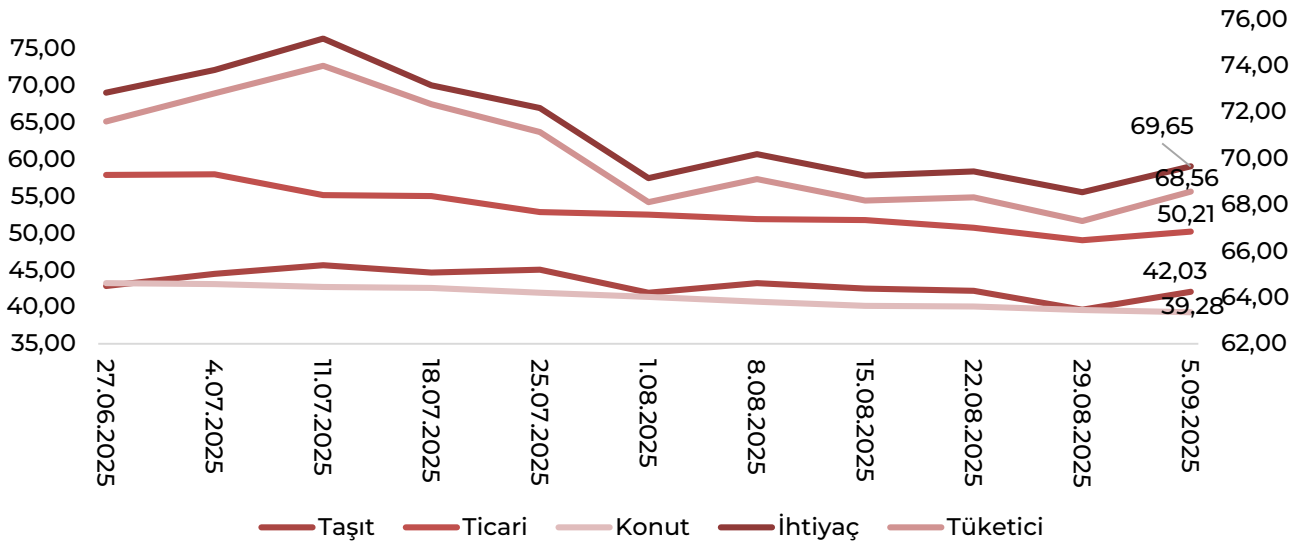
Faiz istatistiklerinde 5 Eylül haftası itibariyle haftalık:

- İhtiyaç 112 baz puan artışla %69,65
- Taşıt 241 baz puan artışla %42,03
- Ticari 116 baz puan artışla %50,21
- Tüketici 127 baz puan artışla %68,56
- Konut 28 baz puan düşüşle %39,28 olarak gerçekleşti.

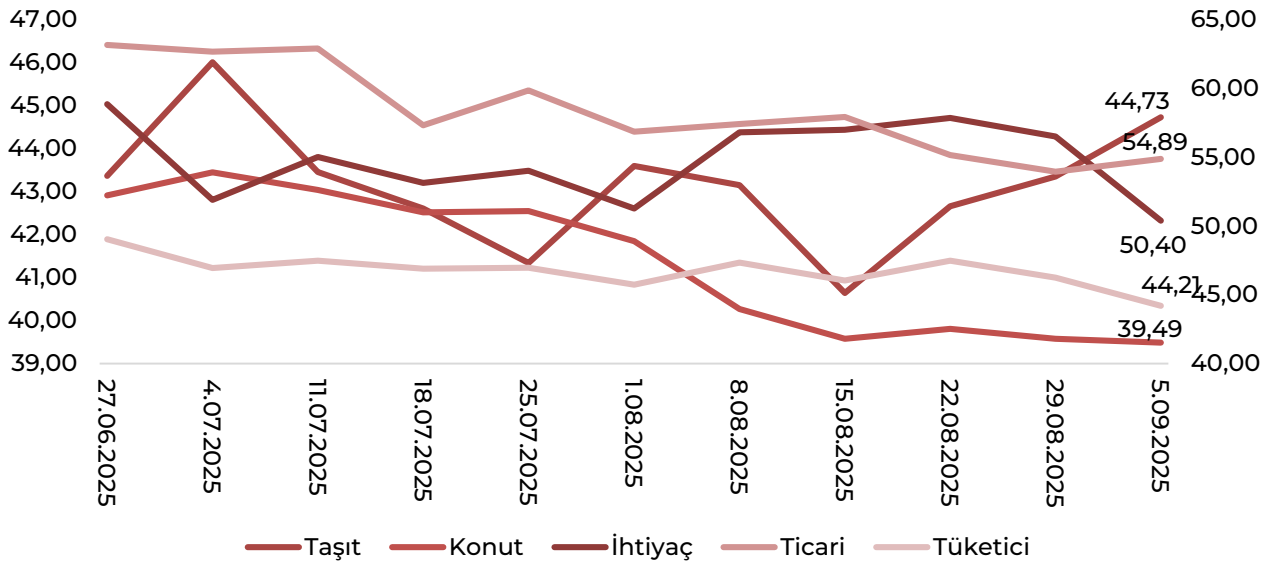
Kar payı istatistiklerinde 5 Eylül haftası itibariyle haftalık:

- İhtiyaç 611 baz puan düşüşle %50,4
- Taşıt 138 baz puan artışla %44,73
- Konut 9 baz puan düşüşle %39,49
- Ticari 95 baz puan artışla %54,89
- Tüketici 204 baz puan düşüşle %44,21 olarak gerçekleşti.

Grafik-2: Faiz İstatistikleri (akım, seviye, %)

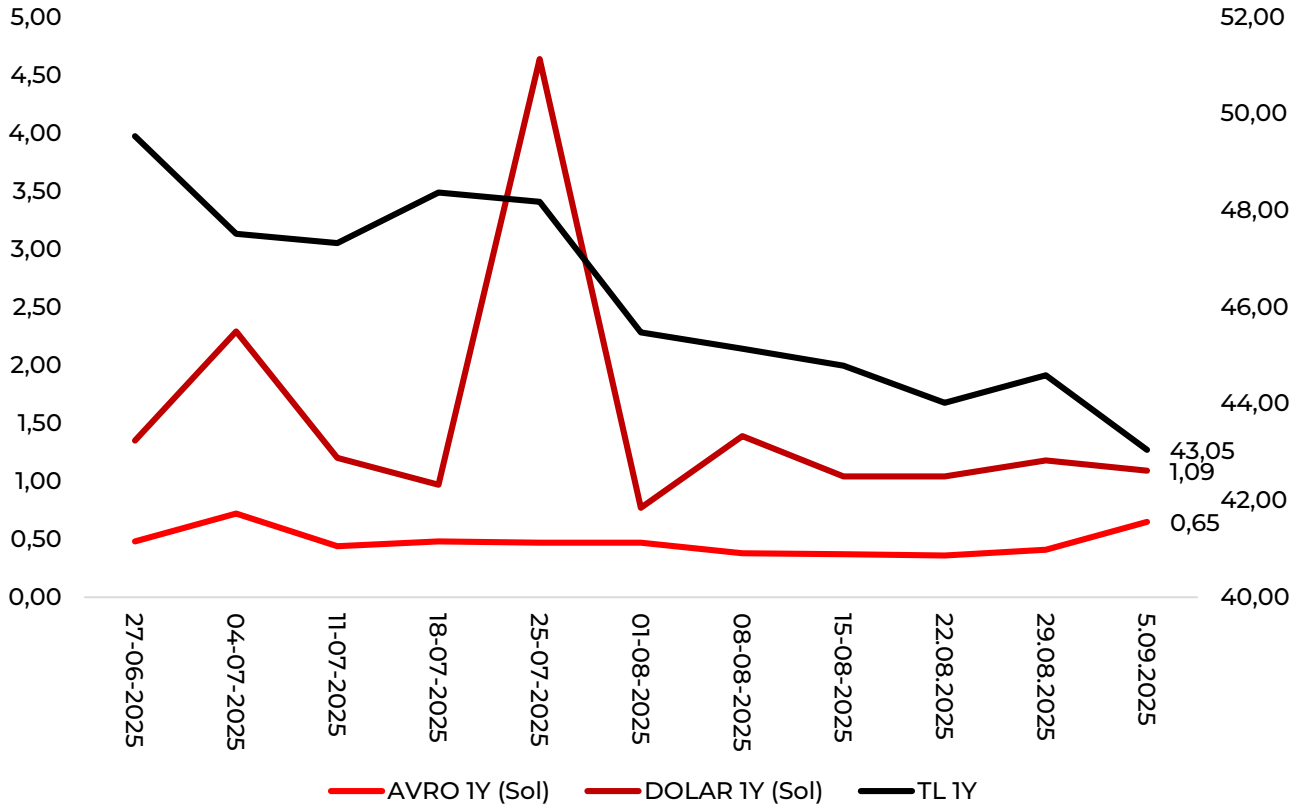


Grafik-3: Kar Payı İstatistikleri (akım, seviye, %)



Mevduat özelinde de dengelenme çabası sürüyor

Grafik-4: Mevduat Faizi İstatistikleri (akım, seviye, %)



Mevduat faizleri istatistiklerinde 5 Eylül haftası itibariyle:

- Avro 24 baz puan artışla %0,65
- TL 154 baz puan düşüşle %43,05
- Dolar 9 baz puan düşüşle %1,09 olarak gerçekleşti.

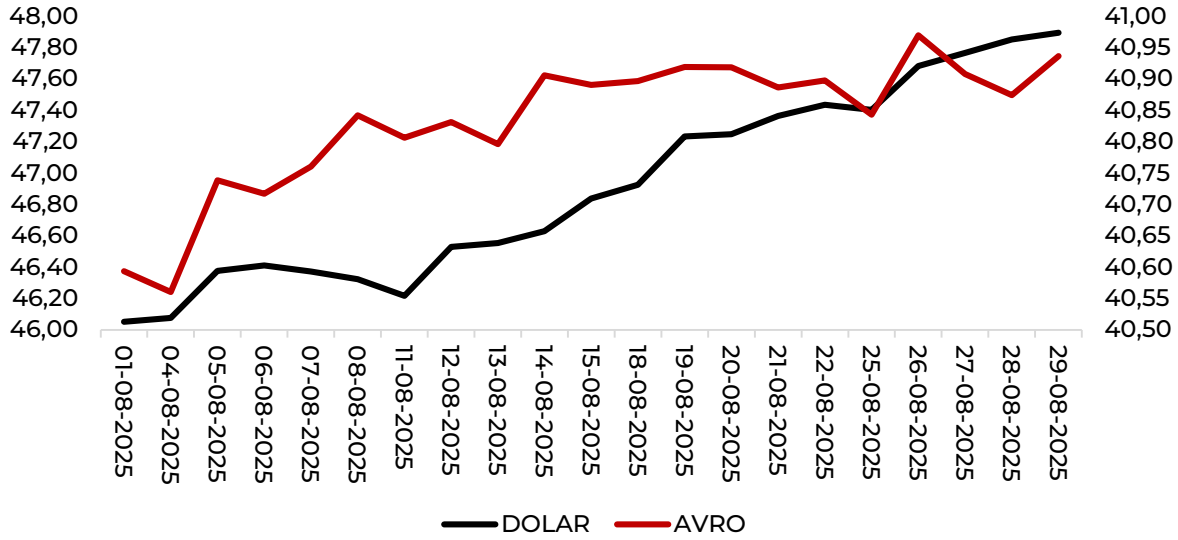
Makroekonomik çerçevede faiz indirim döngüsüyle birlikte TL tarafta görece TLREF'e doğru yönelim beklemekle birlikte DTH talep varlığı ile dolar mevduatın %'ler bandında avro tarafında ise yatay seyrin süreceğini değerlendiriyoruz

Dövizde TÜFE altı getiriler devam ediyor

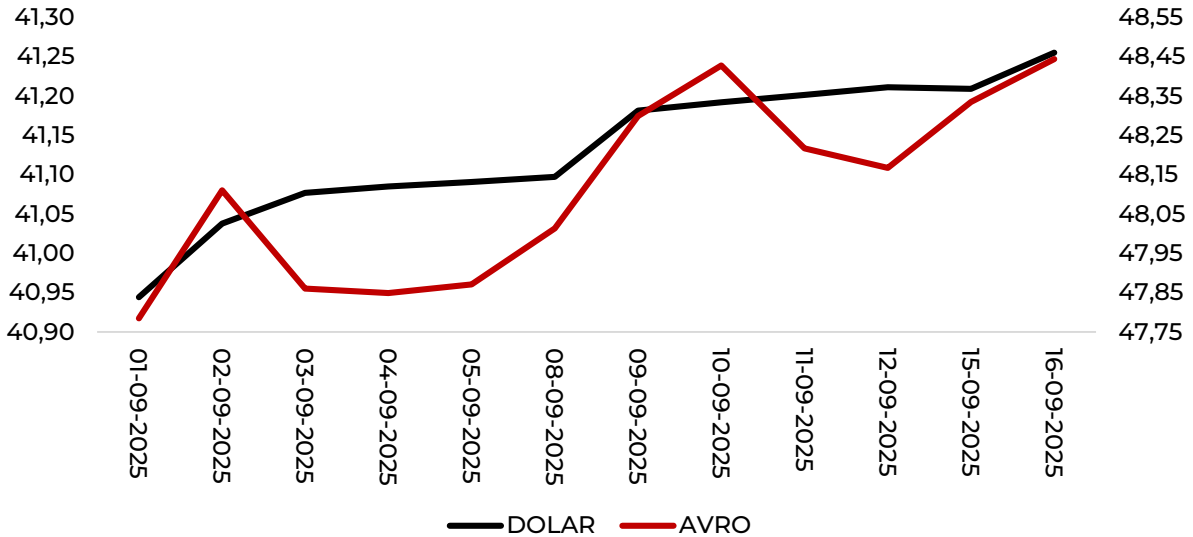
Döviz kurlarında dolar bazında TÜFE altı avro bazında TÜFE üzerinde gerçekleşti.

- Enflasyon rölatif edildiğinde Ağustos ayında dolar %0,9 oranında düşerken avro %0,92 oranında artış kaydetti. Ortalama kayıp dolar nezdinde %1,51 olurken avro özelinde %0,02'lik yatay kalış gözlemlendi.
- Eylül ayı özelinde 16 günlük enflasyon ölçümlememiz %1,30'dur. Bu doğrultuda enflasyon rölatif edildiğinde Eylül ayının ilk 16 gününde dolar %0,54 düşerken avro %0,08 ile yatay kaldı. Ortalama kayıp dolarda %0,84 avroda %0,61 kayıp takip edildi

Grafik-5: Döviz Kurları (Ağustos 2025, açık günler, alış, seviye, TL)



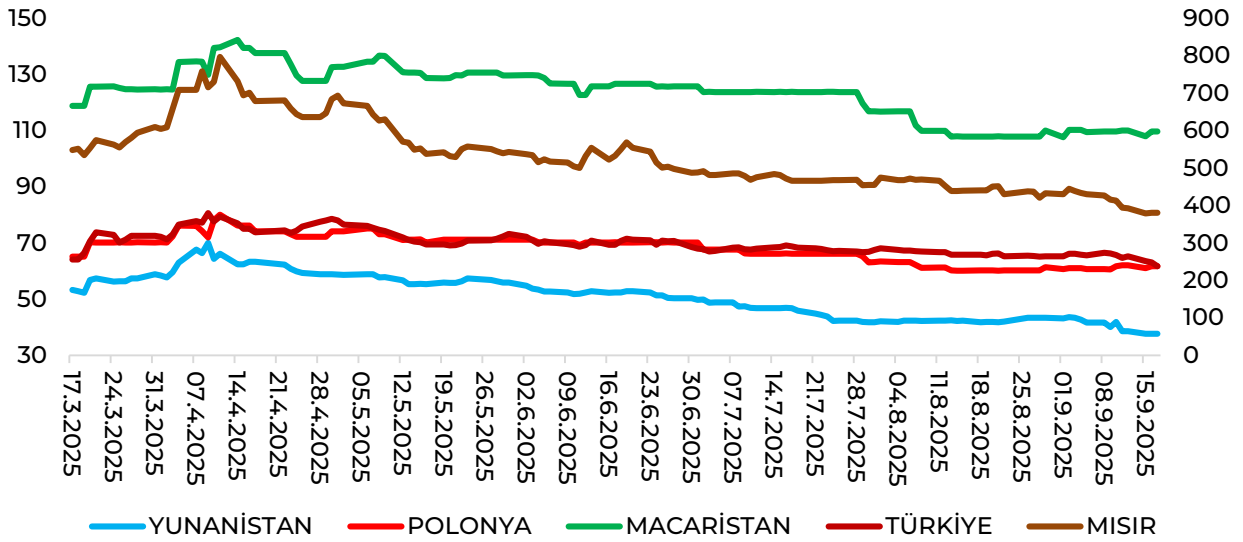
Grafik-6: Döviz Kurları (Eylül 2025, açık günler, alış, seviye, TL)



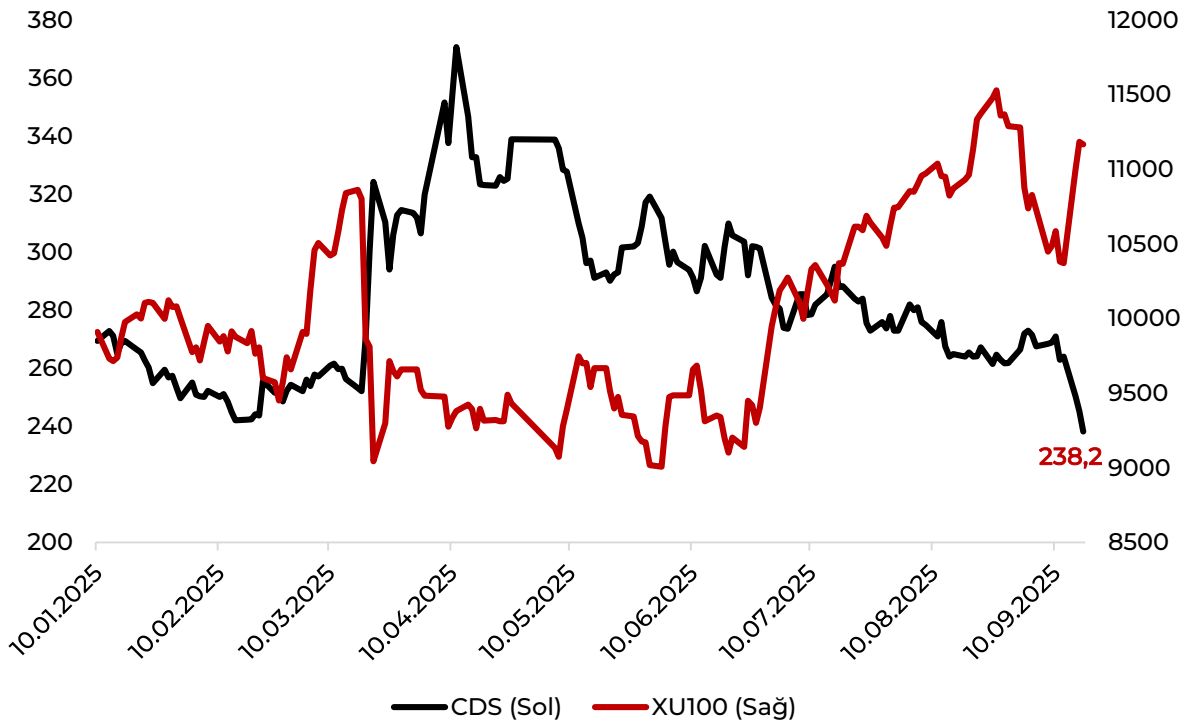
CDS tarihi seviyelerin altına doğru yöneldi

Belirsizliklerin görece azalıp ötelenmesiyle birlikte en son meydana gelen Moody's not artışıyla birlikte yönelmesini beklediğimiz 250'ler ve altına 15 Eylül 2025 itibariyle eriştik. Bu doğrultuda CDS'in kısa vadeli dönemde 250 (+/- 30 puan) seviyesinde dalgalanmaya devam etmesini bekliyoruz.

