

Strateji Raporu 2025

27.01.2025

2025 Ekonomi Görünümü: Kara göründü: Küresel tema, tek kelimeyle "ayrışma" olarak özetlenebilir. 2025, ilk bakışta büyümenin devam edeceği, enflasyonun görece ılımlı seyredeceği ve faiz indirimlerinin süreceği bir yıl olarak nispeten olumlu bir resme işaret etse de, tablo yakından daha farklı görünüyor. Yıla dair yapılabilecek tüm analizler, Trump'ın izleyeceği politikalarda düğümlenmekte. 2023 yılı ortalarından itibaren izlenen rasyonel ve öngörülebilir politikalarla fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından doğru rotaya oturan Türkiye Ekonomisi için ise "Kara Göründü" şeklinde bir özet yapmak mümkün. Zira, limana ulaşmak için hâlen kayda değer bir mesafe var ve bu süreçte rüzgârın/akıntının yönünün kestirilmesi de oldukça zor. 1Y25'in daha zorlu, 2Y25'in ise kademeli bir toparlanmanın hissedilmeye başlandığı bir dönem olacağını düşünüyoruz. Türkiye için 2025 yılı temel makro tahminlerimiz %3,2 büyüme, %28,7 yıl sonu enflasyon, %29,50 yıl sonu politika faizi ve 43,68 yıl sonu USD/TL kuru olarak özetlenebilir.

2024 BİST değerlendirmesi: Borsa İstanbul hisseleri geçen yılın ilk yarısında pozitif eğilimini sürdürdü ancak ikinci yarıyıldaki kötü bir performans gösterdi ve 2024'ü %32 kazançla tamamladı. BIST100 Endeksinin performansı üst üste iki yıl enflasyon oranının gerisinde kaldı. Finans sektörü, para politikasındaki normalleşme sayesinde endeksten daha iyi performans göstermeye devam etti. Piyasadaki ayrışmanın bir diğer sebebi enflasyon muhasebesi uygulaması oldu. Enflasyon muhasebesi olmadan sonuçlarını açıklamasına izin verilen şirketlerin 2024 yılı medyan getirisi %68 olurken, enflasyon muhasebesi ile bilanço açıklayan şirketlerin medyan getirisi %19'da kaldı.

2025 BİST görünümü: Düşen faiz oranları tarihsel olarak hisse senedi piyasasında güçlü yükselişlere yol açmıştır. Enflasyondaki düşüşle birlikte, TCMB'nin faiz oranlarını düşürmeye devam edeceğini ve BIST100'ün 2025 sonuna kadar 15 bin seviyesine tırmanacağını tahmin ediyoruz. Kar beklentilerimiz 2025 için temkinli, ancak daha düşük finansman maliyetleri ve talep koşullarında beklenen toparlanma sayesinde 2026'ya doğru yeni bir kar büyüme döngüsü başlayabilir. Ayrıca faiz oranları düştükçe hisse senetlerinin değerlendirme çarpanlarının yukarı gidebileceğini düşünüyoruz. Yerli yatırımcıların son 1 yılda büyük hacimde sermaye soktuğu para piyasası fonlarından tekrar hisse yoğun fonlara geçmeye başlaması ve yabancı yatırımcılardan hisse senetlerine giriş potansiyelinin devam ediyor olması, fon akışı açısından da 2025 yılına olumlu bakmamızı sağlıyor. Son olarak jeopolitik gelişmelerin (Suriye ve Ukrayna'da barış ve Türkiye ile ABD arasındaki ilişkilerin iyileşme beklentisi) son yılların aksine Türkiye'de piyasaların risk iştahını destekleyici yönde olma potansiyelinin de altını çiziyoruz.

Bankalar: TL kredi ve mevduat vadeleri arasındaki yaklaşık 2-3 aylık fark nedeniyle, faiz indirimlerinden ilk yararlananlar sektörlerin başında bankalar olacaktır. 2025'te marjlarda yaklaşık 250 baz puan artış ve net karlarda %55 oranında büyüme tahmin ederken, özkaynak karlılıklarının ise enflasyonun biraz altında kalacağını tahmin ediyoruz.

Banka Dışı Şirketler: Yurt içi satış hacimlerinin 2024'ün 2. yarısından itibaren artacağını, küresel talep koşullarının 2024'e kıyasla iyileşeceğini bekliyoruz. Küresel görünümü olumlu etkileyebilecek iki büyük potansiyel katalizör görüyoruz: 1) Avrupa ekonomilerini ve endüstrilerini canlandırmayı amaçlayan Yeşil Mutabakat Endüstriyel Planı 2025 Şubat ayında duyurulacak. 2) Bazı tahminlere göre Çin'den gelebilecek yeni teşvik Çin'in GSYH'sinin %5'ine kadar çıkabilecek. Çin ve Avrupa'nın iyileşmesi, ihracatçı/sanayi şirketleri için kar görünümünü önemli ölçüde iyileştirme potansiyeli doğuracaktır. Banka dışı şirketlerin toplam FAVÖK ve net karının 2025'te reel olarak (enflasyondan arındırılmış) %5 ve %1 oranında artacağını tahmin ediyoruz.