Grafik-7: CDS (5Y, seviye, güncel, ülkeler bazında)



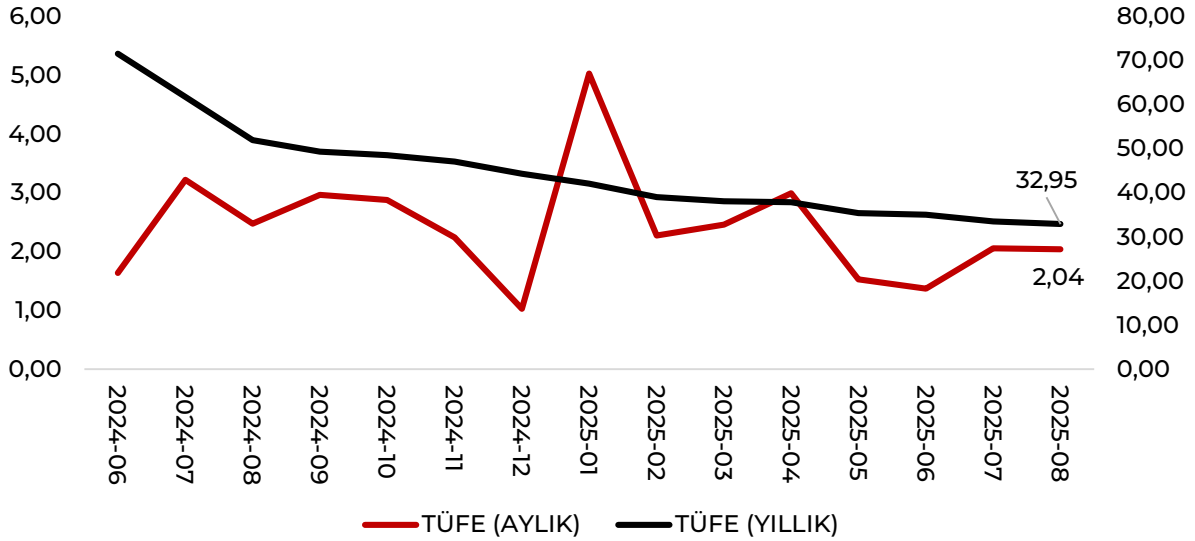
Grafik-8: CDS (5Y, seviye, güncel, XU100 ile kıyaslama)



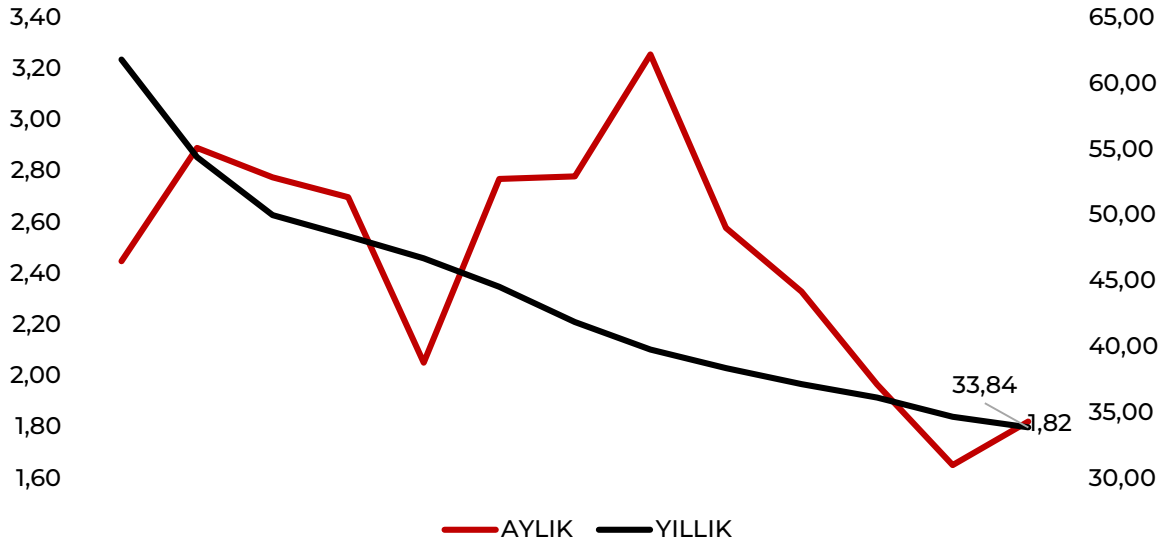
TÜFE'de ana eğiliminde yavaşlama

TÜFE nezdinde beklentilerin üzerinde sonuçlar takip ettik. Giyim ve ayakkabı, gıda ve alkolsüz içecekler gibi grupların sapmasıyla birlikte tüm piyasa beklentilerinin üzerinde tekrardan %2'yi aşan bir enflasyon verisini takip ettik. Enflasyon özelinde yıllık ana eğilim bozulmamaya devam etmekle birlikte Aralık ayına kadar yıllık enflasyon öncülüğünde alan açılmaya devam edileceğini değerlendiriyoruz. Hatırlatmak gerekirse TCMB 2025 para politikası programını ilan ederken aylık enflasyondan yıllık enflasyona odağını kaydırmıştı.

Grafik-9: TÜFE (aylık ve yıllık, seviye, %, 2003=100)



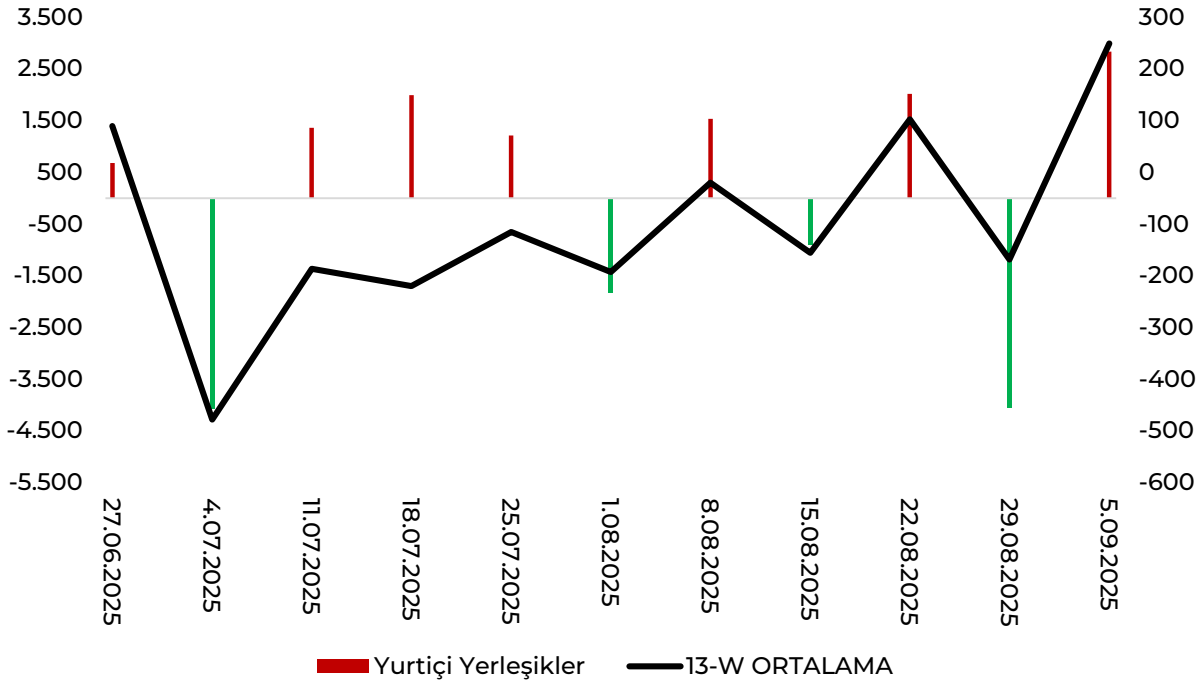
Grafik-10: TÜFE Ana Eğilim (aylık ve yıllık, seviye, %, 2003=100)



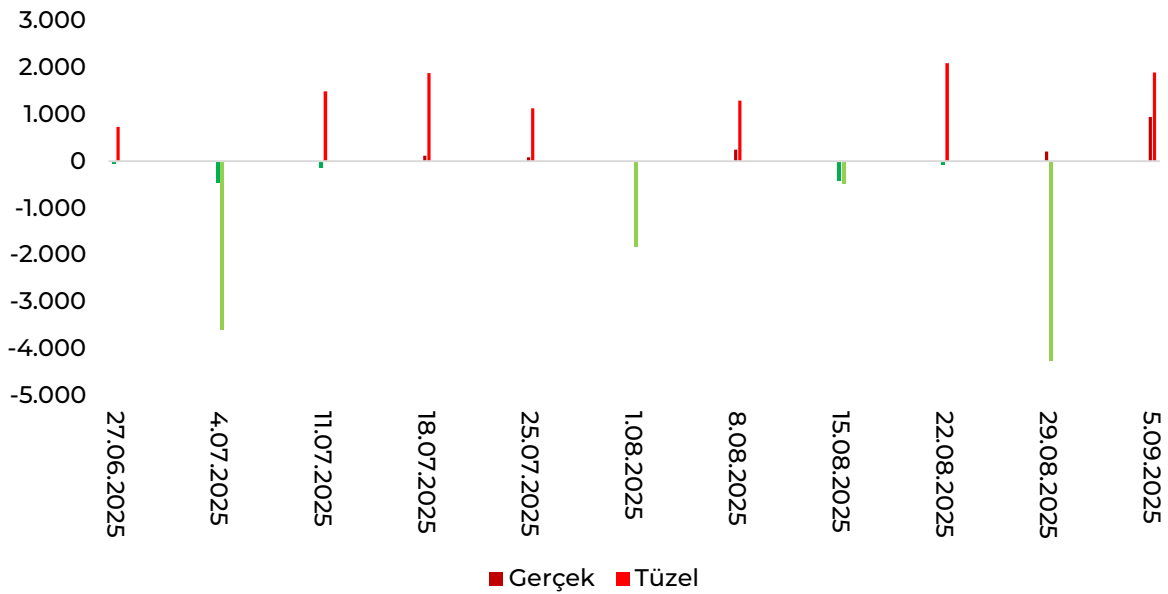
Döviz tevdiat hesaplarında iştah arttı

İç taraftaki gelişmeler çerçevesinde döviz tevdiat hesaplarına talebin hem gerçek hem tüzel kişiler tarafında arttığını takip etmekle birlikte 27 Haziran haftasından bu yana en yüksek döviz tevdiat hesabı ortalama talebini takip ediyoruz. 1,853 milyar dolar tüzel, 940,57 milyon dolar gerçek kişilerden olmak üzere toplamda 2,834 milyar dolar döviz tevdiat hesaplarına giriş oldu. Önümüzdeki dönemde dalgalanmanın süreceğini vurgulamak isteriz.

Grafik-11: Döviz Tevdiat Hesapları (haftalık, net değişim, milyon ABD doları)



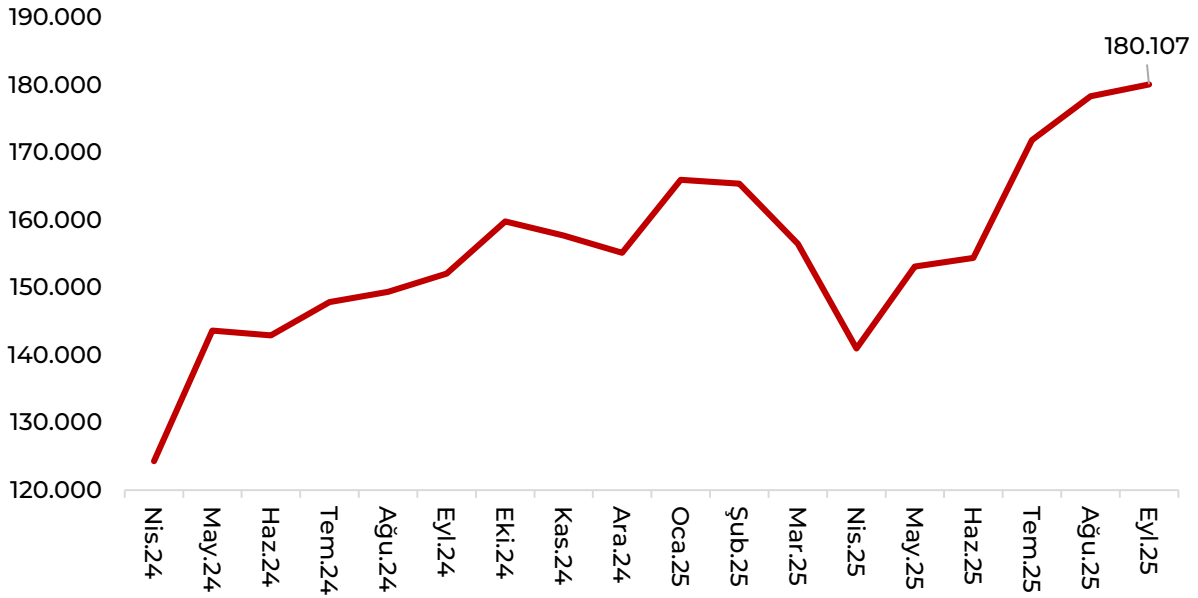
Grafik-12: Döviz Tevdiat Hesapları (haftalık, net değişim, milyon ABD doları, gruplar bazında)



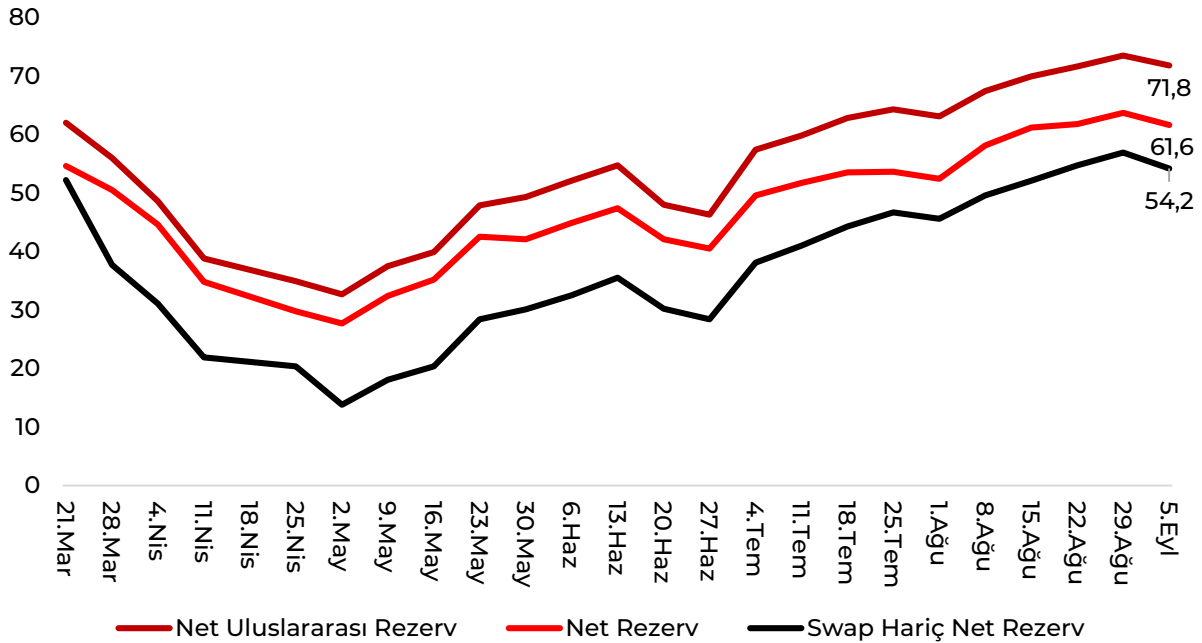
Rezervler canlı şekilde toparlanmayı sürdürüyor

Faiz indirim döngüsü var olsun olmasın sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere girmesiyle birlikte hem resmi rezerv varlıklarında hem de net rezervler tarafında girişlerin sürmeye devam ettiğini takip ediyoruz. Resmi rezerv varlıkları tarihsel ortalamaları da aşarak 180,11 milyar dolar seviyesine ulaştı. Son dönemde net rezervler özelinde dalgalanma var olsa da majör bir değişim var olmaması nedeniyle geçici hareketlilik olduğunu değerlendiriyoruz.

Grafik-13: Resmi Rezerv Varlıkları (milyon ABD doları, seviye)



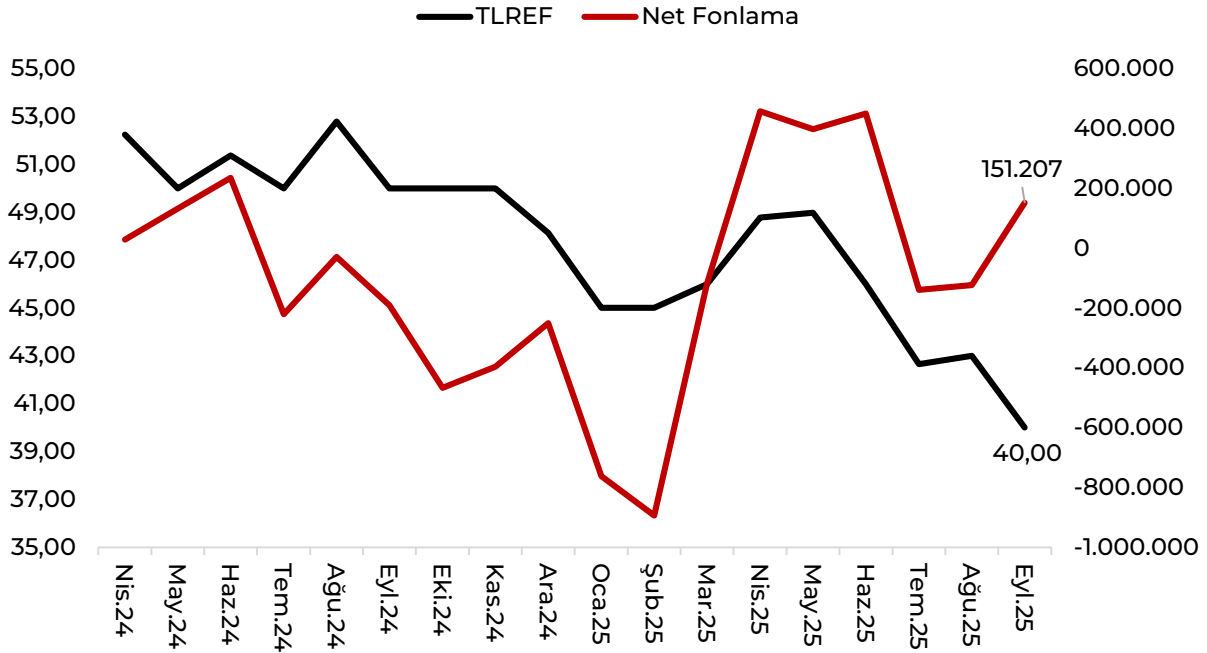
Grafik-14: Net Rezervler (milyon ABD doları, seviye)



Likidite de proaktif davranış sergileniyor

Faiz indirim döngüsüne geçilmesiyle birlikte likidite yönetiminde fonlama maliyetleri artmaması amacıyla ne çok likidite fazlası ne çok likidite eksiği moduna geçilmiştir. Bu da fonlama maliyetlerine gözle görülür şekilde düşüş katkısı vermiştir. Fonlama maliyetlerinden etkilenen başta finans olmak üzere tüm sektörler pozitif katkısını kademeli şekilde göreceğimizi değerlendiriyoruz.

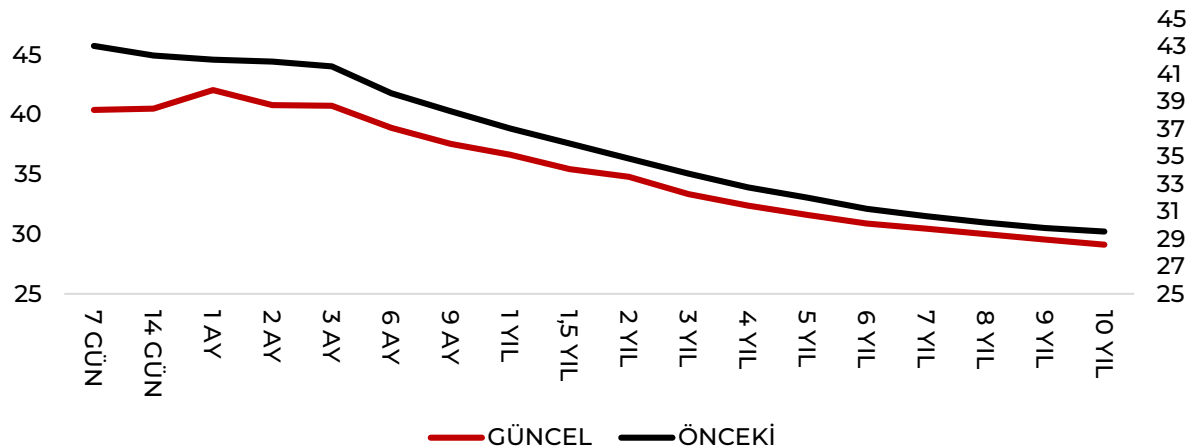
Grafik-15: Net Fonlama (milyon TL, TLREF ile mukayeseli, seviye, %)



Swaplarda geleceğe yönelik beklentiler iyimserleşiyor

19 Mart döneminde CDS'den daha hızlı bir şekilde hareketlenerek swap faizlerinde 3 haneli seviyeleri test etmemizin ardından görece iyileşen bir yapı takip ediyoruz. Son veri itibarıyla daha vakit olması nedeniyle TCMB'ye doğrudan alan açılmadı. Yılsonu beklentileri %38,9 bandında seyrediyor.

Grafik-16: Swap Eğrisi (seviye, %, 15 Eylül 2025)



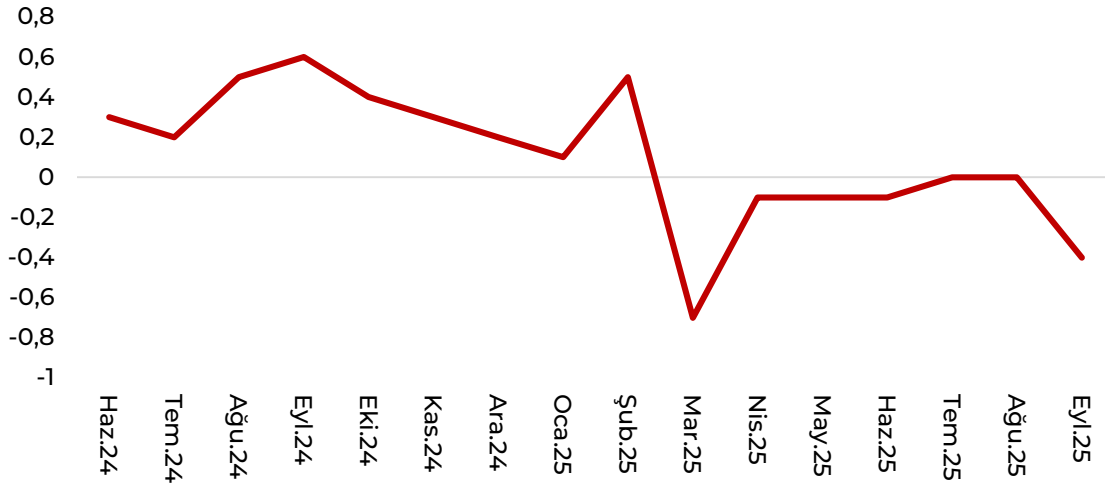
ASYA-PASİFİK

Ekonomik aktivite önem kazandı

Çin'in deflasyon problemi güçlenerek artmayı sürdürdü. Bu doğal olarak NBS verilerine doğrudan yansiyarak son dönemin en düşük ekonomik aktivite verileri kaydedildi. 8-12 Eylül tarihlerinde gerçekleştirilen polibütroda da bir şey çıkmaması doğal olarak endişeleri güçlendirdi.

Önümüzdeki dönemde artık PBoC'un reel faizden önemli ölçütte kurtulması gerektiğini söyleyen analist ve vatandaş sayısı gözle görülür şekilde artmıştır. Ekonomik aktiviteye dair görece endişeler artmaktadır.

Grafik-17: Çin TÜFE (seviye, %, yıllık)



Z kuşağı macerası: Nepal-Endonezya

Geçtiğimiz günlerde Nepal'de Oli hükümetinin Meta, WhatsApp ve Instagram'ın da aralarında bulunduğu 26 sosyal medya platformunu yasaklama kararı, protestoları daha da alevlendirdi. 9 Eylül günü başbakan Oli görevinden ve ülkeden ayrıldı. Hükümet binaları ve turistik alanlar ateşe verilirken, bazı siyasetçiler de açık hedef haline geldi. Katmandu Belediye Başkanı Karki, Discord adlı sosyal medya uygulamasında yapılan oylama ile birlikte ilk kadın başbakan olma yolunda ilk adımını atmış oldu. Z kuşağının sosyal medyaya yönelik iştahının da açıkça teyidi takip edilmiş olundu.

Endonezya'da da Subianto hükümeti kemer sıkma politikaları; eğitim, sağlık ve kamu hizmetlerinde %20'lere varan kesintiler eylemlere sebebiyet verdi. Şubat ayında kitlesel protestolar yapılsa da Karanlık/Dark Endonezya eylemleri Ağustos ayı boyunca sürerek Eylül ayına da kısmen sarkarak sona erdi. Yerel meclis binaları ateşe verildi. Burada henüz belirsizliklerin daha diri olduğunu söylemek mümkün olmakla birlikte bölgede bir Z kuşağı baharı varlığının sürdüğünü belirtmek isteriz.

Takıntı: Trump x Tiktok x Çin

ABD Başkanı Trump'ın göreve geldiğinden bu yana gözettiği Tiktok nezdinde anlaşmaya doğru emin adımlarla ilerleme çabası devam ediyor. Bu hafta içerisinde bir Şi-Trump görüşmesi doğrultusunda anlaşmanın netleşeceği görülüyor. Hafta başında Madrid'de yapılan görüşmede ana maddeler konusunda anlaşıldı.

Çin, ABD Başkanı Donald Trump'ın yönlendirmesiyle Amerikalı yatırımcılara devredilecek TikTok'un Çinli sahibi ByteDance'in algoritmasını kullanmaya devam edeceğini açıkladı. Yani TikTok'ta fiilen hiçbir şey değişmeyecek. ByteDance'in yeni yapıda ABD kullanıcı verilerinin güvenliğini garanti edeceği açıklandı. Şirketin, olası anlaşmaya hazırlık amacıyla ayrı bir Amerikan TikTok uygulaması geliştirdiği biliniyor.

Ancak Pekin'in hedefi algoritmayı lisanslayarak teknolojiyi ihraç eden bir ülke konumuna gelmek. Bazı analistler ise algoritmanın tamamen ABD'de işletilmesi gerektiğini, aksi halde geçen yıl kabul edilen "devret ya da yasakla" yasasının şartlarının karşılanamayacağını belirtiyor. Yasa, son kararı ABD başkanına bırakıyor ve Trump'a anlaşmayı onaylama yetkisi tanıyor.

Başarılı tepki: Japonya Başbakanı İşiba istifa etti

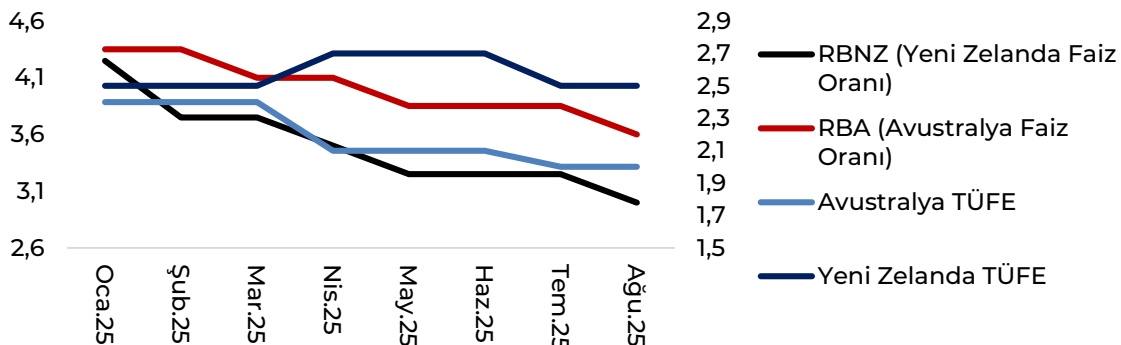
Aylardır istifa ediyor etmiyor şeklinde haberlerin dolaştırıldığı Japonya Başbakanı İşiba başarısız seçim sonuçları ve ticaret anlaşmaları nedeniyle 7 Eylül 2025 günü istifa ettiğini duyurdu. İşiba, seçimlerde iktidardaki LDP'nin aldığı yenilginin sorumluluğunu üstlendiğini duyurdu. LDP lideri olarak seçimde beklentileri karşılayamamasından dolayı derin pişmanlık duyduğunu dile getiren İşiba, istifasıyla iktidardaki LDP içinde "kesin bir bölünmeyi önlemeyi" hedeflediğini vurguladı.

Japonya'da seçmen, üst mecliste her 3 yılda bir yapılan seçimlerle, toplam 248 sandalyenin yarısının akıbetini belirlemek üzere 20 Temmuz'da sandık başına gitmişti. Seçimlerde iktidar ve muhalefetin sahip olduğu 123 sandalye aynı şekilde kalırken diğer 125 sandalyenin yeni sahipleri belirlenmişti. Sonuçlara göre iktidar koalisyonu, seçimde hedeflediği en az 50 sandalye hedefini yakalayamamış ve üst mecliste çoğunluğu kaybetmişti. Halihazırda 75 sandalyesi bulunan iktidar koalisyonu, seçimde 47 sandalye elde etmiş ancak çoğunluk için 125 sandalye hedefine erişememişti. Böylelikle 2024 seçimlerinde alt mecliste çoğunluğu yitiren iktidar koalisyonu, bu yıl da üst mecliste aynı akıbeti yaşamıştı.

Sorgulama: Pasifik'te ekonomi yönetimleri yavaş mı tepki veriyor?

TÜFE ve faiz özelinde proaktif davranan Avustralya ve Yeni Zelanda ekonomi yönetimleri acaba yanlış mı yapıyor sorularını beraberinde getirdi. Her ne kadar enflasyonda iyimser yönetim var olsa da reel faizin tekrardan negatife geçmesiyle Yeni Zelanda tarafında enflasyon sınırlı artış kaydettiğini hatırlatmış olalım.

Grafik-18: Avustralya ve Yeni Zelanda TÜFE-Faiz Kıyaslaması (seviye, yıllık)

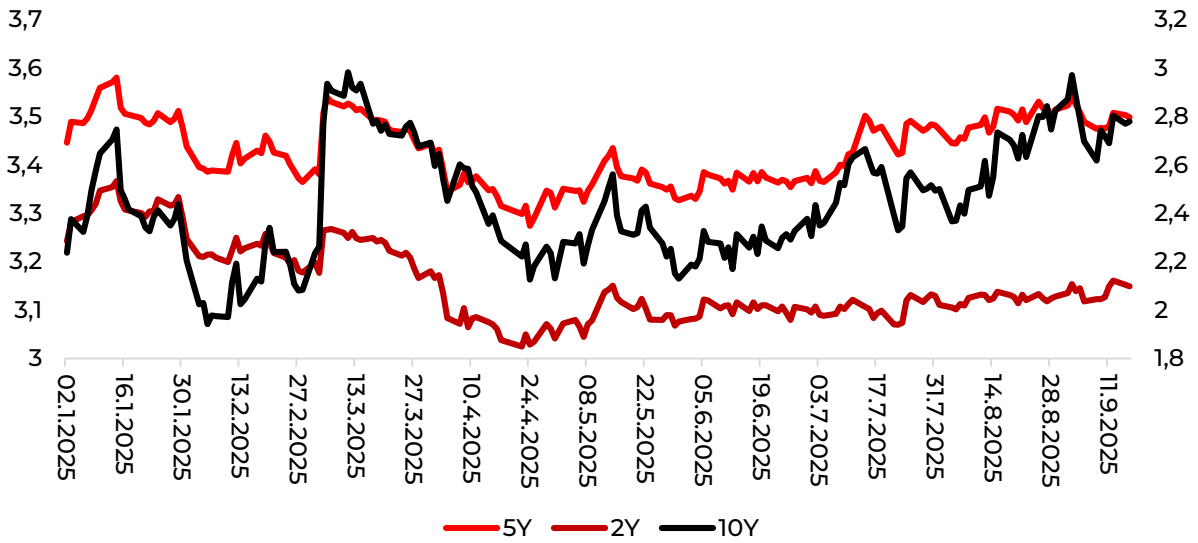


AVRUPA

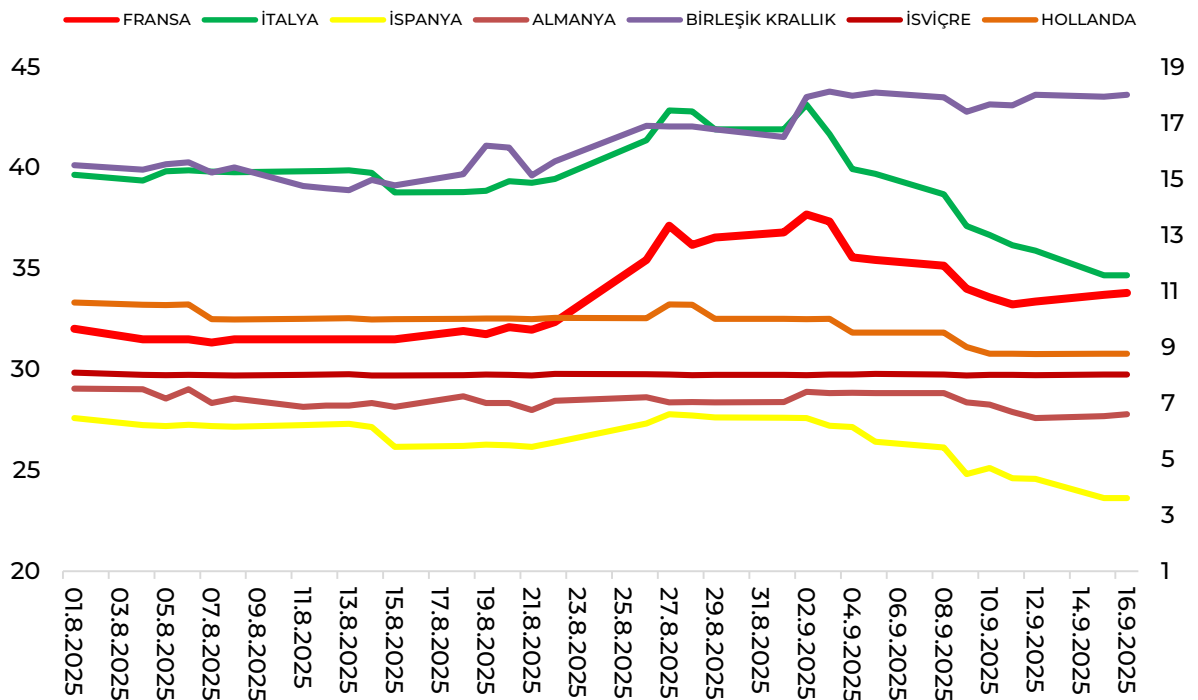
Mali şeffaflık ve belirsizlik problemi etkin

Hisse senetleri piyasası yaşanan problemden sıyrılmaya çalışırken tahvil piyasasındaki keskin yükseliş kıtanın mali istikrarı konusunda daha derin bir sınava hazırlandığını açıkça gösteriyor. 8 Eylül günü yapılan güven oylaması doğrultusunda Bayrou hükümeti düştü. Bu durum sürecin uzamasına neden olduğunu belirtmek isteriz. Yeni hükümet kuruldu ancak mali şeffaflık ve belirsizliği henüz kaldırmadığını gözlemliyoruz.

Grafik-19: Fransa Tahvil Piyasası (seviye, %, getiri)



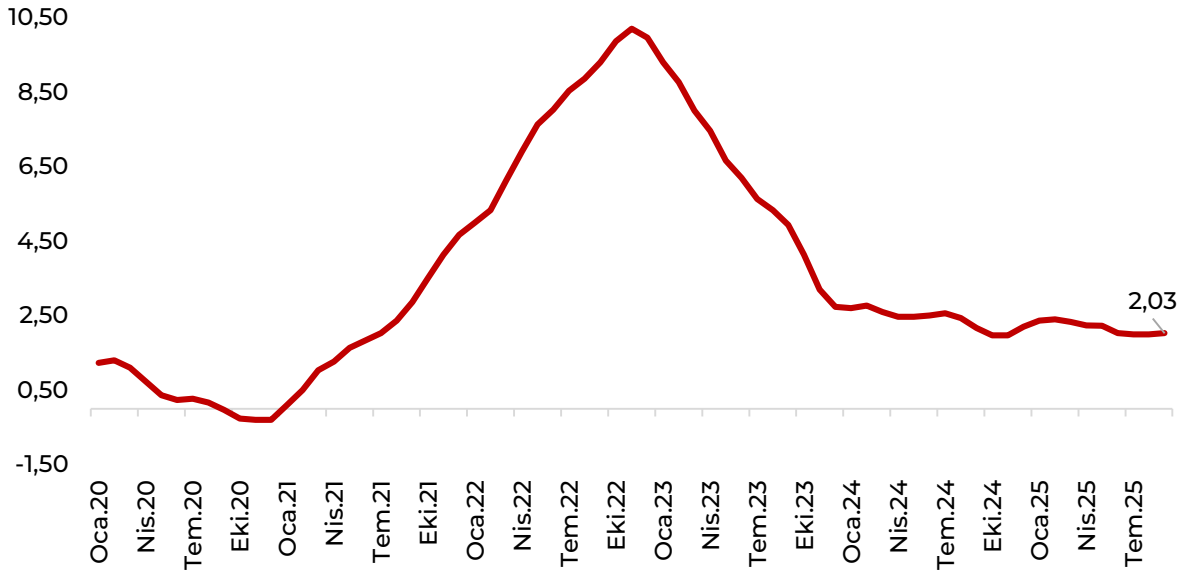
Grafik-20: Avrupa CDS Durumu (seviye, yıllık, %)



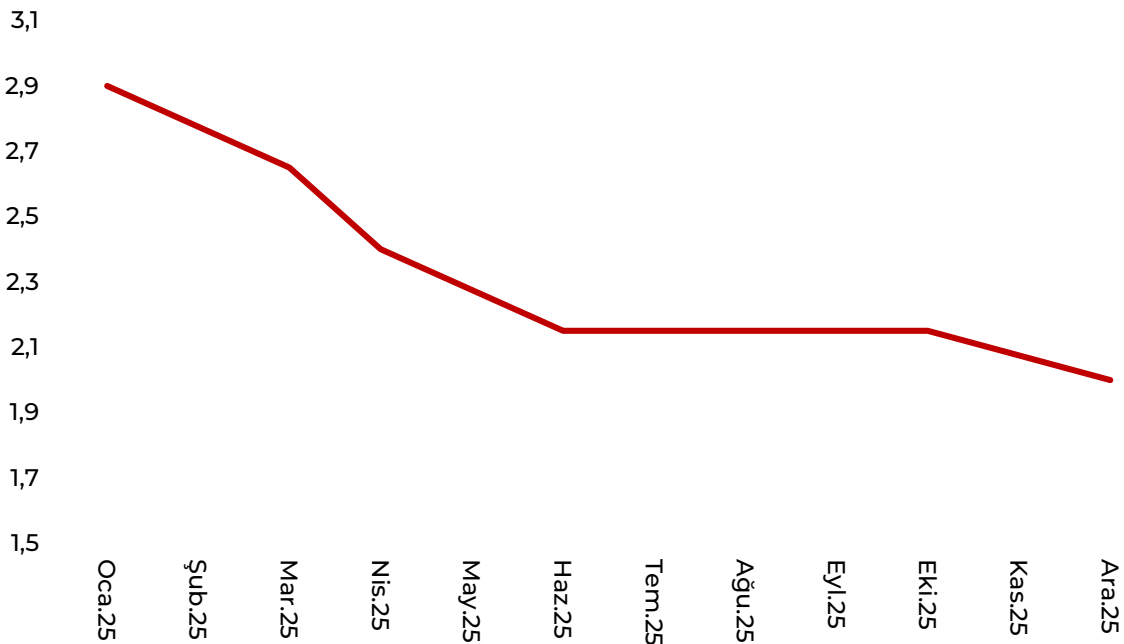
AMB kontrol ufkuna geçti

Avrupa Merkez Bankası, 11 Eylül tarihli para politikası toplantısı itibariyle dezenflasyonist sürecin resmen tamamlandığını duyurdu. Enflasyon nezdinde artık 12-24 ay süren bir kontrol ufkuna çabası takip ediyor olacağız. Bu doğrultuda nötr hale getirilmiş faiz yapısıyla yola devam edilmesini bekliyoruz. Enflasyon nezdinde de sürdürülebilir %2 bandı hem fiyat istikrarı hem de mali yapı için kritik önem arz ediyor olacak. Faiz nezdinde en erken indirimin Aralık ayında yapılabileceğini değerlendirmekteyiz. Faizin %2 altına inmesi için enflasyonun %1,5'ler bandına çekilmesi gerektiğini belirtmek isteriz.

Grafik-21: TÜFE Ana Eğilim (seviye, yıllık, %)



Grafik-22: Avro Bölgesi Faiz Oranı (seviye, %, Ekim-Aralık tahmini)



ABD

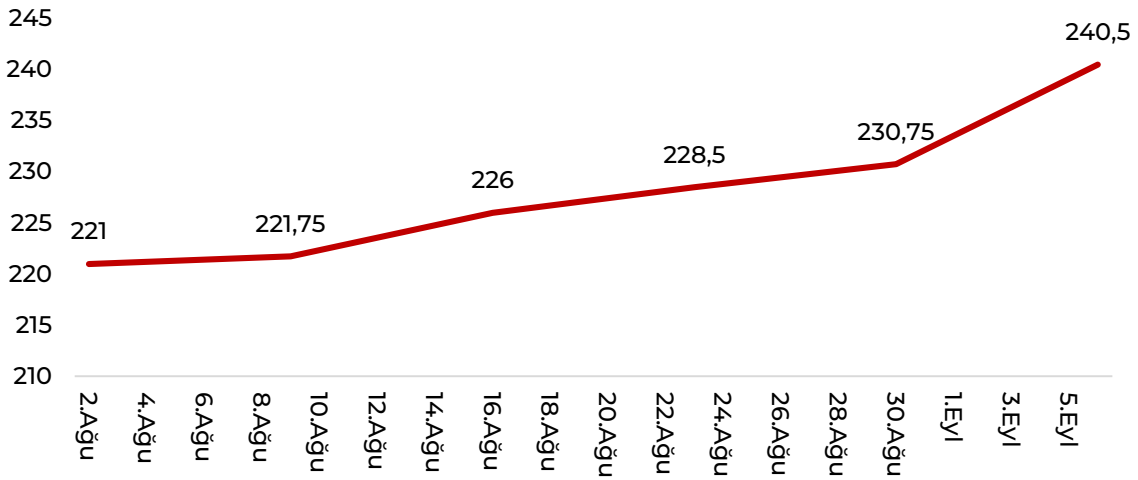
Globalde ön planda ABD

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

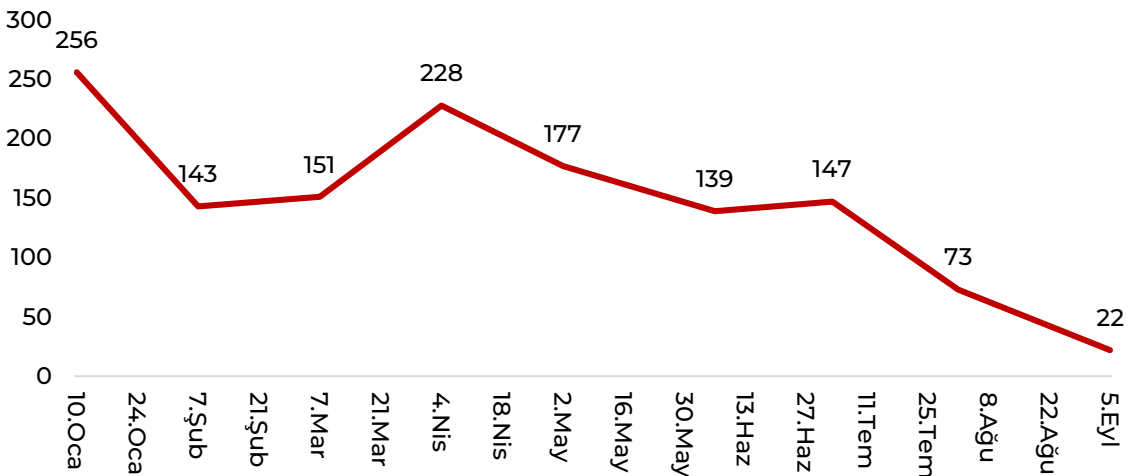
İstihdam piyasasında problemler devam ediyor.