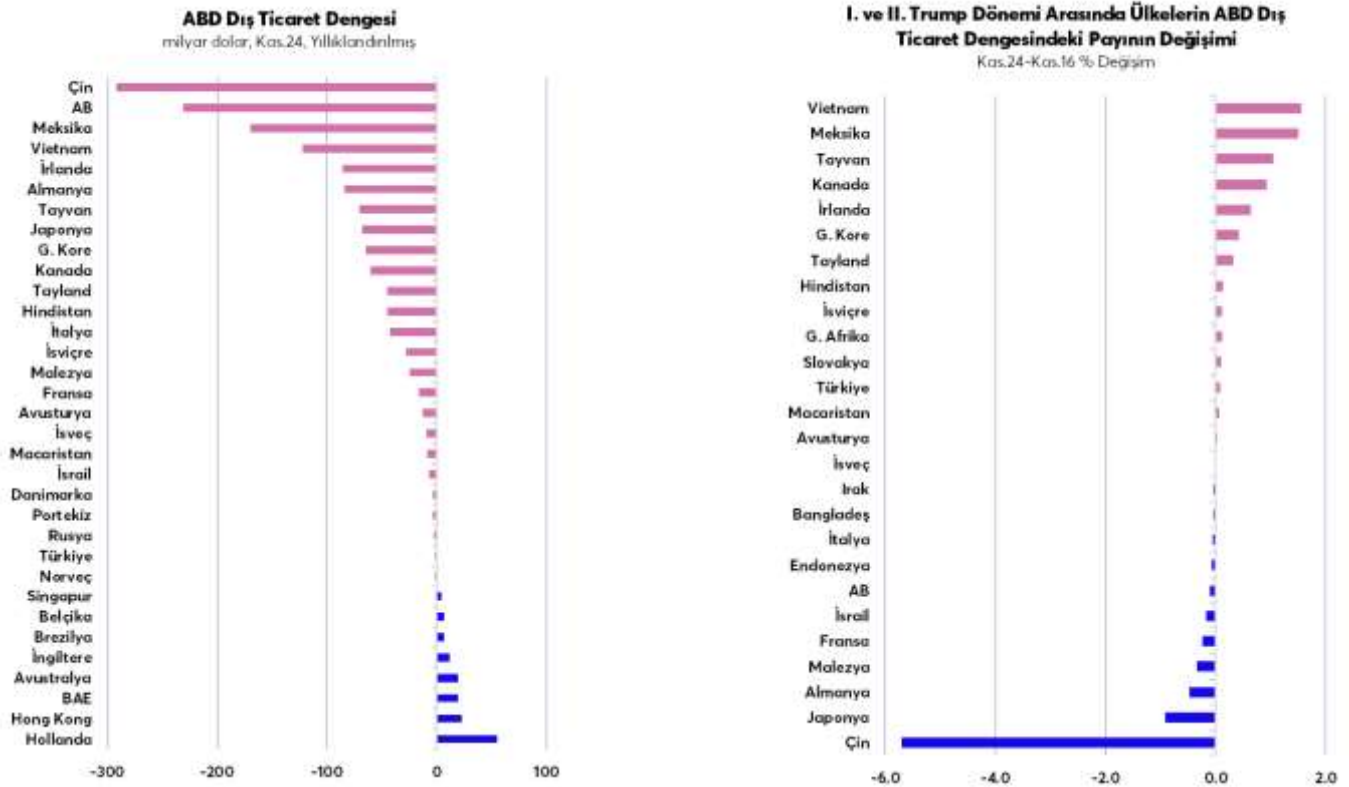
Model Portföy: THYAO ve YATAS'ı eklerken, TTKOM ve SISE'yi model portföyden çıkartıyoruz. Portföyde yer alan diğer hisseler AGHOL, ARCLK, ENKAI, EREGL, KOZAA, TRCAS ve VAKBN.

Tavsiye değişiklikleri: HALKB için tavsiyemizi yüksek getirili KOBİ kredilerindeki ağırlığı nedeniyle 2025 yılında beklenen özkaynak karlılığı iyileşmesi nedeniyle Endeks Üzeri Getiri olarak revize ediyoruz. Ayrıca güncellenen tahminlerimize Endeks Üzeri Getiri'ye yükselttiğimiz diğer hisseler BİMAS ve DOAS. Mevcut değerlemelerde getiri potansiyelinin azaldığını gördüğümüz hisselerden AKBNK, YKBNK, RYGYO, MPARK ve SUNTK için tavsiyelerimizi Endekse Paralel Getiri'ye revize ediyoruz.

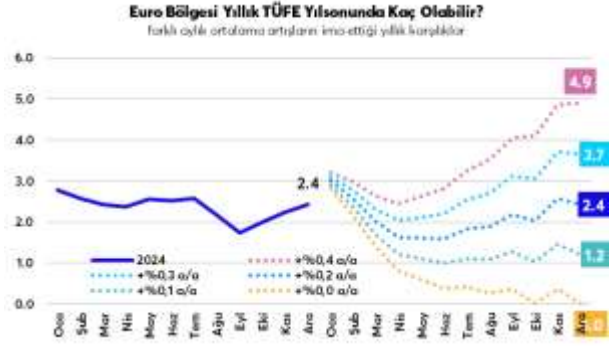
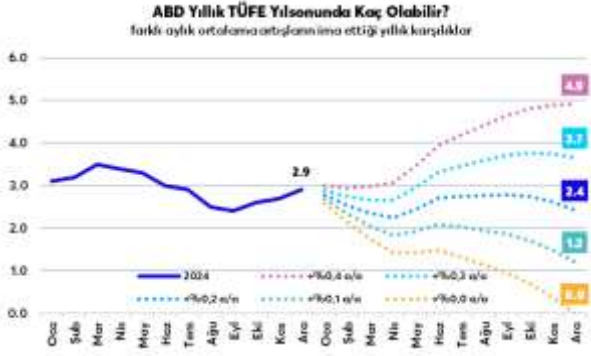
2025 yılı küresel ekonomi görünümünün tek kelimelik özeti: "Ayrışma"

2025, ilk bakışta, pozitif büyümenin geçen yıla benzer hızla devamının, enflasyonun nispeten ılımlı seyretmesinin ve ağırlıklı olarak, kademeli de olsa, faiz indirimlerinin sürmesinin beklendiği bir yıl olarak görünse de; resme yakından bakıldığında emsal ülkelerde dahi önemli ayrışmalar öne çıkıyor.