1 Ağustos itibariyle yayınlanan veri çerçevesinde tarım dışı istihdam verilerinde geçmişe yönelik gözle görülür sert revizyon acaba veriler yalan mı söylüyor durumunu ABD’de iyice ortaya çıkararak resesyon beklentilerini bir miktar artırmıştı. Bu doğrultuda sadece tarım dışı istihdam verisinde değil genele yayılacak şekilde istihdam piyasalarında bir problem olduğunu açıkça gösteriyor.

Grafik-23: İşsizlik Başvuruları (seviye, bin, 4 haftalık ortalama)



Grafik-24: ABD Tarım Dışı İstihdam (seviye, bin)



Futbol takımı mülakatları devam ediyor

ABD Hazine Bakanı Bessent tarafından yapılan açıklama çerçevesinde futbol takımı kadrosu kadar olacak şekilde FED Başkanlığına aday sayısı 11'e yükselmişti. Bu sayının son günlerde 14'lü seviyelere çıktığını gördük. Kaynaklar çerçevesinde bazı adaylara bakacak olursak:

- Jefferies Baş Piyasa Stratejisti David Zervos,
- Eski Fed Yöneticisi Larry Lindsey
- BlackRock Küresel Sabit Getirili Menkul Kıymetler Baş Yatırım Sorumlusu Rick Rieder
- Fed Denetimden Sorumlu Başkan Yardımcısı Michelle Bowman,
- Fed Yöneticisi Chris Waller,
- Fed Başkan Yardımcısı Philip Jefferson,
- Eski Bush yönetimi ekonomik danışmanı Marc Summerlin,
- Dallas Fed Başkanı Lorie Logan
- Eski St. Louis Fed Başkanı James Bullard
- Başkan Trump'ın daha önce açıkladığı Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü Kevin Hassett
- Fed Yöneticisi Kevin Warsh olarak bir futbol takımı kurulacak miktarda liste oluşturulmuştu. Bu listeye 3-4 kişi daha eklenmiş oldu. Trump yönetimi Powell başkanlığındaki FED'i önce üyeler sonrasında da başkan bazında fonksiyonsuz hale getirme çabalarına artırarak devam edecek.

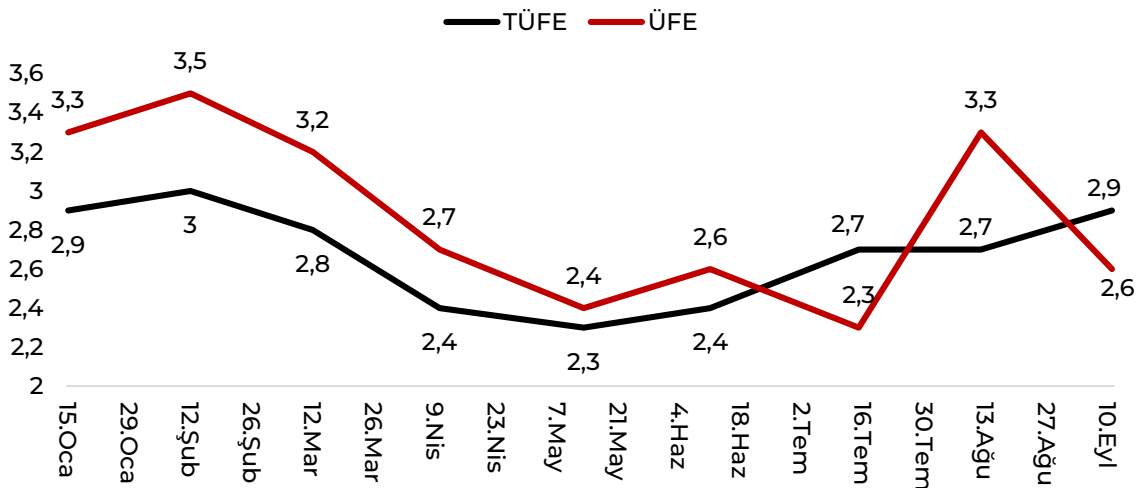
İç Sorun: Mülteci Sorunu

Kuzey Carolina'nın Charlotte kentinde Ukraynalı mülteci Zarutka'nın bir siyahi tarafından öldürülmesinin ardından çeşitli aksiyonların alınması gerekliliği ön plana çıkmış oldu. Bu doğrultuda Trump yönetimi, Ocak 2025 itibariyle başlattığı aksiyonların devamında kademeli bir şekilde buraya müdahale etmesini bekleyebiliriz.

Sorgulama: Tarifeler enflasyona etki etti mi?

Tarifelerin beklenenin aksine enflasyona etkisi çok sınırlı oldu. Temmuz ÜFE verisinde dalgalanma olması tarifelerden ziyade stok değişimlerinden kaynaklandığı açıkça gözlemlenmiş oldu. Tarifelerde öteleme ve etkileşim farkları doğal olarak tarifelerin enflasyona etki edip etmediğine dair soru işaretlerini artırıyor.

Grafik-25: ABD TÜFE-ÜFE (seviye, %)



ÖNÜMÜZDEKİ DÖNEM NE BEKLİYORUZ? TÜRKİYE

Ekim ayında ana gündemimiz: 23 Ekim PPK toplantısı

Makroekonomik koşullar çerçevesinde faiz indirim döngüsünün devam edeceğini değerlendirmekteyiz. Ekim ayında her ne kadar aylık bazda Eylül enflasyonu takip edilse de faiz indirimi özelinde 250 baz puanlık bir indirimin söz konusu olacağını vurgulamak isteriz. Faiz indirimi özelinde %35 yılsonu beklentimizi korumayı sürdürüyoruz.

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

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

Siyasi belirsizlikler azalarak devam edebilir

20 ve 24 Ekim tarihlerinde görülmesi planlanan davaların görece etkisi azalsa da belirsizlikleri sevmeyen piyasalar Ekim ayı ortasında karışık seyre neden olabilir. Davalara piyasaların alışkanlık gösterişinin arttığını takip etmekle birlikte önümüzdeki dönemde siyasi belirsizliklerin görece dengeleneceğini değerlendiriyoruz.

Faiz indirim döngüsü henüz fiyatlanmadı

Faiz indirim döngüsü özelinde henüz Borsa İstanbul'un hem TL hem dolar bazlı istenen getiriye göstermediğini açıkça beyan etmekte fayda var. Faiz indirim döngüsü küçük büyük oran demeden devam edecek. Kontrol ufkuna geçişimiz belki uzun sürecek ancak enflasyon nezdinde beklentiler her geçen gün iyileşmeyi sürdürüyor.

CDS özelinde de son dönemde 250'nin altına inmemizle birlikte önümüzdeki dönemde riskli varlıkları gözle görülür şekilde destekleyeceğini değerlendiriyoruz. CDS nezdinde başta bankacılık sektörü olmak üzere gayrimenkul yatırım ortaklıkları, holding ve artık gözle görülür şekilde geride kalan sınai (betası yüksek) şirketlerine de katkı vereceğini belirtmek isteriz.

CDS özelinde tekraren vurguladığımız üzere 250 orta noktası olacak şekilde (220-280 puan) dalgalanmanın sürmesini bekliyoruz. 250 altında seyir süregeldikçe fonlama maliyetleri düşmeye devam edecektir.

Enflasyonda aylıkta ana eğilim riskli seyreliyor

Öncü ölçümlerimiz doğrultusunda güncel rapor itibariyle:

- Eylül'de %2,44
- Ekim'de %1,85 enflasyon beklentimiz mevcuttur

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

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

OVP'de bakanlık ile TCMB arasında uyum arttı

OVP'nin TCMB ile uyumunun artırılmasını olumlu karşılamakla birlikte eşgüdüm varlığının fiyat istikrarı başta olmak üzere gözle görülür şekilde birçok yapıya katkı sağlayacağını değerlendiriyoruz.

Beklentiler görece muhafazakarlaştırılması riskli varlıklar için kısa vadede kötümser bir anlayış getirme ihtimalini doğursa da önümüzdeki dönemde orta ve uzun vadede yabancı ve yerli iştahını artırıcı ikincil faktör olarak destek vereceğini değerlendiriyoruz.

ÖNEMLİ HEDEFLER VE TAKVİM

2025 4.çeyrek:

- Yatırım Taahhütlü Avans Kredisi içeriği geliştirilecek. Bunu olumlu karşılamakla birlikte kademeli bir şekilde burada ilginin artmasını bekliyoruz.

2026 1.çeyrek:

- Sosyal konut üretiminde afet riski yüksek olan bölgelere öncelik verilecek, kapsayıcı, sağlıklı, güvenli ve dirençli yaşam alanları altyapı ve üstyapı tesisleriyle bir bütün olarak planlanarak inşa edilecektir. TOKİ başta olmak üzere faaliyet yapılacak bölgelerde yer alan tüm sektörleri etkileyecek olan bu durumu olumlu karşılamakta fayda var olduğunu değerlendiriyoruz.

2026 2.çeyrek:

- 5G hizmetlerinin uygulanmaya başlanacak. İletişim sektörü (XILTM) başta olmak üzere tüm sektörler için kritik önem arz ediyor.
- Yerli bazlı yük santrallerde elektrik üretiminde kullanılan kaynakların üretim portföyündeki oranın artırılması için mevcut ve yeni tesisler teşvik edilecektir. Yerli üretime yönelik iştahın özellikle 1 Mart itibariyle gözle görülür arttığını takip ediyoruz. Bu doğrultuda başta enerji teknoloji şirketleri olmak üzere birçok şirkete katkısı takip edilebilir.
- Dijital sigortacılık ve sigortacılık teknolojileri başta olmak üzere sigortacılık ve özel emeklilik alanları geliştirilecek. Son dönemde sigortacılık sektörünün gözle görülür şekilde buraya yönelmesiyle birlikte mevzuatsal hazırlığının yapılmasını kıymetli ve sektörde ilave bir katalizör alanı sunacağını değerlendiriyoruz.
- Otomatik Katılım Sisteminin (OKS) Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES)'e dönüşümü sağlanacak. Özellikle hayat emeklilik şirketlerine gözle görülür katkısı olmakla birlikte büyüklükleri gözle görülür şekilde artıracağını değerlendiriyoruz. Halka açık olan Anadolu Hayat, Agesa Hayat gibi şirketlere ilave bir katalizör ortamı yaratabilir.
- İmalat sanayiine yönelik büyük ölçekli ve stratejik yatırımların yatırım yeri tahsis süreçlerinin hızlandırılması amacıyla yeni tahsis modelleri geliştirilecektir. Yatırımlarda süreçlerin hızlandırılması kritik bir önem arz etmekle birlikte önümüzdeki dönemde set halinde şirketlere katkı yapabilir.

2026 3.çeyrek:

- Sanayi bölgeleri ve limanların mevcut demiryolu ağına bağlantısını sağlamak amacıyla önceliklendirilmiş iltisak hatları programı tamamlanacaktır. Metal sektörü için önemli olmakla birlikte burada özellikle TVF'nin de iştiraki olan Kardemir gibi şirketlerin gözle görülür yararlanmasını bekleyebiliriz.

ASYA-PASİFİK

Önemli tarihler ayın 2.yarisında takip edilecek

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

- Japonya faiz kararı – 19 Eylül
- Çin faiz kararı – 22 Eylül takip ediliyor olacak.

İlaveten makroekonomik anlamda:

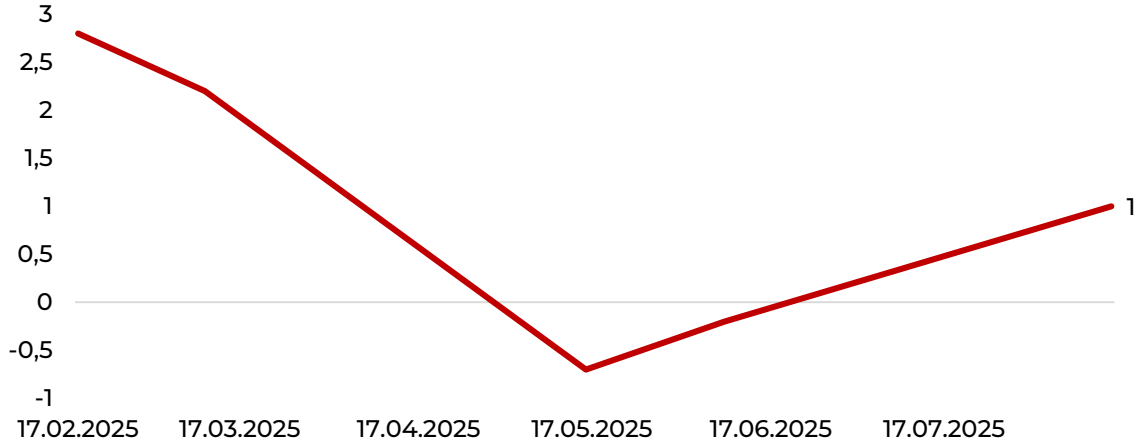
- Japonya Ulusal Çekirdek TÜFE – 19 Eylül
- Japonya Öncü PMI – 24 Eylül verileri önem arz ediyor olacak.

Japonya ekonomi aktivitesi faiz artırımlarını öteleyebilir

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

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

Grafik-26: Japonya GSYİH (seviye, %, öncüler dahil)



Problem: Ukrayna-Rusya

Her ne kadar önceki rapor döneminde iyimser ortam varlığı izlense de istenilen uzlaşmanın beklentiler dahilinde sağlanamamasıyla birlikte Ukrayna-Rusya arasındaki müzakereler tekrardan donduruldu. Bölge sağlığı ve verimliliği için kritik önem arz eden savaşın sonlandırılmasının gecikmesi başta Rusya ile temas eden ülkeler olmak üzere birçok yapıya zarar vereceğini değerlendiriyoruz.

ABD Başkanı Trump, henüz bu tarafta aksiyonlar doğrudan almasa da önümüzdeki dönemde sözünü tuttuğu gibi tarifelere yönelik aksiyon alması halinde bölgede tekrardan ateşkes süreçleri gündeme gelebilir. Savaş nezdinde her iki taraf iştah dengesizliğine sahip olsa dahi anlaşmadıkça devam ettirmekte hemfikir olduklarını beyan etmiş olalım.

Başlı Başına Problem: İsrail

Son dönemde Gazze'ye yönelik aksiyonlarıyla gündeme gelen İsrail, 9 Eylül 2025 günü Doha'da Hamas müzakere heyetine yönelik saldırı düzenledi. Bölgede bir nevi dengeleri değiştirerek gerektiğinde farklı ülkelere de müdahale edebileceğini gösterdi.

16 Eylül 2025 itibariyle İsrail, Gazze şehrini abluka altına almak amacıyla işgale de başlamış oldu. Her ne kadar piyasalar söz konusu gelişmeleri ön plana almasa da farklı ülkelere saldırma ya da farklı bir müdahale durumu söz konusu olursa riskli varlıklara kısa vadeli baskıya neden olabilir.

Avrupa burada fayda göremeyince tutum değiştirdiğini açıkça söylemek isteriz. İsrail'in yanında aktif olarak ABD'nin var olduğunu vurgulamaktayız. İspanya başta olmak üzere birçok Avrupa ülkesi anlaşmalarını iptal ediyor, Filistin'i tanıyor ve kınama mesajları ilan ediyorlar.

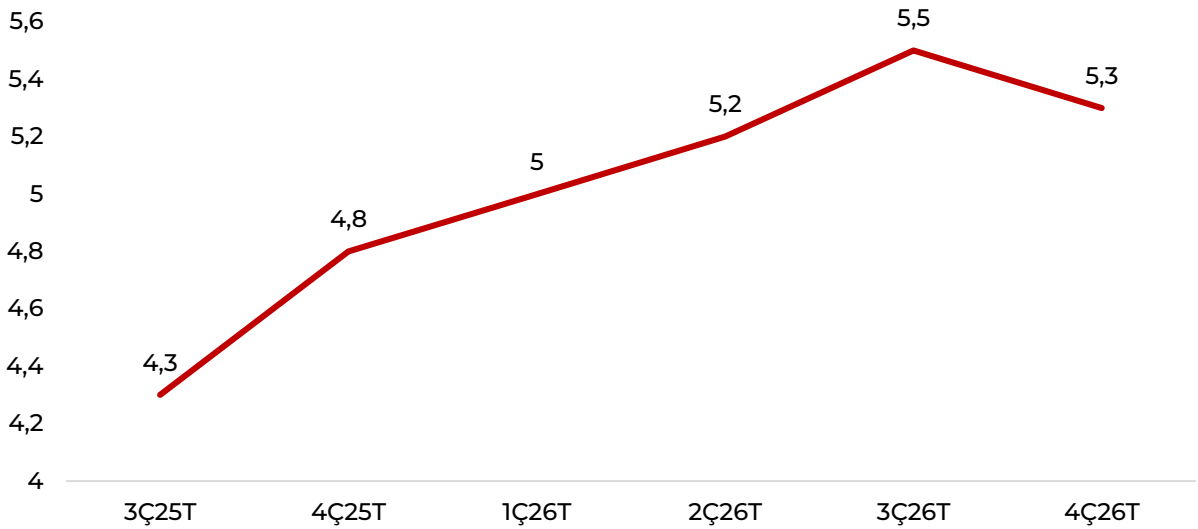
Çin'in ekonomik aktiviteye yönelik aksiyon alabilir

NBS dataları doğrultusunda zayıflayan sanayi üretimi ve perakende satışlar, artan işsizlik oranı doğal olarak ekonomik aktiviteye ilişkin endişeleri artırıyor. PBoC'un beklenenin aksine aceleci davranmıyor oluşu ve polibütro da beklenenin aksine sonuç çıkmayıp doğal olarak PBoC'un bir aksiyon alması gerekliliğini açıkça ortaya koyuyor diyebiliriz.

Bölgedeki vatandaş ve analistlerden tepkiler artmakta olup PBoC'un 22 Eylül tarihli toplantısında bir aksiyon alınmazsa beklenenin aksine GSYİH tahminlerini aşağıya revize edilmesi ihtimalini artırmaktadır. Faizin yanı sıra karşılık oranlarında da bir aksiyon alınması beklentisi de son günlerde artmaktadır.

Aktif tahminler 3.çeyrekte büyümenin yıllık bazda %5'in altına ineceğini göstermekle birlikte 4.çeyrekte de ihtimal artmaktadır.

Grafik-27: Çin GSYİH (seviye, %, yıllık tahminlerimiz)



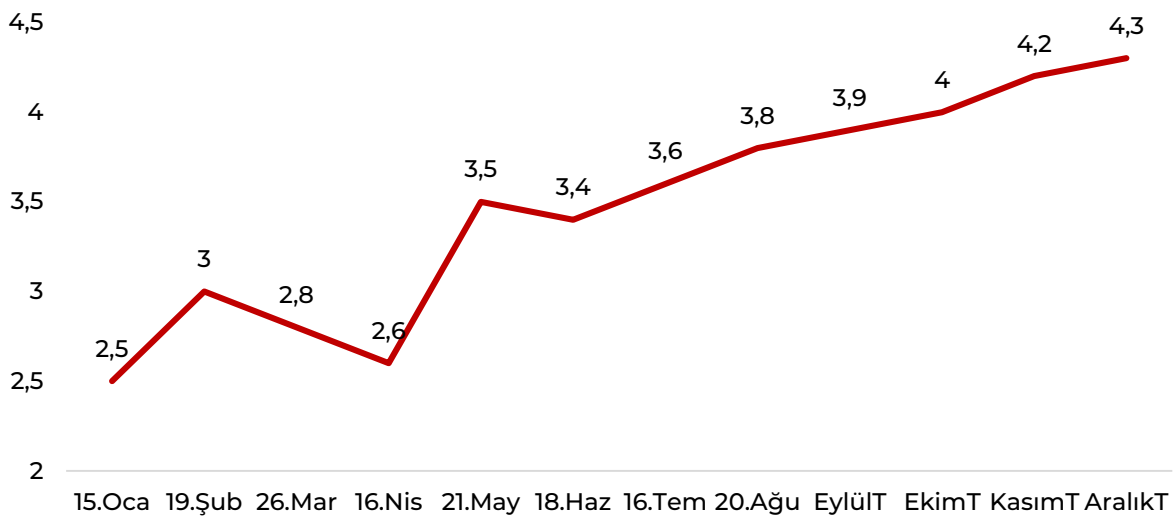
AVRUPA

Potansiyel Risk: İngiltere

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

Enflasyona yönelik beklentiler kötümserleşmekte olup enflasyonun %4'ler bandına ulaşma ihtimali her geçen gün artmakla birlikte tahminlerimiz şu şekildedir:

Grafik-28: İngiltere TÜFE (seviye, %, Eylül itibariyle tahminler)



Problem: Ukrayna-Rusya

Her ne kadar önceki rapor döneminde iyimser ortam varlığı izlense de istenilen uzlaşmanın beklentiler dahilinde sağlanamamasıyla birlikte Ukrayna-Rusya arasındaki müzakereler tekrardan donduruldu. Bölge sağlığı ve verimliliği için kritik önem arz eden savaşın sonlandırılmasının gecikmesi başta Rusya ile temas eden ülkeler olmak üzere birçok yapıya zarar vereceğini değerlendiriyoruz.

ABD Başkanı Trump, henüz bu tarafta aksiyonlar doğrudan almasa da önümüzdeki dönemde sözünü tuttuğu gibi tarifelere yönelik aksiyon alması halinde bölgede tekrardan ateşkes süreçleri gündeme gelebilir. Savaş nezdinde her iki taraf iştah dengesizliğine sahip olsa dahi anlaşmadıkça devam ettirmekte hemfikir olduklarını beyan etmiş olalım.

Aynı cümleleri Asya-Pasifik için tekrarlarken müzakereler nezdinde Avrupa Birliği ve Birleşik Krallığın gözle görülür şekilde başarısız bir müzakere faaliyeti sürdürdüğünü vurgulamak isteriz. Burada beceri gösteremeyen yapıların bir aracı olma ihtimalini ortadan kaldırmakla birlikte sadece açıklama yapmakla yetinecekleri gözlemleniyor.

Yineleme: Parite finansallara olumsuz etki etmeye başladı

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

Şirketlerin beklentileri AMB’nin Aralık ayında bir tur daha indirim yaparak faiz %2 bandına ve nötr seviyelere iyice yaklaştırması gerektiğidir. Ayriyeten son dönemde gözle görülür şekilde finansmana erişimde de risk ağırlıkları artırılması da doğal olarak şirket finansallarına gözle görülür şekilde olumsuz etki edilmektedir.

Yineleme: Maliye becerisi sağlanması lazım

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

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

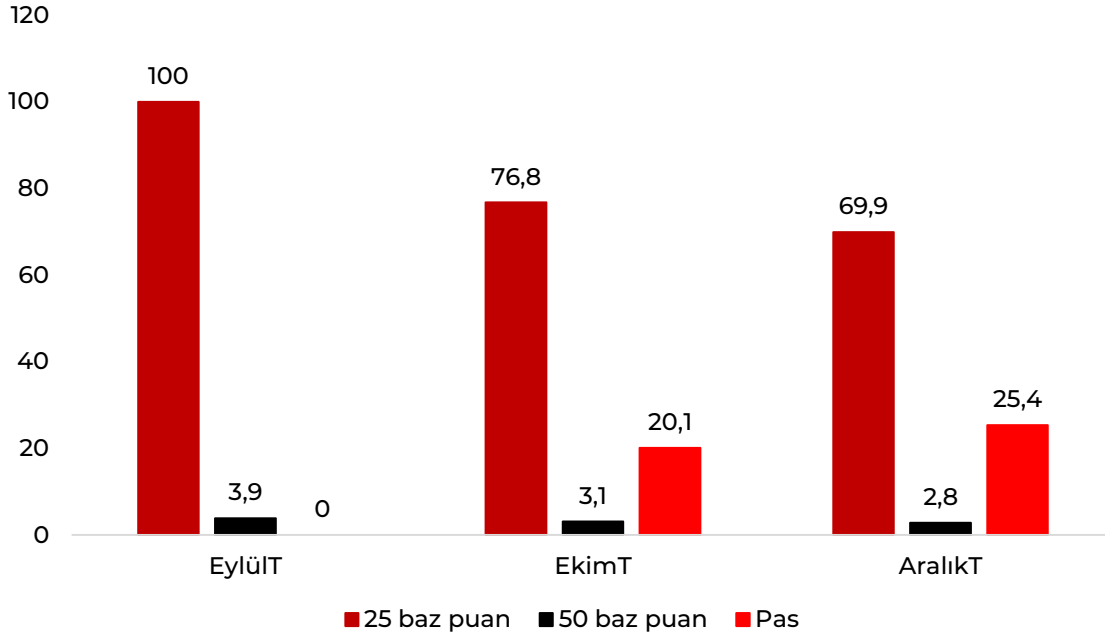
Yineleme başlıklı belirteçlerimizi önceki raporlarda olduğu gibi bu raporda da devam ettiriyoruz.

ABD

FED nezdinde indirim ihtimali artıyor

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

Grafik-29: FED Faiz Beklentileri (seviye, %, FED Cmewatch)



Potansiyel Risk Devamı: Halefi FED Başkanı

FED Başkanı Powell'ın görev süresi Mayıs 2026'da tamamlanıyor olacak. Powell ile devam edilmeyeceği konusunda Trump-Powell atışmaları ile net bir şekilde görmekteyiz. 14 aday ile futbol takımını aşan kadro mevcut ancak son dönemde ön plana çıkan ismin Trump'ın danışmanı Hasset'in olduğunu gözlemliyoruz.

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

Problem Büyüyor: Trump-Putin-Zelenski

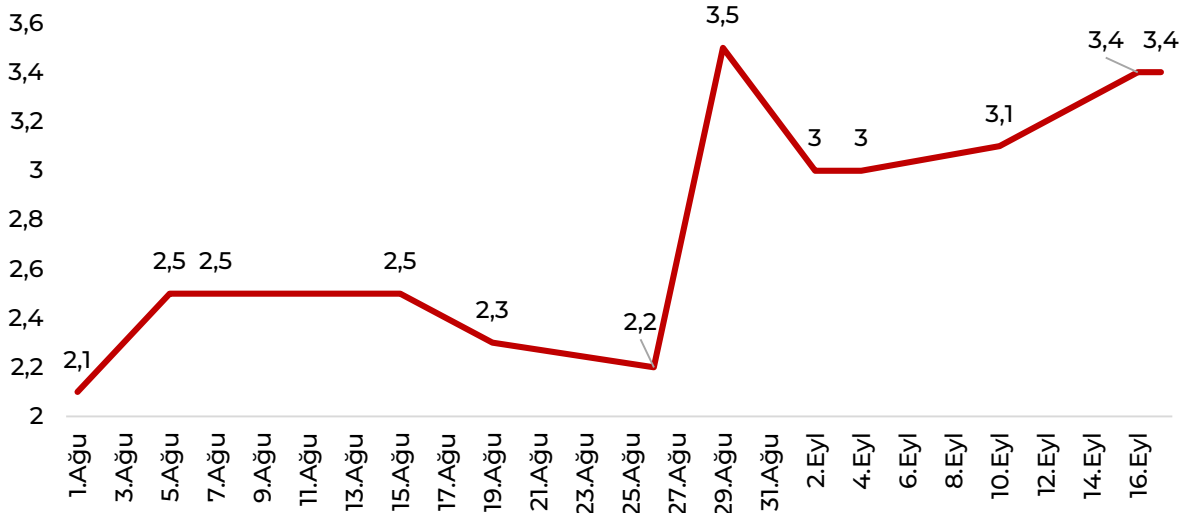
Müzakere süreci varlığının devre dışı bırakılmasıyla birlikte bu tarafta yaşanan problemlerin gözle görülür şekilde artma ihtimali varlığını gözlemlemeyi sürdürüyoruz. ABD Başkanı Trump tehditvari konuşmaya devam etse de henüz doğrudan aksiyon almadı. Burada özellikle AB ve çevre ülkelerin Rusya ile temasını kesmesini beklediğini anlıyoruz.

Alınan aksiyonlar doğal olarak problemleri büyütme riskini çıkartacağından önümüzdeki dönemde bu kısmında takip edilmesi gerektiğini vurgulamak isteriz. Riskin büyümesi doğrudan piyasaları etkilemese de emtialar üzerinden dolaylı olarak riskli varlıkları olumsuz etkileyebilir.

Büyümeye yönelik beklentiler iyimserleşiyor

ABD makroekonomik veri setleri nezdinde karmaşık yapılar var olsa da 3.çeyreğe yönelik beklentilerde iyimserleşme sürüyor. Bu doğrultuda beklentiler 3.çeyrek nezdinde %3,4'e kadar çıkmış durumda görünüyor. Bu da doğal olarak veri setinden ziyade tüketim ve iştah yapısının korunmaya devam edildiğini gösteriyor.

Grafik-30: Büyüme Beklentileri (Atlanta GDPNow, %, seviye)



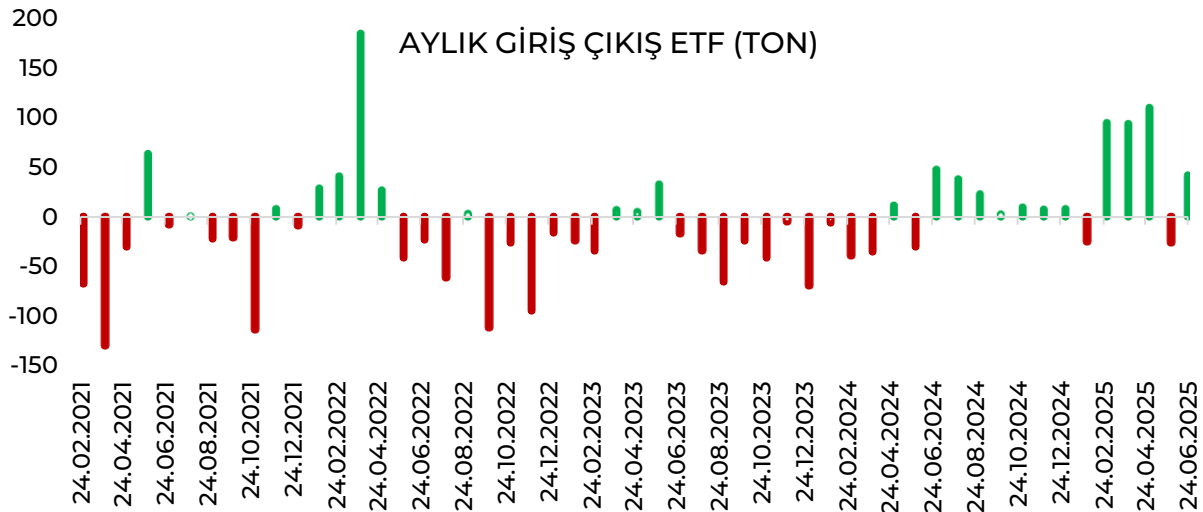
EMTİA

ALTIN

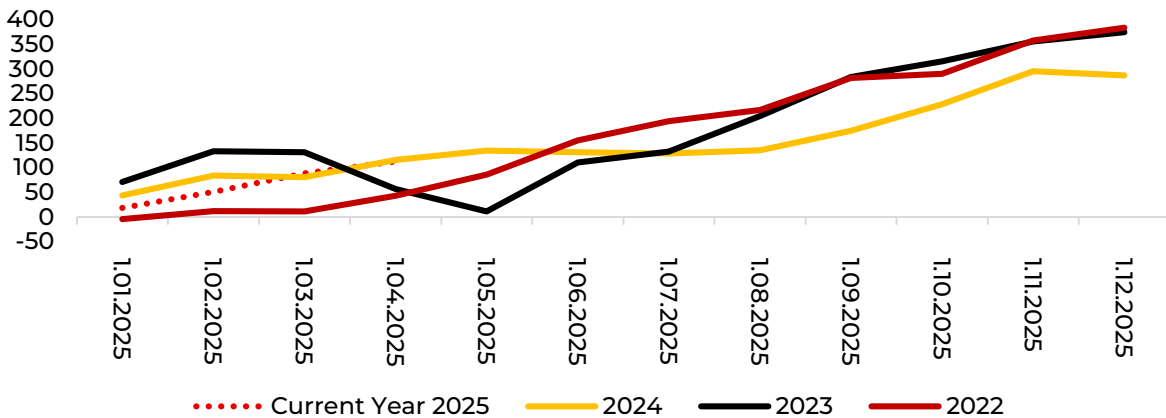
Yılın ilk yarısında görece yüksek olan makro ve jeopolitik risklere baktığımızda Eylül ayı itibarıyla makro anlamda pozitif gelişmeler olsa da küresel anlamda jeopolitik risklerin yeniden gündeme geldiğini görmekteyiz. Altın özelinde en büyük fiyatlamaya unsuru ABD makro verileri doğrultusunda FED'in faiz indirim döngüsü süreci olsa da haber akışlarının da pozitif atmosferi destekleyici unsur olduğunu görmekteyiz.

Güncel koşullar altında Merkez Bankalarının Altın rezervini arttırmaya yönelik pozisyonlanmalarının sürdüğünü izlerken bireysel yatırımcılara baktığımızda 3500\$ üzeri fiyatlamalarda geçtiğimiz haftalarda da belirttiğimiz gibi yükseldikçe talebi artan ürün olma statüsünde kalmaya devam ettiğini görmekteyiz. Rekor fiyatlamaları izlerken Altın fiyatlarının enflasyona göre düzeltilmiş haline baktığımızda da rekorların yenilendiğini görmekteyiz. Kısa vadeli fiyatlamalarda aşırı alım bölgesinde fiyatlamaları izlerken , orta uzun vade pozitif görüşümüzü hala korumaktayız. Altın özelinde beklentimizde revizyona gitmekte olup yılı 3100-3600\$ bandında kapatmasını beklemekteyiz. (Önceki 3000-3500\$) Son olarak kısa vadeli aşırı alım bölgesinde fiyatlamalar sürse de haber akışının fiyatlamayı desteklediğini görmekteyiz ve haber akışı odaklı volatilitenin sürmesini beklemekteyiz.

Grafik-31: ETF Giriş Çıkış (ton, seviye)



Grafik-32: Merkez Bankaları Altın Alımları (seviye,ton)



Tablo-2/Grafik-33: Altın Pozisyonlanmaları

GOLD - COMMODITY EXCHANGE INC.													Code-088691	
Disaggregated Commitments of Traders - Futures Only, September 09, 2025														
Reportable Positions													Nonreportable	
													Positions	
Open	Producer/Merchant/		Swap Dealers		Managed Money			Other Reportables						
Interest	Long	Short	Long	Short	Spreading	Long	Short	Spreading	Long	Short	Spreading	Long	Short	
(CONTRACTS OF 100 TROY OUNCES)														
Positions														
All	509,625:	9,864	72,418	48,287	259,108	15,699	198,907	35,388	29,530	125,968	27,747	22,380:	58,990	47,355
Old	509,625:	9,864	72,418	48,287	259,108	15,699	198,907	35,388	29,530	125,968	27,747	22,380:	58,990	47,355
Other:	0:													
Changes in Commitments from:														
September 2, 2025														
	16,717:	1,655	8,907	719	-7,056	-2,443	2,780	763	-206	6,299	-3,894	5,558:	2,355	15,088

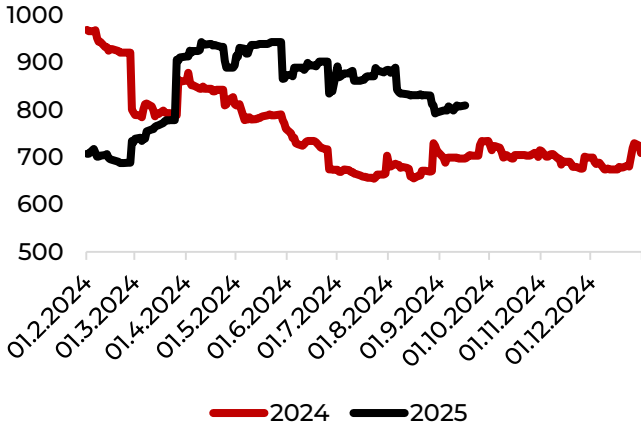


Altın pozisyonlamalarına baktığımızda FED indiriminin kesinleşmesi ve gelen veriler doğrultusunda ek indirim olabilir mi soru işaretleri ve yeniden artan jeopolitik risklerin Altın özelinde yukarı yönlü fiyatlamalarda destekleyici unsur olduğunu görmekteyiz. Geçtiğimiz haftaya baktığımızda önceki haftanın yoğun akışı sonucu açılan pozisyonların ardından pozisyonlanmalarda herhangi bir değişim olmadığını küçük yatırımcı nezdinde hafif de olsa short pozisyon denemeleri görürken ana yönün yukarı olduğunu izlemekteyiz. Geçtiğimiz hafta da söylediğimiz gibi Veri odaklı ilerlerken küresel belirsizliğin de fiyatlamaları desteklediğini düşünmekteyiz fakat tüm gelişmelerin kısa vadeli fiyatlandırmanın içerisinde olduğunu düşünürken hareketin spekülasyon amaçlı olduğunu düşünmekteyiz. Orta uzun vadeli ise pozitif görüşümüzü korumaktayız.

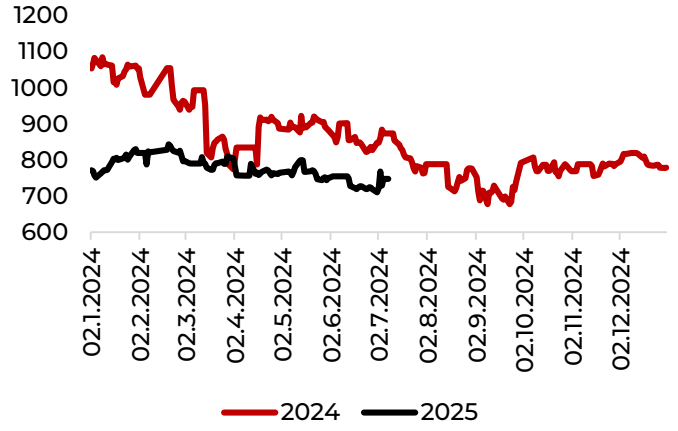
Teknik anlamda baktığımızda ise güncel gelişmeler ışığında 3500\$ kalıcılığın oluştuğunu fakat ortalamalardan uzaklaşıldığını izlerken 3620\$ destek seviyesini takip etmekteyiz. Powell konuşmasıyla beraber kısa vadeli fiyatlamaların yeniden şekillenmesini beklemekteyiz. Kısa vadeli fiyatlamalarda aşırı alım bölgesinde olduğunu takip ederken alım yönlü risk iştahının ise hala yüksek olduğunu belirtmek isteriz.

Grafik-34-40: Çeşitli Emtialar (seviye, dolar)

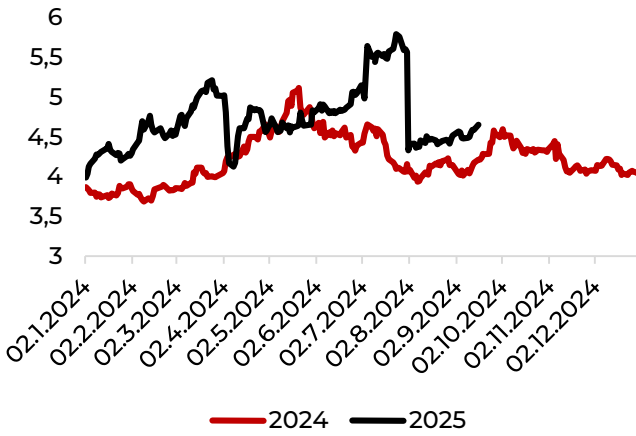
SICAK HADDELENMİŞ ÇELİK



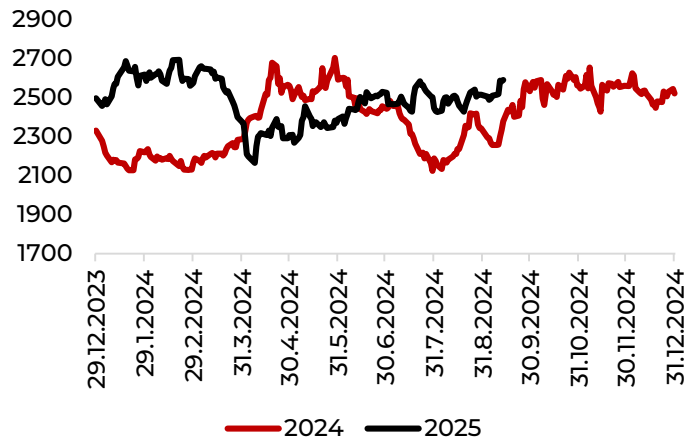
DEMİR CEVHERİ



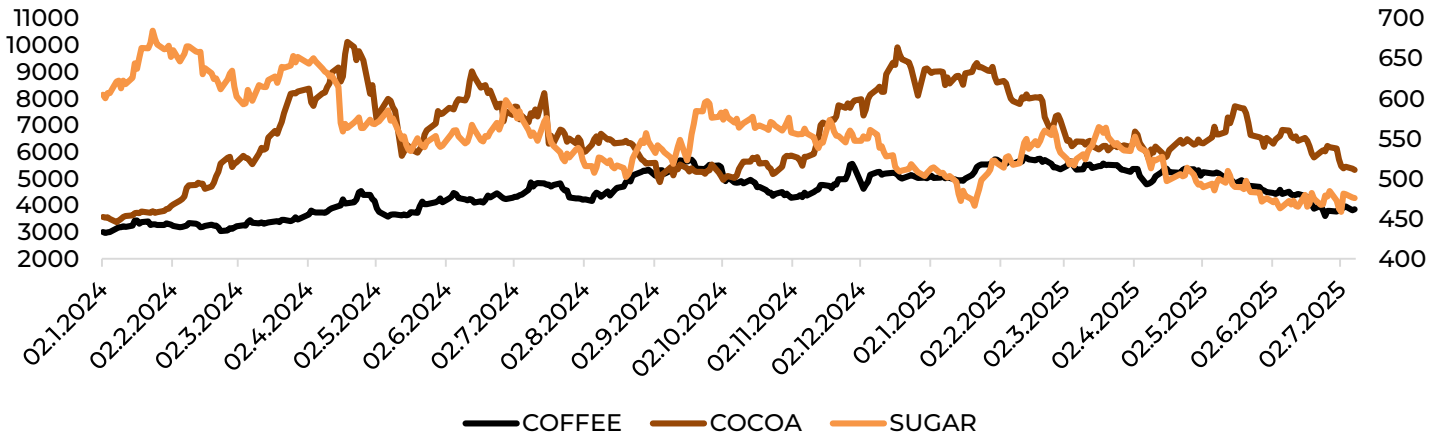
BAKIR



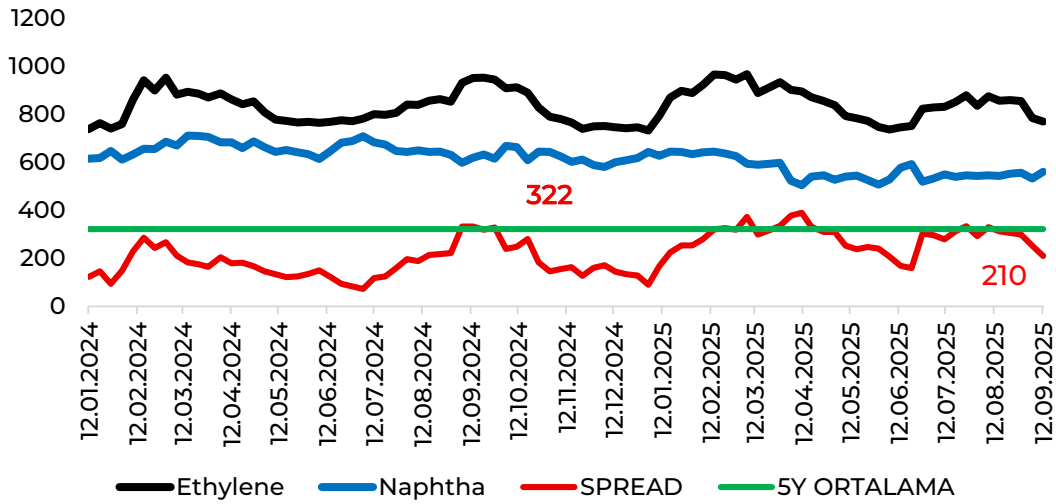
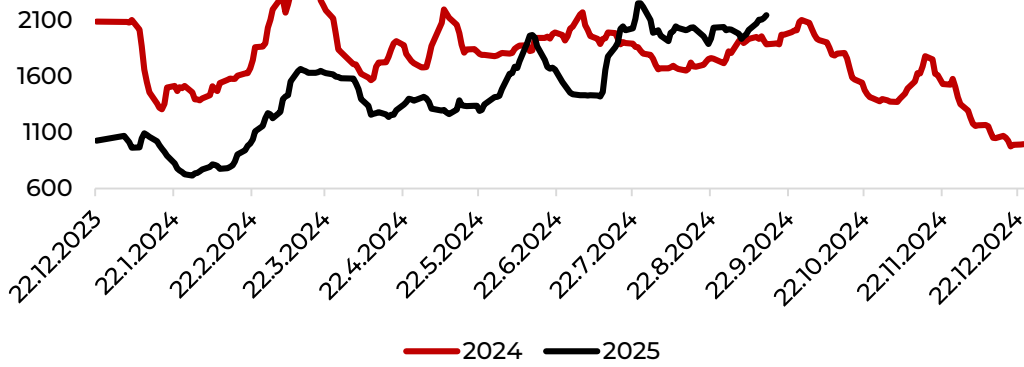
ALÜMİNYUM



KAHVE, KAKAO VE ŞEKER



BALTIC DRY INDEX



Demir çelik sektörü için fiyatlarda haber akışı odaklı kısa vadeli artışlar görsek de sektörel anlamda net toparlanma henüz görmemekteyiz. Çin ve Hindistan verilerini takip ederken çelik fiyatları için cevher özelinde Güney Amerika ihracat verilerini yakından takip etmekteyiz.