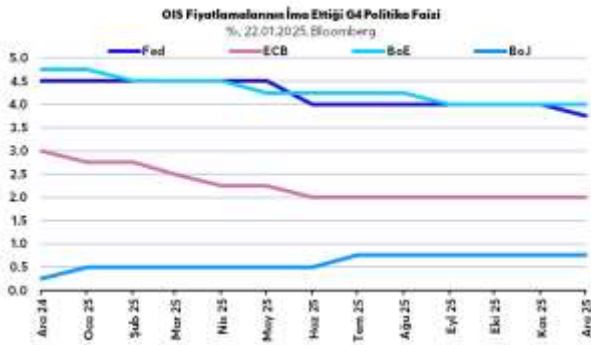
ABD'deki görece güçlü iktisadi faaliyet, Trump'ın 2. döneminde de sürdürmesi beklenen büyüme odaklı politikaların etkisiyle, daha da belirginleşebilir. Bununla birlikte, gümrük vergisi artışlarının ticaret savaşını canlandırması, "küreselleşme" yerine "bölgeselleşme" eğiliminin daha da öne çıkmasına yol açabilir. Bu, ABD'de enflasyon açısından önemli risklerin yıl boyunca sürme ihtimalini canlı tutacaktır. Dolayısıyla, Fed'in faiz indirimleri konusunda yıl boyunca temkinli bir tutum içinde olması beklenebilir. Trump'ın göreve başlamasıyla, ABD'de, kısa vadede risk iştahını destekleyici, orta-uzun vadede ise belirsizliğin öne çıkabileceği bir ekonomik görünümün oluşması muhtemel.



Avrupa'da siyasi belirsizlik ve zayıf büyüme görünümü ile birlikte, ABD'ye kıyasla daha ılımlı bir enflasyon tablosu öne çıkmakta. Bölgenin en önemli ekonomisi olan ancak 2023 ve 2024'te üst üste 2 yıl daralan Almanya'da 23 Şubat'ta erken seçime gidilecek. Bölgenin ikinci büyük ekonomisi olan Fransa'da da siyasi görünüm oldukça kırılgan. Bu görünüm altında, Bölgenin, mevcut sorunlarına dair kalıcı çözümlerin üretilmesi pek kolay görünmüyor. Mevcut enflasyon görünümünün Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) faiz indirimlerine ara vermeden bir süre daha devam etmesine tanıdığı imkân ise olumlu tarafa not edilebilir. Bu durum, yılın ikinci yarısından itibaren ekonomik aktiviteyi destekleyebilir. Euro'nun, dolar karşısında, ilk yarıda daha belirgin olmak üzere, yıl boyunca nispeten zayıf bir seyir içinde olması beklenebilir. İngiltere'ye yönelik büyüme beklentilerinin Avrupa'nın geneline kıyasla bir miktar daha olumlu olduğunu, enflasyon beklentilerinin ise bölgeyle benzer şekilde %2 hedefiyle uyumlu görüldüğünü de not edelim.



Asya'da ise dünyanın geri kalanının aksine faiz artırım döngüsünde olan Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) sıkılaşmaya nasıl bir hızla devam edeceği ve Çin'in hem ABD ile olan ilişkilerinin hem de büyüme hızının seviyesi en önemli başlıklar olacak. BoJ'un faiz artışlarının, 2024 ortasındaki kadar yüksek oynaklığa yol açmayacağını; ancak, dönem dönem stres fiyatlamasını öne çıkarabileceğini değerlendiriyoruz. Dünyanın en büyük 2. ekonomisi konumunda olan Çin'de, yavaşlamanın önüne geçmek için atılan genişleyici adımların 2025'te de sürmesi muhtemel görünmekte. ABD ile olan ticaret savaşının ne ölçüde derinleşeceği, büyüme performansının nasıl seyredeceği ve Güney Çin Denizi'ndeki gerilimin tırmanıp tırmanmayacağı gibi konular küresel büyümeden emtia fiyatlarına kadar bir çok açıdan kritik önemde olacak.



Gelişmekte Olan Ülkelerin performansında, Trump'ın hangi ülkelere ne ölçüde gümrük vergisi uygulayacağı, önemli ayrılmalara yol açabilir. Bununla birlikte, ABD tarafında *daha uzun süre daha yüksek faiz* ihtimali de sermaye hareketlerinin daha sınırlayıcı/seçici olmasına yol açarak, bazı gelişen ülkelerde önemli türbülansların yaşanması olasılığını yıl boyunca canlı tutabilir.

Özetle, 2025 yılına ilişkin ekonomiye, finansal piyasalara, siyasete ya da jeopolitiğe ilişkin yapılabilecek tüm değerlendirmeler Trump'ın ikinci döneminde izleyeceği politikalar konusunda düğümlenmekte. Birçok belirsizliğin ve endişenin kısmen fiyatlara yansımış olması ise bardağın dolu tarafına yazılabilir.

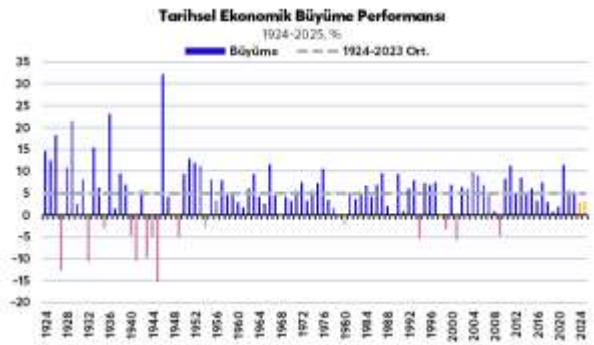


Türkiye: "Kara Göründü!", ama şimdilik sadece o kadar

Yaklaşık son 1,5 yıllık dönemde seçimlerin geride kalması ve rasyonel ekonomi politikalarının benimsenmesi sayesinde fiyat istikrarı, finansal istikrar ve özellikle dış denge açısından oldukça önemli bir iyileşme kaydedildi. Ancak, uygulanmakta olan ekonomi programının belki de en zor dönemine 2024 yılı sonlarında girildiğini ve bu sürecin muhtemelen 2025 yılı ortalarına kadar süreceğini değerlendirmekteyiz. Yılın ilk yarısı zorlu görünse de, ikinci yarı itibarıyla kademeli bir toparlanmanın hissedilmeye başlayacağını öngörüyoruz.