Alüminyum ve Bakır tarafında özellikle bakır özelinde tarife etkisi kaynaklı artışların sınırlandığı ve normalleşmeye geçtiğini görürken alüminyum özelinde ise yatay pozitif seyrin devamını görmekteyiz.

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

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

PETKM için Çin'de yapılan rafineri yatırımları ışığında arz fazlası ve talebin yeterince güçlü olmaması sebebiyle marjlarda son 3 haftadır daralma görmekteyiz. Güncel spread 210 olup negatif değerlendirmekteyiz. Yılın ikinci yarısında temkinli pozitif görüşümüz sürerken haber akışlarının baskı unsuru olmaya bir süre daha devam etmesini beklemekteyiz.

BORSA İSTANBUL – Ağustos rahatlığı sonrası Eylül yoğunluğu

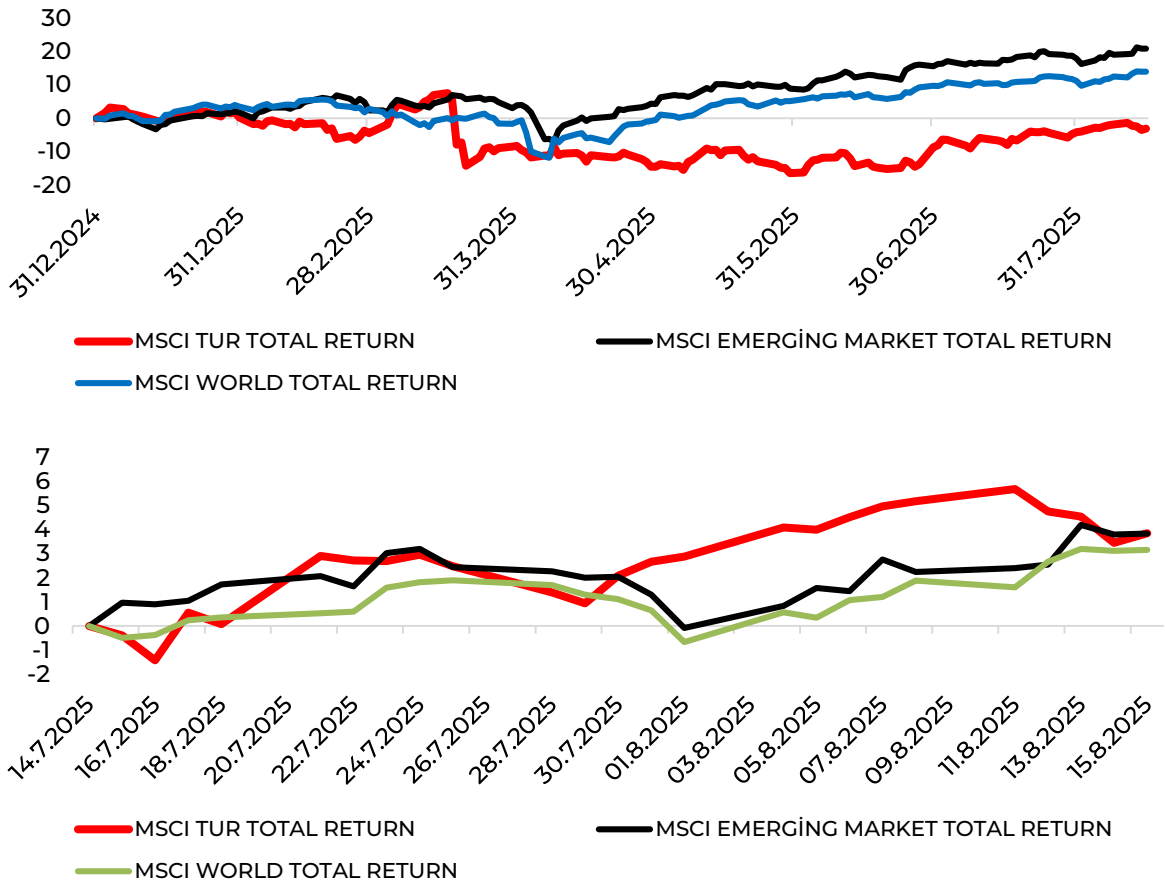
Küresel piyasalarda da Borsa İstanbul'da olduğu gibi büyük ölçüde haber akışlarının oluşturduğu fiyatlamalardan uzaklaşıp veri bazlı ilerlendiği dönemin meyvelerini almaktayız.

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

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

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

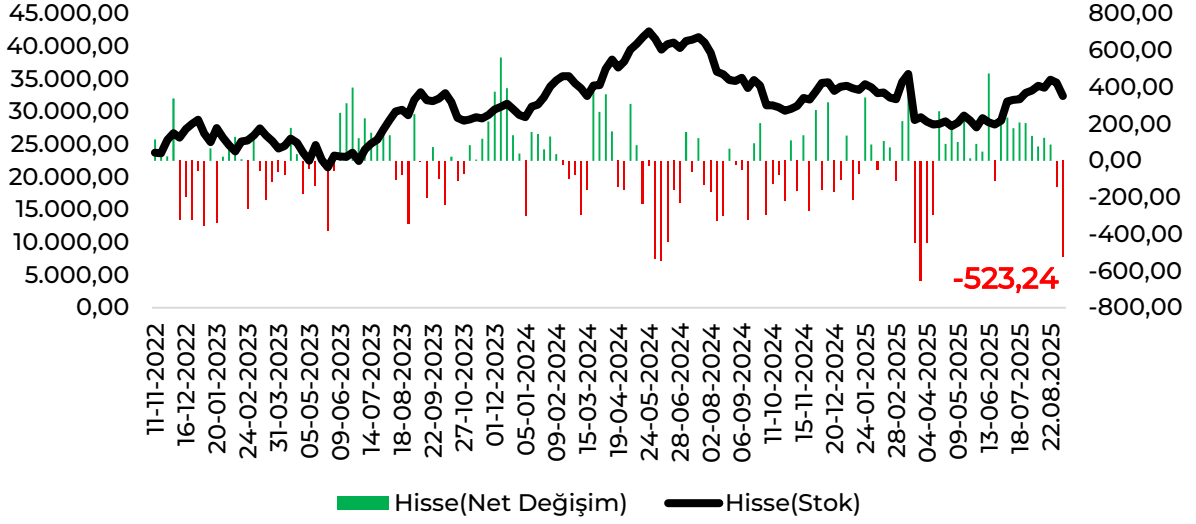
Grafik-41-42: MSCI Getiriler (seviye, %)



MSCI endeks getirilerine baktığımızda ise yıl başına güçlü başlayan Türkiye endeksinin Mart sonrası süreç itibariyle negatif ayrıştığını izlemiştik. Son 3 ayı baz alıp tekrar baktığımızda ortalama dolar bazlı %12 getiri olup küresele ayak uydururken, son 1 ayı baz alıp baktığımızda ise %4.21 ile pozitif ayrıştığımızı görmekteyiz. Yılın geri kalanında ise geçtiğimiz aylarda da söylediğimiz gibi marjın kapanacağını düşünmekteyiz.

Eylül başında siyasi ve makro akış sonrasında Mart sonrasında oluşan en yüksek yabancı çıkışını haftalık olarak 523m \$ ile takip ederken önümüzdeki süreçte en azından 24 Ekim ertelenen mahkeme kararına kadar yabancı özelinde işlemlerin bekle gör – sat gör pozisyonlanmasına daha yakın olmasını beklemekteyiz.

Grafik-43: Menkul Kıymet İstatistikleri (seviye, dolar, net değişim, stok)



Grafik-44: BİST-100 grafik (günlük, seviye, dolar)



SEKTÖREL GÖRÜNÜM

BANKACILIK SEKTÖRÜ

Bankacılık, 2025 Temmuz ayında net karında yıllık %63,59 oranında artış takip edildi. Gruplar bazında incelemek gerekirse –yıllık- :

- Net faiz gelirleri güçlü artış kaydetti. Net faiz gelirleri yıllık %70,56 arttı.
- Karşılıklar artmaya devam ediyor. Makroekonomik koşullarda daha yeni iyileşme görülse de orta ölçekli batık kredi varlığı burada artışlara sebebiyet veriyor.
- Ticari zarar büyüyor. Özellikle kambiyo tarafında kur etkisiyle tekrardan negatife geçildi.
- Net kar yıllık %63,99 artışla 56,75 milyar TL seviyesine ulaştı.

Tablo-3: Sektörler Bazında Net Kar Tablosu (seviye, TL, %)

	2025 TEMMUZ	2024 TEMMUZ	%
Mevduat-Yerli Özel	9.908	3.904	153,79%
Mevduat-Yabancı	23.535	16.659	41,27%
Mevduat-Kamu	8.191	4.572	79,16%
Kalkınma ve Yatırım	11.391	4917	131,67%
Katılım	3.720	4.036	-7,83%

Özellikle faiz esnetmesinin hızlı yansımaları beklediğimiz yerli özel bankalar AKBNK, ISCTR, SKBNK, YKBNK'tan tepki alımını net bir şekilde olumlu karşılıyor. Yabancı özel GARAN, QNBTR tarafında da güçlü seyir sürüyor. Önümüzdeki dönemde özellikle YKBNK'ın hedeflerini tutturacağını değerlendiriyoruz. ISCTR ve AKBNK ise hedeflerinin birçoğunu tutturamasa da görece yaklaşacağını belirtmek isteriz.

Halkbank'ta güçlü hedef fiyat vermemizde gözle görülür şekilde destekleyen kamu istatistikleri Haziran ayındaki geçici paranın kaldığı yerden güçlü devam ediyor. VAKBN özelinde de görüşümüz olumlu seyrediyor.

Yabancı para fonlamasından bahsettiğimiz ve bugün yayınladığımız (Bknz. XBANK Fonlama Güncelleme Bilgi Notu) çerçevede sektör %18'lerde yabancı para fonlanırken HALKB yalnızca %3,5 olmasıyla kamu bankacılığı görece düşük fonlamayla bu sonuçları elde ediyorlar. Önümüzdeki dönemde koşulların iyileşmesiyle sektöre yakınsama olduğunda kontrolsüz finansallar elde edinimi söz konusu olacaktır.

Kalkınma ve yatırım bankacılığı makroekonomik koşul var olsun olmasın dolar fonlaması gücüyle yararlanmayı sürdürüyor. Bu doğrultuda TSKB özelinde olumlu duruşumuzu sürdürmekle birlikte halka arzların başlamasıyla birlikte daha güçlü komisyon gelirleri ışığında finansallara güçlü sonuçlar elde etmeyi sürdüreceğiz.

Katılım bankacılığında fonlama koşulları son olarak zor bir Temmuz ayı tamamlamamıza rağmen yatay karlılık sürdü. Ağustos ayı itibarıyla kira sertifikaları ihraçlarıyla yeniden –hatta 28 Ağustos'ta- fonlamalar hızlandı. Önümüzdeki dönem iyimser olmayı sürdürecektir. Hatırlatmak gerekirse 1.çeyrekte sağlanan karşılık iptali ile bu senenin yıllık karı gözle görülür şekilde ortaya çıkmış oldu diyebiliriz.

Tablo-4: Bankacılık Araştırma Kapsamımız (seviye, TL)

KOD	Şirket Adı	Güncel Tavsiye	Hedef Fiyat
HALKB	T. Halk Bankası	AL	50,96
TSKB	T.S.K.B.	AL	20,14
ALBRK	Albaraka Türk	AL	11,97
GARAN	Garanti Bankası	AL	206,23
AKBNK	Akbank	TUT	85,37
VAKBN	Vakıflar Bankası	AL	36,77
ISCTR	İş Bankası (C)	TUT	18,65
YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.	AL	41,54

Son BDDK verisi itibariyle:

- AKBNK özelinde geleceğe yönelik (2026 ve sonrası) tahminlerde bir miktar iyileştirme yapmamız nedeniyle hedef fiyatımız 84,43 TL'den 85,37 TL'ye yükselttik. TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.
- YKBNK özelinde ise konservatif yapısıyla beklentilere ulaşacağını vurgulayarak önünün güçlü şekilde açık kalmaya devam ettiğini görerek özellikle geleceğe yönelik tahminlerde (2027 ve sonrası) bir miktar iyileştirme yaparak 39,51 TL'den 41,54 TL'ye yükselttik. AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Konservatif yapısıyla potansiyelinin geleceğe yönelik daha açık olduğunu değerlendiriyoruz.
- ISCTR özelinde net faiz marjı genişlemesi için daha erken olması nedeniyle bir miktar daha bekleme ve veri takip etme taraftarı olduk.
- HALKB ve VAKBN özelinde tahminlerimize paralel seyir nedeniyle revize yapmadık.
- ALBRK özelinde yılı tamamlayıcı net kar varlığı nedeniyle endişemiz bulunmadığından beklentimizi sürdürüyoruz.
- GARAN özelinde tahminlerimize paralel seyir nedeniyle beklentimizi sürdürüyoruz.
- TSKB özelinde özellikle fonksiyonel çalışmaları takip etmek ve iletişimleri yinelemeyi beklemeyi amaçlayarak beklentilerimizi sürdürüyoruz.

Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı olarak aktif verileri düzenli paylaşılan ve iletişimde olduğumuz şirketlerde finansalları beklemeyerek hızlı güncelleme aksiyonları almayı sürdüreceğiz.

Veriyi katılım bankacılığı için sınırlı olumsuz kamu bankaları için nötr, özel bankacılık ve yatırım bankacılığı için olumlu değerlendiriyoruz.

OTOMOTİV SEKTÖRÜ

Hafif ticari ve binek araç pazarında 1Q24'e göre 1Q25'de %6.5 daralmanın ardından 2Q25 verilerine baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %17.2'lik artış takip etmiştik. 3Q25 özelinde baktığımızda ise(Temmuz-Ağustos) hafif ticari ve binek araç satışlarının %13.6 artış gösterdiğini görürken veriyi pozitif değerlendirmekteyiz.

Kümülatif olarak baktığımızda 2025 Ocak- Ağustos ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %7.2lik artış meydana gelmiştir ve toplam 816.747 adede ulaşılmıştır. Ağustos ayına kadar görece yüksek faiz ortamı ve talep yönlü sorunlara rağmen sektörel performansı pozitif değerlendirmekteyiz. Segment bazlı baktığımızda ise yılın ilk yarısında hafif ticari grubu ön plana çıkarken Ağustos itibariyle kümüle olarak baktığımızda binek araç segmentinde kademeli bir toparlanma görmekteyiz. 2025 Ocak-Ağustos döneminde hafif ticari araç satışları %4 artış gösterirken binek araç segmentinde artış %7.9 olarak gerçekleşmiştir.

Motor tipi bazında baktığımızda elektrikli araç dönüşümünün hız kesmeden devam ettiğini görmekteyiz. 2024 Ocak- Ağustos döneminde elektrikli araç payı %8.4 olarak gerçekleşirken Ağustos verisiyle beraber bakınca 2025 Ocak-Ağustos dönemi elektrikli araç payı %21.3 olarak değişmiştir. Şirket bazlı verilere baktığımızda ise ;

Özetlemek gerekirse 2025 kümüle vergi düzenlemeleriyle beraber talepte canlanmanın etkisini beraber geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre net bir şekilde görürken Ağustos bazlı baktığımızda Temmuz'un yüksek baz etkisi ve görece zayıf bir ay olması sebebiyle Ağustos ayı performansını sınırlı negatif değerlendirmekteyiz.

Şirket bazlı bakacak olursak FROTO için iç piyasaya paralel güçlü ihracat sürse de Ağustos ayında geri çekilme görmekteyiz. DOAS ve TOASO için verileri ve 3Q25'i(Temmuz-Ağustos) pozitif değerlendirmekteyiz. Araç fiyatlandırması ve yoğun rekabetle beraber sektörde Çin etkisini giderek hissederken yılın ikinci yarısında faiz indirim döngüsünün de getirmiş olduğu talep yönlü canlanma etkisiyle beraber araç satışları anlamında pozitif seyrin devamını beklerken kar marjlarında da hafif toparlanma beklemekteyiz.

Tablo-5: ODMD İstatistikleri (seviye, adet)

YIL	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	TOPLAM
2010	20,095	31,172	51,769	54,946	59,377	60,896	61,345	61,764	63,814	73,404	73,962	148,369	760,913
2011	44,892	58,663	78,403	77,695	80,646	81,573	63,044	58,406	60,129	69,421	63,657	127,910	864,439
2012	29,545	41,324	64,884	62,949	70,863	71,067	62,304	58,148	69,629	59,938	71,710	115,400	777,761
2013	35,523	48,307	68,774	73,575	81,468	74,096	71,596	65,043	67,963	58,014	79,301	129,718	853,378
2014	32,670	35,021	47,581	53,305	58,121	60,163	59,907	60,199	66,531	66,573	80,621	146,989	767,681
2015	34,615	55,331	83,302	91,602	81,542	86,158	83,836	82,577	64,025	64,255	84,601	156,173	968,017
2016	32,713	52,825	82,948	84,887	93,904	91,540	58,533	71,556	67,593	83,000	122,309	141,912	983,720
2017	35,323	46,965	73,802	75,988	85,422	83,658	82,297	72,536	71,352	91,752	100,859	136,240	956,194
2018	35,076	47,009	76,345	71,126	72,755	51,037	52,734	34,346	23,028	21,571	58,204	77,706	620,937
2019	14,373	24,875	49,221	30,971	33,016	42,688	17,927	26,246	41,992	49,075	58,176	90,500	479,060
2020	27,273	47,122	50,008	26,457	32,235	70,973	87,401	61,533	90,619	94,733	80,141	104,293	772,788
2021	43,728	58,504	96,428	61,488	54,734	79,819	47,849	58,454	57,141	56,746	60,216	62,243	737,350
2022	38,131	49,652	64,267	60,035	65,167	80,652	52,206	48,336	62,084	65,222	82,311	115,220	783,283
2023	50,894	81,148	103,929	97,679	111,556	112,163	113,959	89,454	96,793	101,367	115,040	158,653	1,232,635
2024	79,701	105,990	109,828	75,919	100,305	106,238	94,037	90,134	87,740	97,274	121,094	170,249	1,238,509
2025	68,654	90,730	116,900	105,352	107,730	118,013	107,718	101,650					816,747
10Yıllık Ort.	39,183	56,942	79,008	67,615	73,064	80,493	69,078	63,517	66,237	72,500	88,295	121,319	877,249
OTOMOTİV VE HAFİF TİCARİ ARAÇ PAZARI													
YIL	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	TOPLAM
2024	15,660	23,713	22,757	14,471	20,045	18,380	20,641	20,846	18,106	21,612	26,499	35,438	258,168
2025	12,710	14,709	25,072	19,941	22,607	24,910	23,523	19,435					
10Yıllık Ort.	9,297	13,695	17,767	14,819	15,614	16,009	15,361	15,326	14,962	16,344	20,223	28,716	198,133
HAFİF TİCARİ ARAÇ PAZARI													
YIL	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	TOPLAM
2024	64,041	82,277	87,071	61,448	80,260	87,858	73,396	69,288	69,634	75,662	94,595	134,811	980,341
2025	55,944	76,021	91,828	85,411	85,123	93,103	84,195	82,215					
10Yıllık Ort.	29,886	43,247	61,241	52,796	57,450	64,483	53,717	48,192	51,274	56,156	68,072	92,603	679,117
OTOMOTİV													

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Faiz indirim döngüsü henüz fiyatlanmadı. 24 Temmuz'dan itibaren başlanılan faiz indirim döngüsünün henüz doğrudan fiyatlanmadığını rahatlıkla beyan etmek isteriz. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları özelinde kapsamımızda şirketlerin beklenenin aksine iskontoları reel pozitif kalmayı sürdürdü.