Ekonomik Büyüme: İlk yarıda zayıf, ikinci yarıda kademeli toparlanma

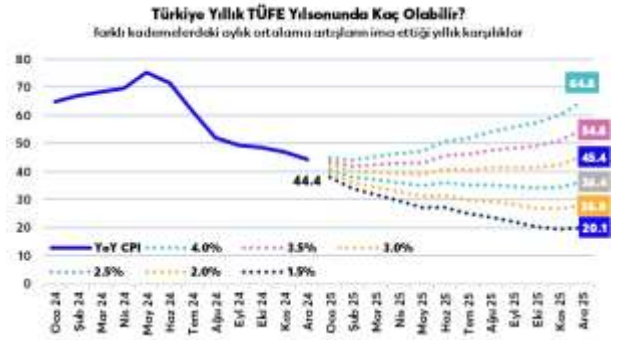
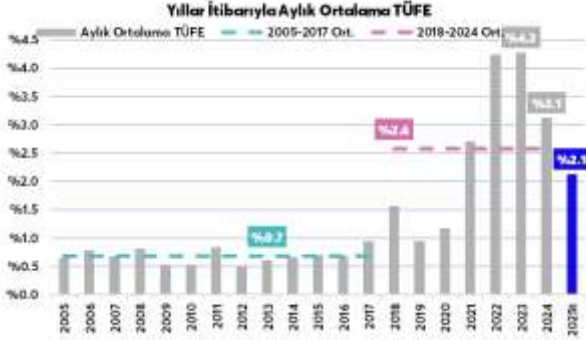
Ekonomik büyüme hızına ilişkin en güncel veriler 3Ç24 dönemine ait. 2Ç24 ve 3Ç24'te, üst üste 2 dönem, çeyreklik bazda sınırlı daralmalar (her iki dönem içinde $-0,2\%$) kaydedilmiş olmakla birlikte; 9A24 dönemindeki kümülatif büyüme hızını önceki yılın aynı dönemine göre $3,2\%$ olarak hesaplıyoruz. Uygulanan sıkı para politikasının gecikmeli ve birikimli etkilerinin bir süre daha hissedilmesi muhtemel. Faiz indirim döngüsü başlamış olsa da bunun kademeli olarak sürecektir olması ile yılbaşında yapılan asgari ücret artışının beklenenden daha düşük gerçekleşmesi, yıl genelinde iç talebin büyümeye katkısının sınırlı kalmasına yol açabilir. Diğer taraftan, deprem bölgesinin yeniden inşası ve kentsel dönüşümüne yönelik yatırımlar inşaat sektörü üzerinden büyümeye olumlu katkı verebilir. Sıkı finansal koşullar, büyümeye yatırımlardan gelebilecek katkısı sınırlama potansiyeli taşısa da; Hazine ve Maliye Bakanı Şimşek'in yakın dönemde açıklanabileceğini ifade ettiği imalatı ve ihracatı teşvik edecek adımların boyutu ve kapsamı bu tarafta belirleyici olacaktır. En önemli dış ticaret ortağımız olan Avrupa Bölgesi'ndeki zayıf ekonomik görünüm ve siyasi belirsizlikler yılın ilk yarısında dış talebin sınırlı kalacağını işaret etse de; devam etmesi beklenen AMB'nin faiz indirimlerinin gecikmeli etkileri ve Almanya'daki seçimlerin geride kalması sonrasında 2Y25'teki görünüm daha olumlu olabilir. Ayrıca, yakın coğrafyamızda yaşanan sıcak çatışmaların kalıcı olarak sonlanması ihtimali de turizm, dış ticaret ve bu bölgelerin yeniden inşası gibi açılardan 2025 yılı büyümesine sınırlı da olsa olumlu katkı sağlayabilir. Bu varsayımlar altında, ekonomik büyümenin 2024 yılı için $3,0\%$ ve 2025 yılı için $3,2\%$ ile potansiyel bir miktar altında ancak pozitif seviyelerde gerçekleşmesi yönünde. 1Y25'te büyüme görünümünü daha zorlu görünmekle birlikte, sert bir daralma beklemediğimizi de not edelim.



Enflasyon: İlk yarıda hızlı gerileme, ikinci yarıda yavaşlama

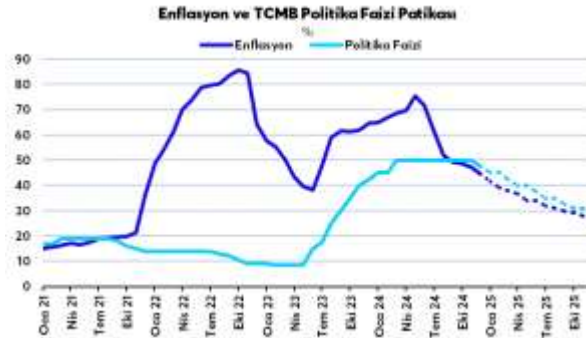
Yıllık enflasyon görünümünün, büyümenin aksine, yılın ilk yarısında daha destekleyici olması muhtemel. Bu durumun ana nedeni, 2022 ve 2023'te $4,3\%$ 'e ulaşan aylık ortalama enflasyonun, izlenen sıkı para politikasının katkısıyla, 1Y24'te $3,8\%$ 'e sınırlı, ancak 2Y24'te $2,5\%$ 'e belirgin yavaşlaması kaynaklı oluşan baz etkilerinin 1Y25'te daha yüksek olması olarak gösterilebilir. Biraz daha açık ifade etmek gerekirse, örneğin Ocak 2024'te aylık $6,7\%$ artan TÜFE'nin, Ocak 2025'te $4-5\%$ gibi geçen yıla kıyasla daha düşük bir artış göstermesi, yıllık TÜFE'de kabaca 2 puan civarında bir iyileşme anlamına gelecek. Dolayısıyla, sene başında aylık enflasyon eğilimi, 2024 yılı sonlarına kıyasla bir miktar bozulacak olsa da, geçen yılın dönemine kıyasla

muhtemelen daha düşük seyredecek ve bu durum, yıllık TÜFE'deki iyileşmenin özellikle yılın ilk yarısında daha hızlı gerçekleşmesini sağlayacak. 2024 yılsonunda %44,4 olan yıllık TÜFE'nin yıl ortasında %34 civarlarına, 2025 yılı sonunda ise %28,7 civarlarına gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2025 yılsonu TÜFE tahminimiz, 2024'te aylık ortalama %3,1 olan TÜFE'nin 2025'te aylık ortalama %2,1 ile 2018-2024 dönemindeki ortalamasına yakınsayacağını ima etmekte.



Para politikası: Faiz indirim döngüsü yıl boyunca sürebilir

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB), Aralık 2024'te 250bp ile başladığı faiz indirimlerinin, gerek enflasyon tahmin patikamız, gerek de yıllık toplantı sayısının 12'den 8'e düşürülmesi gerekse de geçmişteki indirim döngüleri ışığında 2025 yılının tamamında sürme ihtimalinin yüksek olduğunu düşünüyoruz. İndirim hızının yılın ilk yarısında değişmeyeceğini ancak yılın ikinci yarısında bir miktar yavaşlayabileceğini varsayıyoruz. Enflasyon görünümündeki iyileşme eğiliminde önemli bir risk oluşmaması durumunda, politika faizinin 2025 yılı sonunda %29,50 seviyesine kadar gerileyebileceğini tahmin ediyoruz. Ancak, hem enflasyon hem de politika faizi seviyesine ilişkin tahminlerimiz üzerindeki risklerin daha çok yukarı yönlü olduğunu değerlendirdiğimizi de not edelim.



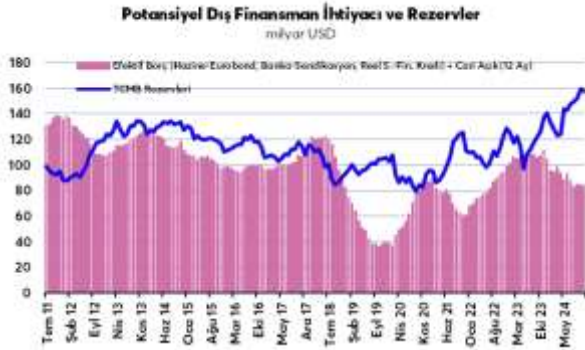
Maliye politikası: Dezenflasyona desteğin önemi arttı

Ekonomi yönetiminin değişiminden bu yana iç ve dış dengelerin normalleşmesinde çoğunlukla para politikasının belirleyici bir rol üstlendiğini söylemek gerekir. Erken Emeklilik düzenlemesi (EYT) ve Kur Korumalı Mevduat (KKM) ile birlikte Deprem bölgesine yönelik harcamalar bütçe görünümünü zorlu kıldı. KKM'ye Hazine'den yapılan transferlerin sonlanmasına ek olarak; deprem bölgesine yapılacak harcamaların, giderler tarafına 2023 ve 2024 yıllarında önemli ölçüde yansıtılmış olması 2025 yılı bütçe görünümünü destekleyen unsurlardan biri olarak not edilebilir. Diğer taraftan, deprem bölgesinin yeniden inşası ve kentsel dönüşümüne yönelik sermaye transferlerinin 2023'te (yaklaşık 623 milyar TL) olduğu gibi 2024 yılında (yaklaşık 549 milyar TL) da tamamının Aralık'ta tahakkuk bazlı yansıtılması, 2025 yılı boyunca söz konusu tutar kadar nakit harcamanın yapılacağını ima ediyor. Bu duruma ek olarak, şu ana kadar tasarruf tedbirleri tarafında kamuoyunu ikna edici boyutta güçlü bir adım görülmemesi ve dönem dönem gelir bazlı

tedbirlerin öne çıkması, dolaylı olarak da enflasyon beklentilerinin çıpılanmasını bir miktar zorlaştırmakta. 2025 yılında iktisadi aktivitenin potansiyelin altında seyretme ihtimalini de göz önüne aldığımızda bütçe görünümünün nispeten zorlu kalmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Hem potansiyel şoklara karşı manevra alanının güçlendirilmesi hem de dezenflasyonla mücadeleye daha güçlü katkı sağlanabilmesi açısından mali disiplin ve tasarruf konusunun öneminin arttığını düşünüyoruz. 2023'te -%5,2 olan Bütçe Dengesi / GSYH oranının, 2024'te -%4,9'a gerilediğini hesaplarken; 2025'te büyük ölçüde deprem bölgesine yönelik harcamaların önemli ölçüde bütçeye yansımış olması sebebiyle -%3,3 olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Dış Denge: Destekleyici görünüm sürece

Uygulanmakta olan ekonomi politikasının en hızlı ve en güçlü dengelenmeyi sağladığı alanın dış denge tarafı olduğunu söylemek lüzum. 2024 yılında 3 önemli kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'nin kredi notunda ikişer kademe artışa gitmiş olması da bu durumun teyidi niteliğinde. Ödemeler Dengesi tarafındaki iyileşmede, ekonomik büyümenin potansiyelinin altında seyretmesinin ithalat talebini azaltması, turizm tarafından gelen katkı, enerji maliyetlerinin dengeli seyretmesi ve uygulanan para politikasının bir yansıması olarak dolarizasyon eğiliminin azalmasıyla net altın ithalatında gözlenen iyileşmenin belirleyici olduğu söylenebilir. 2022'de -%5,1 ve 2023'te -%3,6 olan Cari Denge / GSYH oranının 2024 sonunda -%0,8 gerileyeceğini, 2025'te ise sınırlı bozulma olsa da -%1,2 ile nispeten sürdürülebilir seviyelerde kalacağını tahmin ediyoruz. Bu taraftaki görece dengeli seyre ek olarak, yaz aylarında turizmden gelecek katkı, aylık dış borç ödeme takviminin nispeten sakin görünmesi ve toparlanan rezerv görünümü gibi gerekçelerle Dolar/TL'deki görece istikrarlı seyrin süreceğini öngörmekteyiz. Dezenflasyon patikasının devam edebilmesi, olası portföy girişleri ve yaklaşık 30-31 milyar dolar karşılığı seviyedeki KKM'nin hedeflendiği şekilde 2025'te sona erebilmesi açısından da kurun istikrarlı seyri büyük önem arz etmekte. Dolar/TL için 2025 yılsonu tahminimiz 43,68; ortalama tahminimiz ise 39,45 seviyesinde.