GYO'lar artık yalnız değil. Son 2-3 senedir iyice gündem olan gayrimenkul yatırım fonlarının yanı sıra proje gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul sertifikaları ve benzeri ürünler gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve yatırımcıların desteklenmesini sağlayacak.

Zorlu koşullara rağmen istatistiklerde haberler iyi geliyor. Makroekonomik sınırlamalara rağmen konut satış istatistiklerinde büyüme takip etmeyi sürdürüyoruz. Bu durum sektörün lehine olmakla birlikte geleceğe yönelik iyimser ortam taşıyor.

Önceliğimiz geliştirme grubu olacak. Kademeli şekilde diğer gruplara da yönelmeye başlayacağız. Bu dönemde özellikle geliştirmede aktif rol alan, geliştirme grubuna yeni girip güçlenmeye hazırlanan şirketleri listelerimize dahil etmemiz önem arz ediyor. İlaveten doluluk oranlarında iyimser AVM, turizm ve stok kira şirketlerini de ön planda tutmaya başlıyor olacağız. Portföy nezdinde de kademeli iyimser hale gelmeyi bekliyoruz.

Araştırma departmanı olarak kapsamımızı olduğunca geniş tutuyoruz. Her hafta Salı günleri yayınladığımız GYO bülteninde aktif olarak 29 tane gayrimenkul yatırım/yatırım ortaklığı şirketini takip ediyor ve sizlerle paylaşıyoruz.

Bu raporda özellikle son dönemde ön planda tuttuğumuz AVPGY, EKGYO, ISGYO, MRGYO, RGYAS, TRGYO ve SNGYO özelinde al tavsiyesini ve hedef fiyatlarımızı sürdürüyoruz. ALGYO, OZKGY ve RYGYO özelinde al tavsiyesi başlatıyoruz. Gelecek dönemde olumlu finansallar ve yumuşak iniş koşul seyirleriyle birlikte hedef fiyat verdiğimiz şirket sayısını takip kabiliyetimiz sayesinde genişletmeyi planlamaktayız.

Konut satış ve fiyat endeksi verileri güncellendikçe bizde GMYO setimizi güncellemeyi sürdüreceğiz.

Son veri doğrultusunda gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörünün iskontosu olarak takip edilmektedir.

Tablo-6: GMYO Şirket Tavsiyelerimiz (seviye, TL)

Devam Ettirilen Tavsiyeler		
KOD	HEDEF FİYAT	TAVSİYE
AVPGY	93,31	AL
EKGYO	26,89	AL
ISGYO	24,26	AL
MRGYO	4,2	AL
RGYAS	200,44	AL
TRGYO	95,08	AL
SNGYO	6,2	AL
Yeni Tavsiyeler		
KOD	HEDEF FİYAT	TAVSİYE
ALGYO	28,67	AL
OZKGY	18,02	AL
RYGYO	26,15	AL



Tablo-7: GYO Nad İstatistikleri (seviye, tahmini NAD'a göre iskontolanmış, mln TL)

Şirket Adı	KOD	Güncel NAD	Tahmini NAD	İskonto	KAFİF
Vakıf GMYO	VKGYO	52.028	58.531	-85,26%	HAYIR
Martı GMYO	MRGYO	10.244	21.003	-81,72%	HAYIR
Halk GMYO	HLGYO	65.270	70.492	-79,12%	HAYIR
Sinpaş GMYO*	SNGYO	68.174	81.809	-76,68%	EVET
Özak GMYO	OZKGY	58.793	76.725	-74,61%	HAYIR
Akfen GMYO	AKFGY	24.985	32.605	-67,35%	HAYIR
Emlak Konut GMYO	EKGYO	167.100	233.940	-67,22%	HAYIR
Özderici GMYO	OZGYO	5.317	7.019	-66,20%	HAYIR
Rönesans GMY	RGYAS	113.693	148.370	-65,76%	HAYIR
Edip GMY	EDIP	6.151	7.074	-65,56%	EVET
Alarko GMYO	ALGYO	16.078	18.008	-65,40%	HAYIR
İş GMYO	ISGYO	52.083	55.208	-65,09%	HAYIR
Torunlar GMYO	TRGYO	162.717	214.787	-65,04%	HAYIR
Kızılbük GMYO	KZBGY	24.885	43.113	-59,53%	EVET
Servet GMYO*	SRVGY	20.707	27.333	-57,91%	EVET
Akiş GMYO	AKSGY	37.603	42.585	-56,50%	HAYIR
Deniz GMYO	DGZYO	4.685	6.184	-51,23%	HAYIR
Pasifik GMYO	PSGYO	27.276	36.004	-49,88%	HAYIR
Reysaş GMYO	RYGYO	63.804	83.265	-48,74%	HAYIR
Mistral GMYO	MSGYO	4.385	5.788	-48,70%	HAYIR
Avrupakent GMYO	AVPGY	37.854	43.532	-41,42%	EVET
Körfez GMYO	KRGYO	1.472	1.750	-35,51%	EVET
Sur T.E. GMYO	SURGY	8.604	11.358	-29,18%	HAYIR
Batı Ege GMYO	BEGYO	5.369	7.087	-22,49%	EVET
Panora GMYO	PAGYO	12.478	16.471	16,04%	HAYIR
Yeni Gimat GMYO	YGGYO	16.458	21.478	18,15%	HAYIR
Ahes GMYO	AHSGY	5.455	7.119	33,07%	EVET
Ziraat GMYO	ZRGYO	67.710	76.682	45,31%	HAYIR

-% iskonto +% primli olduğunu ifade eder

*: Sinpaş GMYO ve Servet GMYO solo üzerinden iskontolanmıştır

HOLDİNG SEKTÖRÜ

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

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

Holdingler özelinde iskonto olarak takip edilmektedir.

Tablo-8: Holding NAD İstatistikleri (seviye, mln TL, tahmini NAD'a göre iskonolanmış)

Şirket Adı	Kod	Güncel NAD	Tahmini NAD	İskonto	KAFİF
GSD Holding	GSDHO	26.110	30.549	-83,96%	HAYIR
AG Holding	AGHOL	249.609	292.043	-76,87%	HAYIR
Net Holding	NTHOL	87.927	99.578	-76,09%	HAYIR
Sabancı Holding	SAHOL	525.346	614.655	-68,34%	HAYIR
Doğan Holding	DOHOL	98.522	115.271	-60,20%	HAYIR
Bilici Yatırım	BLCYT	4.307	4.953	-53,07%	HAYIR
Global Yatırım Holding	GLYHO	30.998	36.268	-52,20%	HAYIR
Koç Holding	KCHOL	741.054	867.034	-47,41%	HAYIR
Eczacıbaşı Yat. Holding	ECZYT	37.711	44.121	-45,62%	HAYIR
Alarko Holding	ALARK	56.293	63.752	-45,15%	HAYIR
Turcas Holding	TRCAS	11.887	15.512	-38,21%	HAYIR
Ostim Endüstriyel Yat.	OSTIM	2.487	3.245	-34,18%	EVET

-% iskonto +% primli olduğunu ifade eder

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

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

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

SİGORTACILIK VE EMEKLİLİK

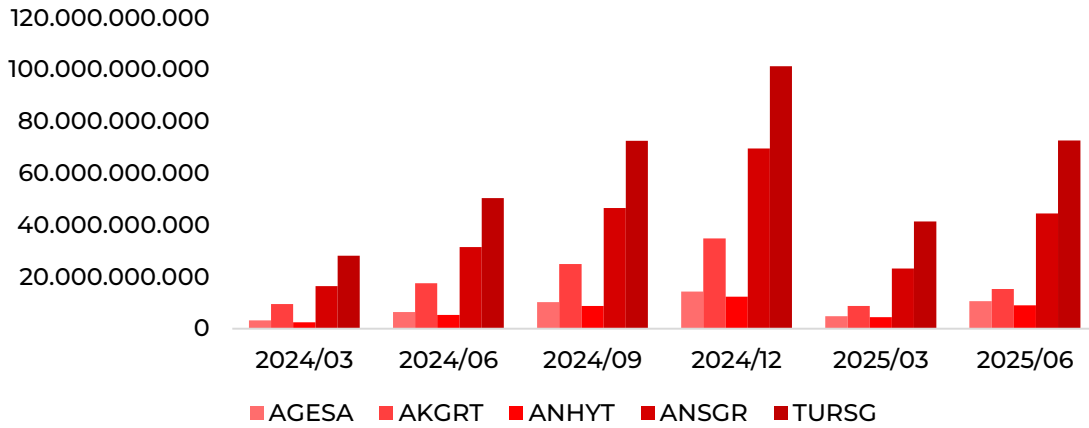
Sigortacılık özelinde makroekonomik koşullar sektörü desteklemeyi beklentilerin aksine sürdürmeye devam ediyor. Büyümeye devam eden prim üretimleri varlığı ve bunun ışığında güçlenen fon büyüklükleri doğal olarak gelecek dönemde de karlılıkların sürmeye devam edeceğini gösteriyor.

Prim üretimlerinde özellikle yıl boyunca bakacağımız unsur TÜFE üstünde prim üretimlerinin artıp artmayacağı olacaktır. Eğer TÜFE üzerinde prim üretimleri büyümeye devam ediyorsa doğal olarak güçlü karlılıkları görmek kaçınılmaz olacağını beyan edelim. İlk 8 ay sektör özelinde başarılı geçti ancak konsolidasyonlara açık bir yapı var. SEDDK, sermaye yeterliliği oranında yeterli seviyede kalamayan şirketlerin faaliyetlerini dondurmaya devam ediyor. Bu özellikle agresif büyümeye çalışan sektör için küçük pazar payına sahip şirketlerde görüleceği için buradaki müşteriler pazarda önemli yer edinmiş şirketlere yönelebilirler.

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

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

Grafik-45: Prim Üretimleri (çeyreklik, seviye, TL)



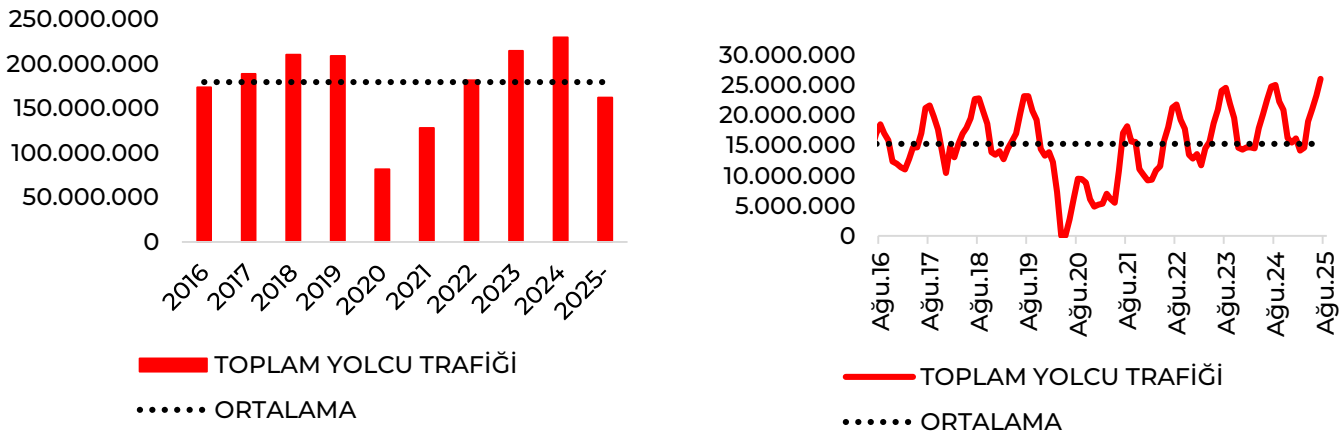
Tablo-9: Sigorta Sektörü Tavsiyelerimiz (seviye, TL)

KOD	Şirket Adı	Güncel Tavsiye	Hedef Fiyat
ANHYT	Anadolu Hayat Emek.	AL	181,78
TURSG	Türkiye Sigorta	AL	15,93
ANSGR	Anadolu Sigorta	AL	36,02
AGESA	AGESA Hayat Emeklilik	AL	237,83
AKGRT	Aksigorta	AL	8,71

HAVACILIK SEKTÖRÜ

Havacılık verilerine baktığımızda toplam yolcu trafiğinin 2025 Ocak-Ağustos'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %4.8 artış gösterdiğini görmekteyiz. 3Q25(Temmuz-Ağustos) döneminde ise toplam trafiğin %7.5 ile güçlü artış sağladığını görmekteyiz. Yolcu trafiğinin detaylarında ise küresele paralel iç hatlar trafiğinde zayıf eğilim sürerken dış hatlar trafiğinde güçlü yükseliş momentumunun devamını görmekteyiz. İç hatlar trafiğinde zayıf seyre rağmen 3Q itibariyle iç hatlar tarafında toparlanmayı ise pozitif değerlendirmekteyiz. Önümüzdeki dönemde Antalya havalimanının da etkisiyle beraber toparlanmanın hız kazanarak artmasını beklemekteyiz. Sektörün geneline baktığımızda ise küresele paralel izlenen seyrin devamını izlerken 1Q ve 2Q özelinde etkisi yüksek personel giderlerinin etkisinin 3Q özelinde azalmasını beklemekteyiz , yakıt giderlerinde ise sınırlı süreli artışın negatif etkilerini şirketler üzerinde görmeyi beklememekteyiz.

Grafik-46-47: Toplam Yolcu Trafiği (yıllık, aylık, seviye)



2025 Ağustos ve 3Q25 özelinde şirket Bazlı verilere bakacak olursak ;

THYAO: Ağustos ayında toplam yolcu sayısında %11.9 artış görürken , kargo segmentinde %10.5 artış görmekteyiz. AKK ise %8.2 artış göstermiştir. İç hatlar yolcu sayısı %14.5 artış gösterirken dış hatlar trafiği %10.5 artış gösterdi. Özetle 3Q25 ve Ağustos ayının şirket için güçlü geçtiğini görmekteyiz. Yılın ilk yarısında görece zayıf geçen iç hatlar trafik verilerinde Temmuz ve Ağustos dönemindeki artışı pozitif değerlendirmekteyiz.

PGSUS: Ağustos ayında toplam yolcu sayısında %17 artış görürken iç hatlar da dış hatlar da %17 artış gösterdi. AKK ise toplam yolcu sayısındaki artışa paralel %17 artış gösterdi. 2025 Ağustos özelinde yolcu doluluk oranı 0.8pt artış göstererek %90.9 olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Özetle 3Q25 ve Ağustos ayının hem şirket hem de havacılık sektörü üzerinde güçlü geçtiğini söyleyebiliriz. 2Q25 sonrasında şirket nezdinde aşağı yönlü revizyon görsek de geri çekilmelerin orta-uzun vade için alım fırsatı olduğunu düşünmekteyiz.

TAVHL: Ağustos ayında toplam yolcu trafiği %8 artış gösterirken iç hatlar %5 dış hatlar ise %16'lık büyümeyle en iyi aylık performansı gösterdiğini görmekteyiz.3Q25 için(Temmuz-Ağustos) toplam yolcu trafiği geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %5 artış gösterdiğini görmekteyiz. Amiral havalimanı olan Antalya havalimanında aylık büyüme %4 olarak gerçekleşirken kapasite artışının etkilerini yavaş yavaş görsek de net etkiyi önümüzdeki dönemde göreceğimizi düşünmekteyiz. Sonuç olarak operasyonel anlamda güçlü seyrin devam ettiğini görmekteyiz

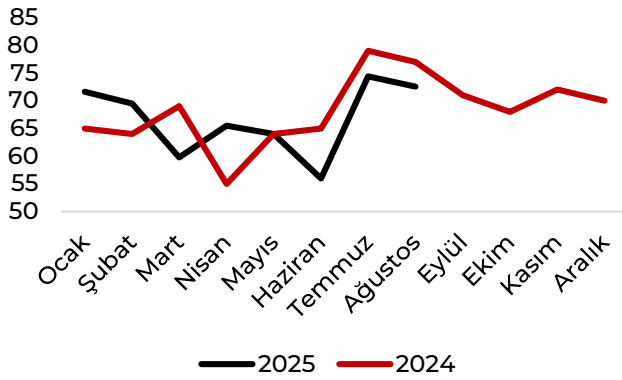
ENERJİ

Elektrik tüketim verilerine baktığımızda 2025 Ağustos ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %1.7'lik artış gösterirken Ocak-Ağustos döneminde ise %2.1'lik artış gösterdiğini ve tüketimin nüfusa , talebe ve teknolojiye paralel artış gösterdiğini görmekteyiz. 3Q25 özelinde ise enerji tüketiminin %1.5 artış göstermesini pozitif değerlendirmekteyiz.

Bütün bu koşullar altında tüketimdeki artış sürerken YEKDEM hariç gerçekleşen elektrik fiyatlarına baktığımızda ise 2025 Ağustos ayında 72.53\$/MWh ile %5.8 azalma gösterdiğini görmekteyiz. 3Q25 özelinde ise fiyatlar Ağustos ayına paralel %5.8 daralma göstermesini sınırlı negatif yorumlamaktayız. PTF için hem üretici hem de dağıtıcı tarafın ortak görüşü yılın ikinci yarısında PTF Tavan fiyatına gelmesi beklenen zam olduğunu söylemekteyiz. Bu bir istek olup henüz bir spekülasyon olarak kalırken bu durumun gerçekleşmesi durumunda şirketler üzerindeki pozitif etkilerini görmeyi beklemekteyiz.

Grafik-48: PTF (seviye, \$)

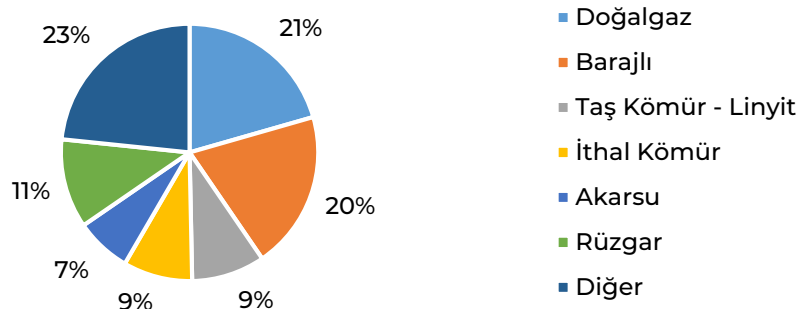
Tablo-10: Elektrik Tüketimi (seviye, MWh)



Toplam Elektrik Tüketimi MWh	2024	2025 %
OCAK	28,921,742	28,842,003 -0.3%
ŞUBAT	26,498,920	27,854,173 5.1%
MART	27,557,761	27,743,332 0.7%
NİSAN	24,062,283	25,673,349 6.7%
MAYIS	27,588,201	27,089,229 -1.8%
HAZİRAN	27,376,996	28,502,827 4.1%
TEMMUZ	34,105,892	34,584,916 1.4%
AĞUSTOS	33,802,134	34,366,049 1.7%
1Q25	82,978,423	84,439,508 1.8%
2Q25	79,027,480	81,265,405 2.8%
3Q25 - DEVAM	67,908,026	68,950,965 1.5%
OCAK- AĞUSTOS	229,913,929	234,655,878 2.1%

Türkiye'nin kurulu gücüne baktığımızda 1Q25 döneminde 117.885 MW olurken 2Q25 verilerine baktığımızda 119.377 MW olarak gerçekleştiğini ve %1.2'lik artış meydana geldiğini görmekteyiz. 2025 Ağustos ayı itibariyle 120.175MW kurulu güce ulaşırken artış sınırlı olarak gerçekleşmiştir. Kurulu güç artışının dağılımlarına baktığımız zaman ağırlığın yeniden yenilenebilir enerjide olduğunu görmekteyiz. Artışın en önemli katalizörünü ise 230MW ve %1.7 artış ile rüzgar santrallerinden geldiğini görmekteyiz.

Grafik-49: Kurulu Güç Dağılımı (seviye, %)



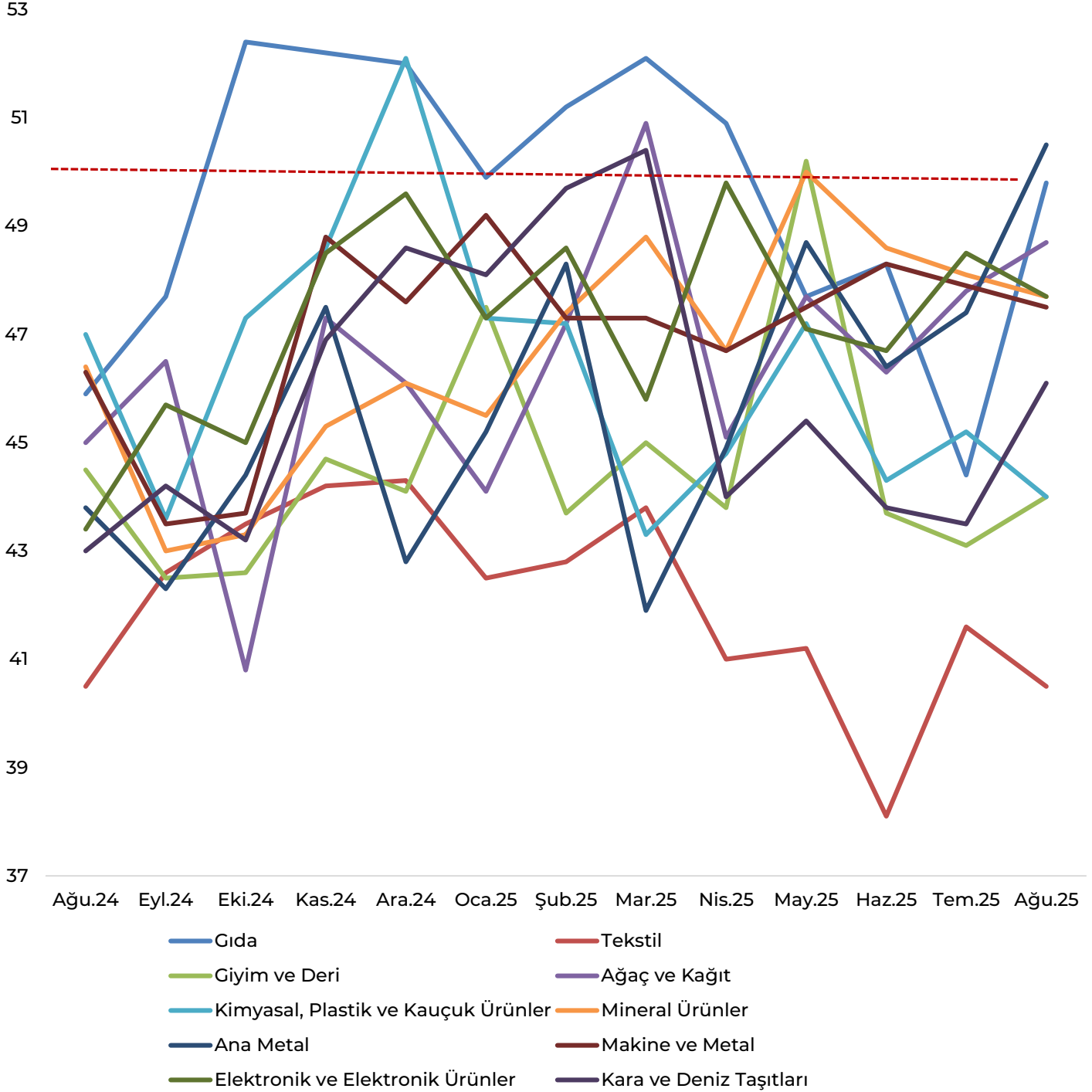
Şirket bazlı takip ettiğimiz 2025 Ağustos üretim verilerine baktığımızda dikkatimizi çekenler ise ;

- AKSEN 2025 Ağustos üretim verilerinde(523.110 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %1 azalış görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %10 azalış görmekteyiz.
- AKENR 2025 Ağustos üretim verilerinde(228.101 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %48.7 azalma görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %44.7 azalma görmekteyiz.
- CANTE 2025 Ağustos üretim verilerinde(159.485 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %19 azalış görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %10 azalış görmekteyiz
- AYEN 2025 Ağustos üretim verilerinde(36.426 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %37 azalış görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %40 azalış görmekteyiz.
- TATEN 2025 Ağustos üretim verilerinde(87.928 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %23 artış görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %50 artış görmekteyiz.
- CATES 2025 Ağustos üretim verilerinde (210.270 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %5 artış görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %31 artış görmekteyiz.
- ALARK 2025 Ağustos üretim verilerinde(954.242 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %1 azalış görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %3 azalış görmekteyiz.
- BIOEN 2025 Ağustos üretim verilerinde (45.529 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %1.1 azalış görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %6.4 azalış görmekteyiz.
- AYDEM 2025 Ağustos üretim verilerinde(183.076 MWh) ise 2024 Ağustos'a göre %24 artış görürken 2023 Ağustos ayına göre baktığımızda %2 azalış görmekteyiz.

SANAYİ

Genel İmalat PMI 2025 Temmuz ayına kadar ana eğilimi aşağı yönlü olsa da Temmuz itibariyle kademeli toparlanma gösterdiğini görmekteyiz. Ağustos ayına baktığımızda 140bp artış ile 47.3 olarak gerçekleştiğini izlerken en büyük toparlanmanın Gıda ve Ana Metal grubunda olduğunu görmekteyiz.

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



GIDA sektöründe kötü geçen Temmuz ayı ve dezenflasyonist sürecin yansımalarını takip ederken Ağustos ayında PMI verilerinde 5.4pt artış ile 49.8 seviyesine geldiğini izledik. Veriyi sektör açısından pozitif yorumlasak da yılın geri kalanında dezenflasyonist sürecin etkileriyle beraber yükseliş hızında yavaşlama beklemekteyiz. Bütün bu senaryolara rağmen defansif yapısı sonucu sektörü beğendiğimizi de belirtmek isteriz.

ANA METAL SANAYİ ise 2Q bilançolarında hafif de olsa toparlanma görmüştük , bunun devamını da PMI verilerine baktığımızda 3.1pt artış ile izlemekteyiz. Çin odaklı ilerleyen sektörde çelik ve cevher fiyatlarında haber akışı kaynaklı fiyatlamalar izlerken sektörel toparlanmaya yönelik bir sinyalin henüz oluşmadığını izlemekteyiz fakat iç tarafta faiz indirimlerinin getireceği sektörel canlanma etkisiyle küresel bazlı nötr sürece göre yılın ikinci yarısında karlılıkta toparlanma beklemekteyiz.

KİMYASAL, PLASTİK VE KAÇUK ÜRÜNLER Nisan ayından bu yana daralmasını sürdürdüğünü görmekteyiz. Çoğu sektörde olduğu gibi bu sektörde de Çin odaklı fiyatlamaları takip etmekteyiz. Yoğun rekabet , arz fazlası ve buna karşın talebin yeteri kadar olmaması sonucu net toparlanmayı görmemekteyiz. Faiz indiriminin getireceği pozitiflikten tüm sektörler gibi yararlanmasını beklerken sektör için henüz sinyal görmediğimizi ve yumuşak iniş koşullarında normalleşmenin sürdüğünü görmekteyiz.

ELEKTRİK VE ELEKTRONİK sektöründe dalgalı seyrin devamını görsek de dezenflasyonist süreç ve faiz indirim döngüsü sonucu oluşacak toparlanmada hızlı hareket edeceğini düşünmekteyiz. Bunu temelini ise artan teknoloji kullanımı ve birikmiş talebe bağlamaktayız. Sektör içerisinde INDES 13.53 TL ve TKNSA 45.14 TL hedef fiyat ile takibimizi sürdürmekteyiz.

MODEL PORTFÖY

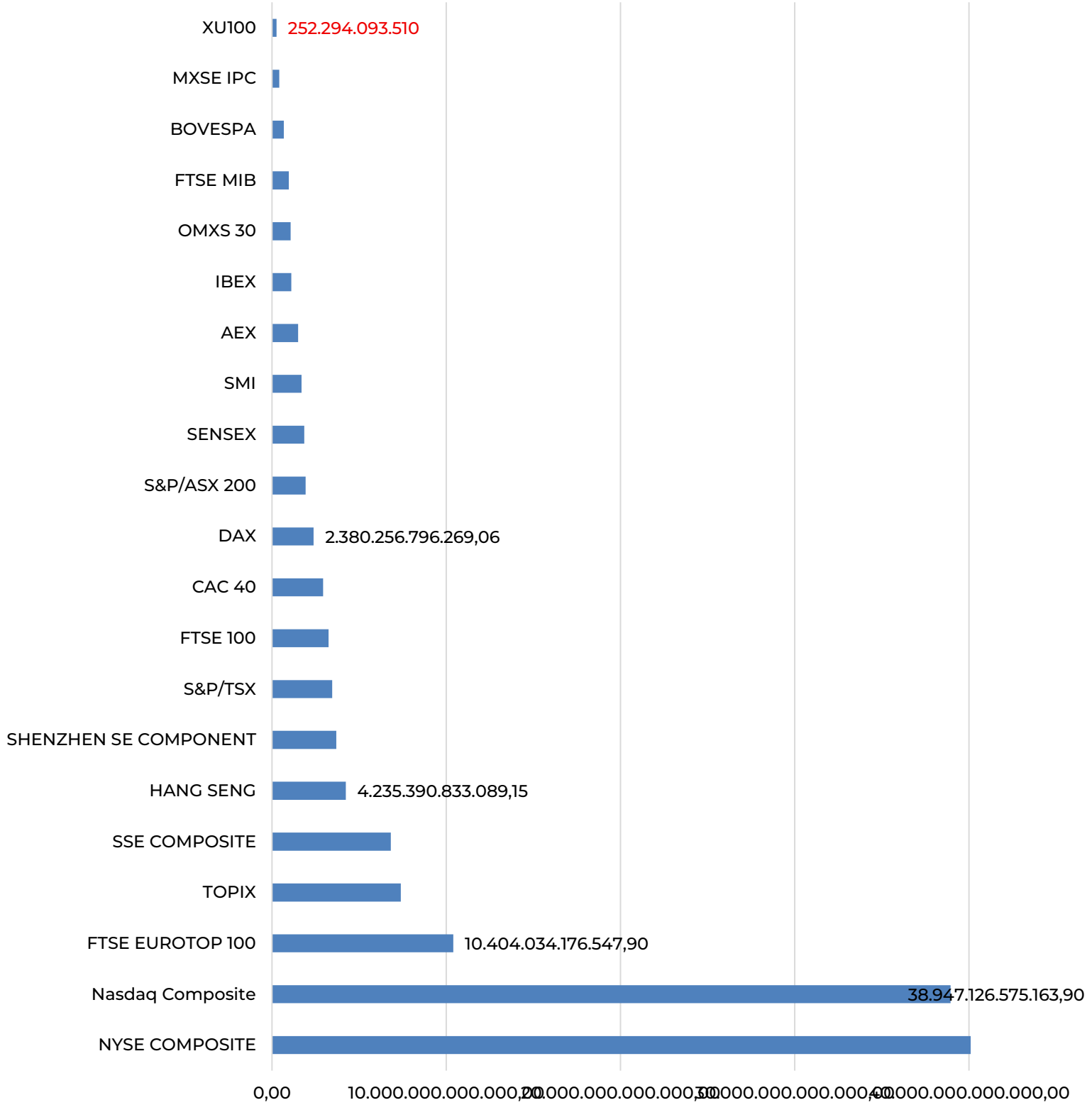
Tablo-11: Model Portföy

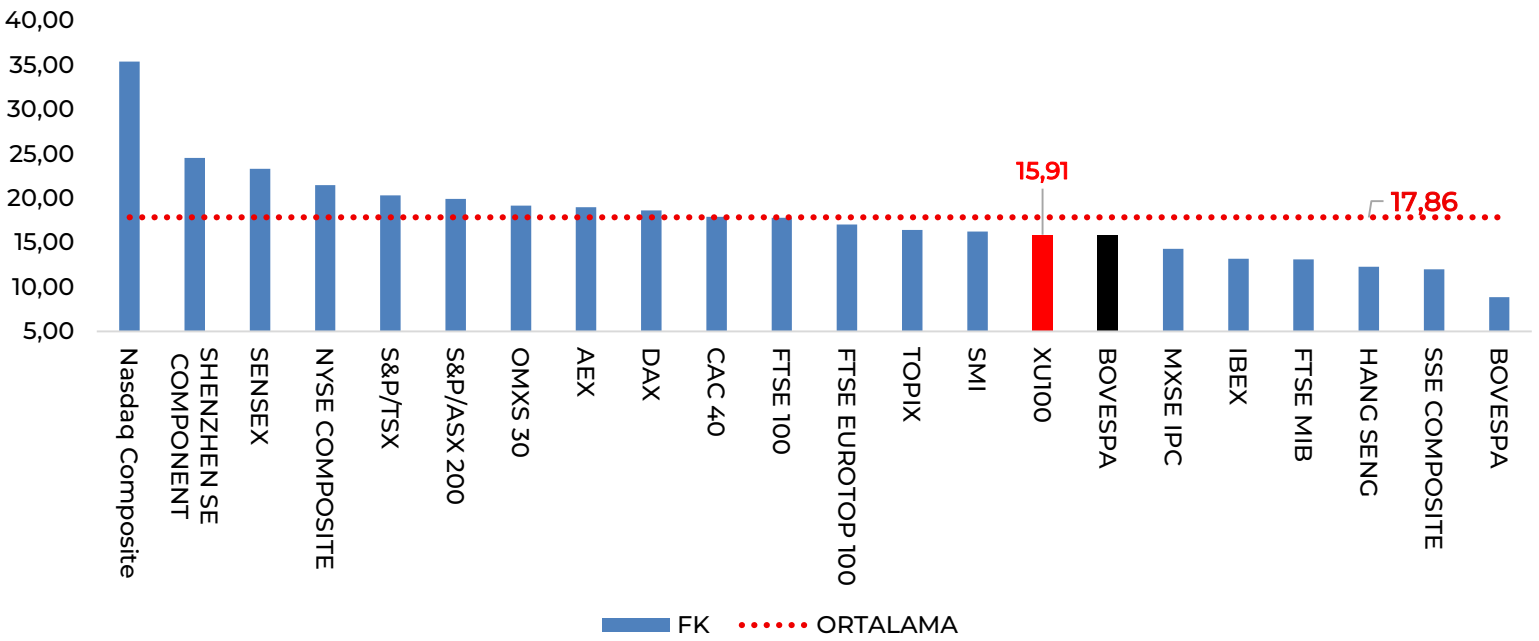
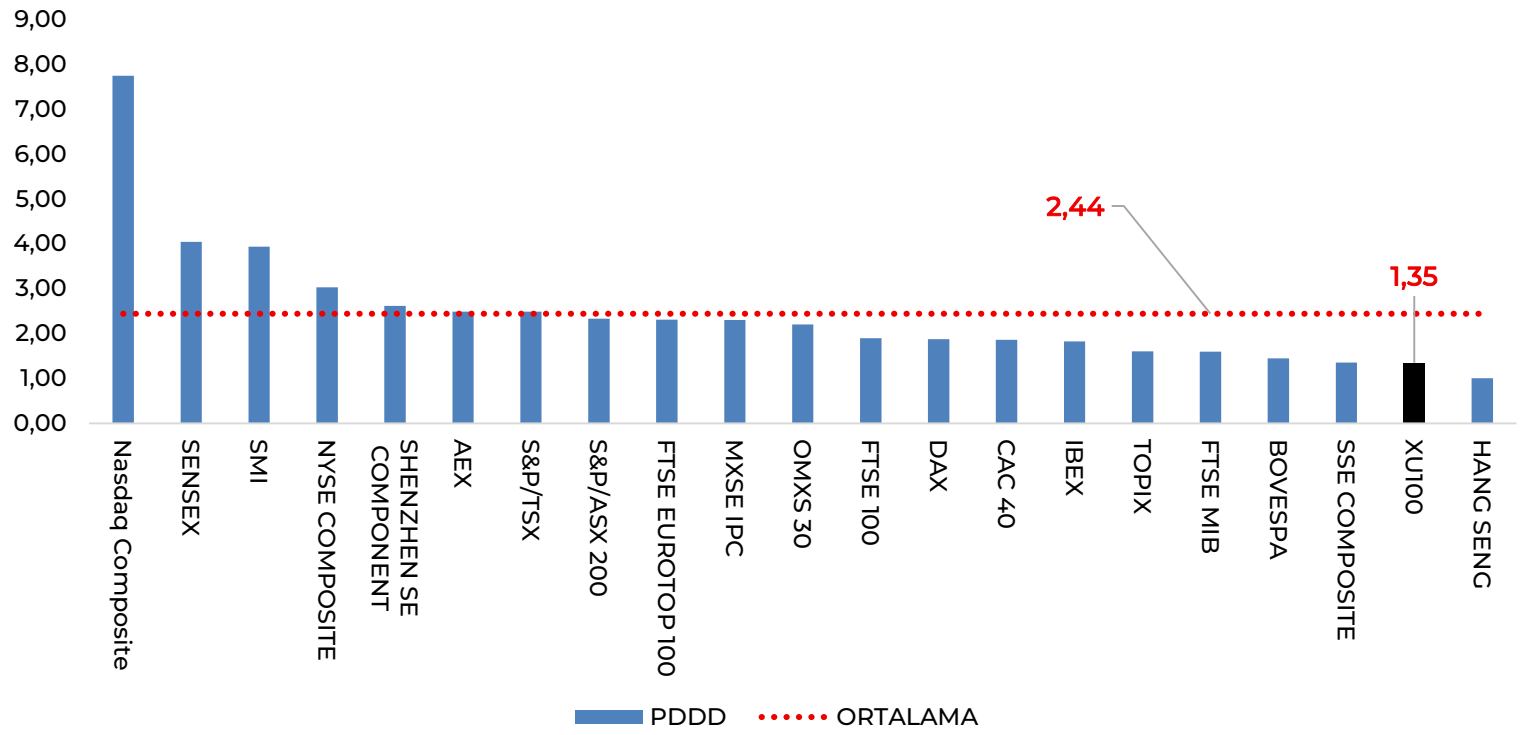
Şirket Kodu	Şirket Adı	Portföye Giriş Tarihi	Portföy Giriş Fiyatı	Son Fiyat	Hedef Fiyat	Potansiyel	Ağırlık
AKSEN	Aksa Enerji	11.06.2025	34,02	39,22	64,3	63,95%	12%
ALBRK	Albaraka Türk	11.06.2025	7,35	8,60	11,97	39,19%	9%
ARMGD	Armada Gıda İndeks	11.06.2025	35,76	33,84	59,88	76,95%	11%
INDES	Bilgisayar	11.06.2025	6,45	8,16	13,53	65,81%	8%
MAVI	Mavi Giyim	11.06.2025	32,70	42,02	69,2	64,68%	11%
MGROS	Migros Ticaret	11.06.2025	498,00	449,50	761	69,30%	13%
THYAO	Türk Hava Yolları	11.06.2025	291,00	327,00	498,5	52,45%	14%
TSKB	T.S.K.B.	11.06.2025	11,91	13,98	20,14	44,06%	11%
TURSC	Türkiye Sigorta	11.06.2025	8,17	9,41	15,93	69,29%	11%

ENDEKS KARŞILAŞTIRMALARI

Grafik-51-53: Endeks Karşılaştırmaları

USD BAZLI PİYASA DEĞERİ





YASAL UYARI

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

ARAŞTIRMA BİRİMİ**İletişim Bilgileri:**

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

ARAŞTIRMA KAPSAMIMIZ – HEDEF FİYATLI

Tablo-12: Araştırma Kapsamımız

KOD	Şirket Adı	Güncel Tavsiye	Hedef Fiyat	Potansiyel
ANHYT	Anadolu Hayat Emek.	AL	181,78	99,10%
HALKB	T. Halk Bankası	AL	50,96	97,37%
ARMGD	Armada Gıda	AL	59,88	75,09%
TURSG	Türkiye Sigorta	AL	15,93	73,91%
MAVI	Mavi Giyim	AL	69,2	71,63%
MGROS	Migros Ticaret	AL	761	71,01%
TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret	AL	45,14	68,43%
AKSEN	Aksa Enerji	AL	64,3	66,24%
INDES	İndeks Bilgisayar	AL	13,53	65,40%
ANSGR	Anadolu Sigorta	AL	36,02	63,43%
MACKO	Mackolik İnternet Hizmetleri	AL	64,21	62,23%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	498,5	55,05%
GLCVY	Gelecek Varlık Yönetimi	AL	103,88	52,65%
BORSK	Bor Şeker	AL	36,14	49,71%
AVPGY	Avrupakent GMYO	AL	93,31	46,37%
TSKB	T.S.K.B.	AL	20,14	45,21%
LOGO	Logo Yazılım	AL	252,88	44,92%
AGESA	AGESA Hayat Emeklilik	AL	237,83	42,50%
ALBRK	Albaraka Türk	AL	11,97	41,99%
GARAN	Garanti Bankası	AL	206,23	38,88%
OYAKC	Oyak Çimento	TUT	29,52	38,72%
ISMEN	İş Y. Men. Değ.	AL	63,17	38,35%
AKGRT	Aksigorta	AL	8,71	38,03%
OZKGY	Özak GMYO	AL	18,02	34,68%
VAKBN	Vakıflar Bankası	AL	36,77	34,20%
EKGYO	Emlak Konut GMYO	AL	26,89	33,25%
ALGYO	Alarko GMYO	AL	28,67	32,98%
RGYAS	Rönesans Gayrimenkul Yat.	AL	200,44	30,58%
SNGYO	Sinpaş GMYO	AL	6,2	29,98%
AKBNK	Akbank	TUT	85,37	26,76%
TRGYO	Torunlar GMYO	AL	95,08	26,60%
ISCTR	İş Bankası (C)	TUT	18,65	24,17%
RYGYO	Reysaş GMYO	AL	26,15	22,54%
YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.	AL	41,54	20,97%
ISGYO	İş GMYO	AL	24,26	20,70%
MRCYO	Martı GMYO	AL	4,2	19,32%