Fırsatlar: Dezenflasyon patikasının kalıcılışarak, 2025'te olmasa da gelecek dönemde, en azından düşük çift haneli seviyelere doğru seyrin devam edeceğine yönelik beklentilerin güçlenmesi, Türk Varlıklarının emsallerine kıyasla olumlu ayrışması açısından başlı başına bir hikâye oluşturabilir. Gerek bu durum gerekse de ekonomi yönetiminin toparlanmakta olan kredibilitesinin güçlenmeye devam etmesi açısından faiz indirimlerinin hızı son derece önemli olacak. Faiz indirimlerinin dezenflasyon patikasını bozmayacak şekilde gerçekleşmesi, günün sonunda ulaşılacak denge faizin daha düşük seviyelerde olmasını sağlayarak orta-uzun vadede daha sağlıklı ve sürdürülebilir bir ekonomik görünümü mümkün kılacaktır. Ayrıca, sabit getirili menkul kıymetlerinin cazibesinin kademeli bir şekilde azalması borsa gibi görece daha riskli varlıklara yönelik iştahın da artmasını sağlayabilir. 2024 yılsonu itibarıyla Türkiye'nin yabancı para cinsinden kredi notu S&P ve Fitch tarafından yatırım yapılabilir seviyenin 3 kademe altında "Durağan" görünümle, Moody's tarafından ise yatırım yapılabilir seviyenin 4 kademe altında "Pozitif" görünümle derecelendirilmekte. İlk güncellemede Moody's tarafından da kredi notu ve görünümün diğer kurumlarla aynı seviyeye getirilmesi muhtemel. Başta dezenflasyon patikası olmak üzere negatif bir sürprizle karşılaşmadığı takdirde, yıl ortası ya da yılın ikinci yarısında not görünümünün "Pozitif"e revize edilmesi ve/veya 1 kademe daha not artışının

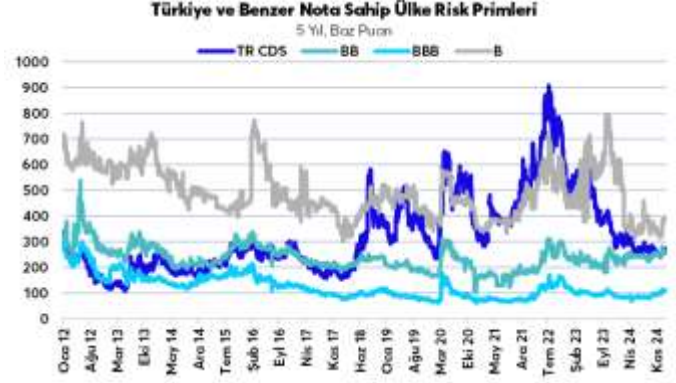
gelmesi olasılığı güçlenebilir. Bu senaryo, CDS'lerdeki düşüş ile dış borçlanma maliyetlerinin iyileşmesi ve yabancı ilgisinin/algısının bir miktar daha artmasını sağlayabilir. Ancak, CDS'te geçen yıl kadar güçlü olmasa da, sınırlı bir iyileşme olasılığının bulunduğu ve enflasyonda kalıcı olarak düşük çift ya da yüksek tek hane ihtimali güçlenmedikçe yatırım yapılabilir not seviyesine erişimin kolay olmayacağını da belirtelim.

Riskler: 2023'te Cumhurbaşkanlığı ve Genel, 2024'te de Yerel Seçimlerin geride kalmasıyla potansiyel olarak 2028'e kadar seçimsiz bir döneme girildiği beklentisi oluştu. Türk Siyasetinde böyle bir beklenti için 3-4 yıllık zaman dilimi oldukça uzun bir vade olsa da, 2025 yılı baz senaryomuzda bir referandum ya da erken seçim olmadığını not edelim. Bu yönde bir ihtimalin güçlenmesi, enflasyon ve bütçe görünümü üzerinde etki oluşturarak, mevcut ekonomi programı kaynaklı kazanımların erozyona uğramasına yol açabilir. Avrupa'daki kırılğan siyasi görünüm ve zayıf büyüme ortamının daha uzaması/derinleşmesi ihtimali dış talep ve turizm kanalı üzerinden olumsuz etkilere yol açabilir. Başta Fed, olmak üzere, küresel etki potansiyeli yüksek olan merkez bankalarının finansal koşulların daha uzun süre daha sıkı kalmasına neden olacak bir duruş sergilemeleri sermaye hareketlerini daha da sınırlayıcı/seçici hâle getirebilir. Bu durum ya da yüksek gümrük vergileri kaynaklı küresel ticarete keskin bir yavaşlama görülmesi, Gelişmekte Olan Ülkelerin birinde/birkaçında ekonomik/finansal krize ve güvenli liman talebinin artmasına yol açabilir.

Hem fırsat hem risk olabilecekler: Meşhur Schrödinger'in Kedisi zihinsel deneyinde olduğu gibi, kutunun içindeki kedinin hem canlı hem de ölü olabileceğini düşündüren; yani, net bir şekilde fırsat mı yoksa risk mi olduğuna karar veremediğimiz en önemli başlık Trump'ın yeniden ABD Başkanı olması. İlk başkanlık döneminde de Cumhurbaşkanı Erdoğan ile olan yakın ilişkilerinin bir fırsat olacağı düşünülürken; Türk-Amerikan ilişkilerindeki en gergin dönemlerden birinin yaşandığına şahit olmuştuk. Trump'ın yeniden seçilmesinin ardından verdiği ilk mesajlar, Türkiye-ABD ilişkileri açısından yeni bir sayfanın açılabilirliğini işaret ediyor olsa da net bir çıkarım yapmak için henüz erken olduğunu değerlendiriyoruz. ABD-Çin özelindeki yoğunlaşabilecek bir ticaret savaşı ihtimalinin, orta-uzun vadede küresel ticaret, büyüme ve enflasyon açısından olumsuz etkileri olacağını düşünmekle birlikte, kısa vadede Türkiye'nin bulunduğu konum itibarıyla, bölgeselleşme eğiliminin öne çıkma ihtimalini dikkate alarak, bazı alanlarda pazar payı alma ihtimali oluşabileceğini tahmin ediyoruz. Yakın coğrafyamızdaki çatışmaların sona erme ihtimali gibi jeopolitik gelişmeler, kısa vadede söz konusu bölgelerin yeniden inşası, turizm ve dış ticaret gibi alanlarda fırsatları da beraberinde getirebilir. Ancak, çatışmaların sona ermesinin ardından oluşacak yeni dengeler, söz konusu bölgelerde yeniden bir istikrarsızlığın ortaya çıkması ihtimali ya da Güney Çin Denizi gibi gerilimin artacağı yeni cephelerin oluşması da ilâve riskleri beraberinde getirebilir.

Özetle, Türkiye Ekonomisinin 2023 yılı ortalarından itibaren izlenen rasyonel ve öngörülebilir politikalarla fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından doğru rotaya oturduğu söylenebilir. Geline durum itibarıyla da ufukta karanın görüldüğünü, ancak limana ulaşmak için hâlen kayda değer bir mesafenin bulunduğunu da göz ardı etmemek gerekir. Önümüzdeki yol boyunca rüzgâr ve akıntının yönünün kestirilmesinin oldukça zor olması nedeniyle, deniz kolayımıza olabilir de olmayabilir de. Dolayısıyla, 2025, hızlı bir gevşeme için erken; dümeni doğru rotada tutup limana daha da yaklaşmak için sabır ve çabaya ihtiyacın sürdüğü bir yıl olacak.

Moody's	S&P	Fitch		
Aaa	AAA	AAA	En Yüksek Kredi Kalitesi	Yatırım Yapılabilir
Aa1	AA+	AA+	Çok Yüksek Kredi Kalitesi	
Aa2	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-		
A1	A+	A+	Yüksek Kredi Kalitesi	
A2	A	A		
A3	A-	A-		
Baa1	BBB+	BBB+	İyi Kredi Kalitesi	
Baa2	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-		
Ba1	BB+	BB+	Spekülatif	Not Görünümü
Ba2	BB	BB		
Ba3	BB-	BB-		
B1	B+	B+	Oldukça Spekülatif	
B2	B	B		
B3	B-	B-		
Caa1	CCC+	CCC+	Önemli Kredi Riski	
Caa2	CCC	CCC		
Caa3	CCC-	CCC-		
Ca	CC	CC	Çok Yüksek Kredi Riski	
C	C	C	İflasa Yakın	
	SD	DDD	İflas	
		D/RD		
Pozitif	Durağan	Negatif		

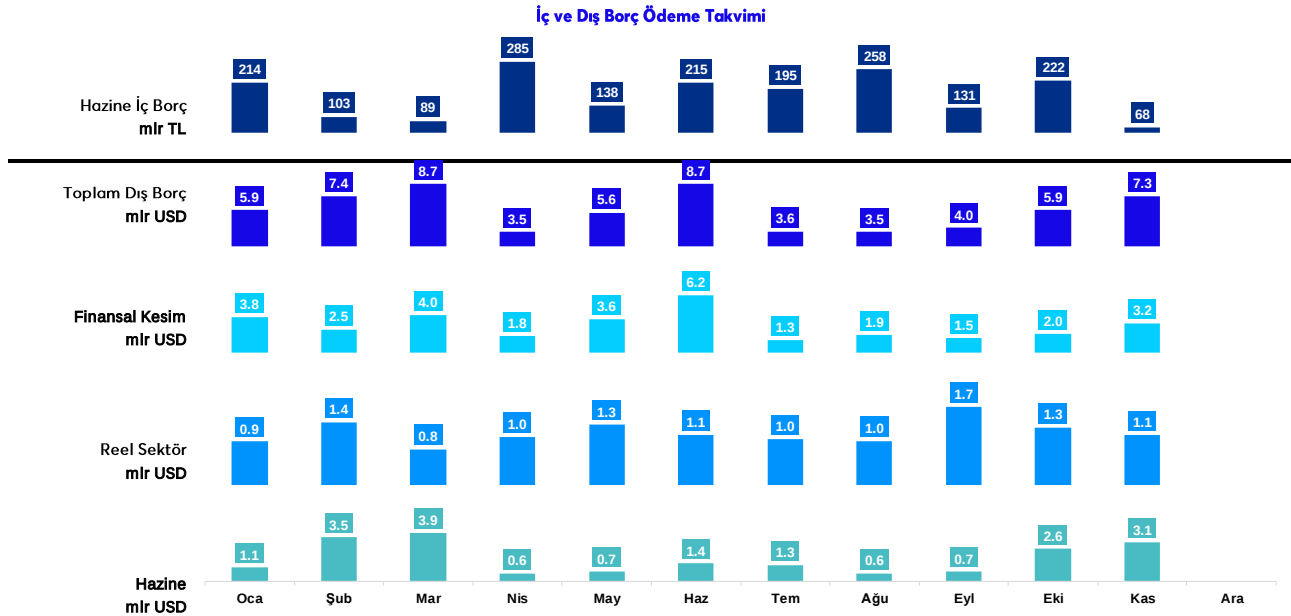


Türkiye Ekonomisine Yönelik Temel Makroekonomik Tahminler

	2021	2022	2023	2024T	2025T
GSYH (milyar TL)	7,256	15,012	26,546	42,868	58,406
GSYİH (milyar \$)	808	906	1,130	1,307	1,480
GSYİH Reel Büyüme (%)	11.4%	5.5%	5.1%	3.0%	3.2%
Deflator (%)	29.0%	96.0%	68.2%	56.8%	32.1%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	36.1%	64.3%	64.8%	44.4%	28.7%
TÜFE (yıllık, ortalama)	19.6%	72.3%	53.9%	58.5%	33.1%
Politika Faizi (dönem sonu)	14.0%	9.0%	42.5%	47.5%	29.5%
Politika Faizi (ortalama)	17.6%	12.6%	20.7%	49.0%	37.0%
USD/TL (dönem sonu)	12.98	18.70	29.40	35.22	43.68
USD/TL (ortalama)	8.91	16.59	23.74	32.79	39.45
Faiz Dışı Fazla (GSYİH'ye oranı)	1.4%	1.1%	-2.6%	-1.9%	-0.7%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-2.6%	-0.9%	-5.2%	-4.9%	-3.3%
Cari Denge (milyar \$)	-6.4	-46.6	-40.5	-10.7	-18.0
Cari Denge / GSYH (%)	-0.8%	-5.1%	-3.6%	-0.8%	-1.2%

2025 Yılı Özet Ekonomi ve Piyasa Takvimi

	MB	Seçimler	Toplantı, Diğer	Borsa
Oca	TCMB (23), Fed (29), ECB (30)	Yunanistan (25-31)	Trump (20), Davos (20-24), Moody's (24), Çin Yeni Yıl (29), Fitch (31)	
Şub		Almanya (23)	TCMB Enflasyon Raporu (7)	MSCI Duyuru (11)
Mar	TCMB (6), ECB (6), Fed (19)	Romanya (23)	Ramazan Bayramı (29-1)	BİST 4Ç24 Solo (3), MSCI Değişiklik (3), BİST 4Ç24 Konsolide (11)
Nis	TCMB (17), ECB (17)		IMF-DB Bahar (21-26), S&P (25)	BİST 1Ç25 Solo (30)
May	Fed (7)	Filipinler (12), Polonya (18)	TCMB Enflasyon Raporu (22)	BİST 1Ç25 Konsolide (12), MSCI Duyuru (13)
Haz	ECB (5), Fed (18), TCMB (19)		Kurban Bayramı (5-9), G7 (15-17), NATO Zirve (24-25)	MSCI Değişiklik (2)
Tem	TCMB (24), ECB (24), Fed (30)		Fitch (25), Moody's (25), Rusya Dijital Ruble	
Ağu			TCMB Enflasyon Raporu (14), Jackson Hole	BİST Solo 2Ç25 (11), MSCI Duyuru (12), BİST Konsolide 2Ç25 (19)
Eyl	TCMB (11), ECB (11), Fed (17)	Çekya (26-27)	BM Genel Kurul (9-23), OVP 2026-2028	MSCI Değişiklik (1)
Eki	TCMB (23), Fed (29), ECB (30)	Kanada (20)	IMF-DB (13-18), S&P (17)	BİST 3Ç25 Solo (30)
Kas		Şili (16)	TCMB Enflasyon Raporu (7), COP30 (10-21), G20 (22-23)	MSCI Duyuru (5), BİST 3Ç25 Konsolide (10), MSCI Değişiklik (25)
Ara	Fed (10), TCMB (11), ECB (18)		TCMB Para Politikası 2026, Asgari Ücret	



Hisse Senedi Piyasaları – 2025 Görünüm

Borsa İstanbul 2024 ilk yarıda güçlü bir performans gösterdi ancak yılın ikinci yarısında kötüleşen kar beklentileri nedeniyle hisse senetleri kar satışıyla karşı karşıya kaldı. BIST100 Endeksi 2024'ü %32 yükselişle tamamladı, ancak Endeksin getirisi son 2 yıldır enflasyon oranının gerisinde kaldı.

BIST100 Endeksi için yıl sonu hedefimiz 15.000 seviyesinde, bu da %48 yukarı yönlü potansiyel anlamına geliyor. Düşen faiz oranlarının 2025'te hisse senetlerinin daha iyi performans göstermesine yol açacağına inanıyoruz. Ayrıca şirket karlarında da kademeli toparlanma tahmin ediyoruz. Araştırma takibimizde bulunan hisselerde hedef fiyatlarımıza göre medyan yukarı yönlü potansiyel %45 seviyesindedir.

Uzun vadeli TL tahvil faiz oranlarında son dönemdeki gerileme, hisse senedi değerlendirme çarpanlarını da yukarı çekebilir. Enflasyondaki düşüş beklentisiyle birlikte, 10 yıllık tahvil faizi Kasım 2024'te >%31 seviyesi üzerindeyken geçtiğimiz hafta %26,7'ye geriledi. Bu eğilim devam ederse, hisse senedi değerlemeleri de olumlu yönde etkilenecektir. Araştırma kapsamımızdaki hisseler için 2025 F/K çarpanını 6.8x olarak hesaplıyoruz, bu da MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksine kıyasla %43'lük bir iskontoya işaret ediyor.

Jeopolitik gelişmeler bu kez pozitif beklenti yaratıyor. Borsa İstanbul negatif jeopolitik şokların neden olduğu oynaklığa alışkın olsa da, bu defa bölgesel gelişmelerin olumlu yönde değişiminin piyasada risk iştahını destekleyebileceğini düşünüyoruz. (1) Türkiye destekli muhalefet Suriye'de hükümeti devraldı ve ülkenin yeniden inşası başta olmak üzere ekonomik ilişkilerin iyileşmesinin etkileri takip edilecek (2) Trump'ın ABD başkanlığındaki ikinci dönemi başladı ve bu da Rusya-Ukrayna savaşının sona ermesi için umutları artırdı. (3) İsrail-Hamas Gazze'de ateşkesi kabul etti. Son olarak, Türkiye'nin 2024'te uzun bir sürenin ardından 10 milyar dolar büyüklüğünde ABD tahvili satın aldığını, bunun da ABD-Türkiye ilişkileri için olumlu bir sinyal olabileceğini not ediyoruz.

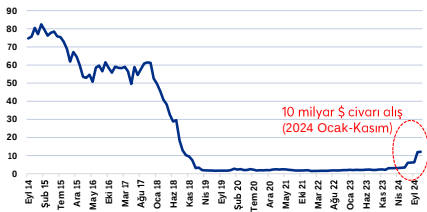
Bankalar olumlu görünümü hızlı fiyatladı, orta/uzun vadeli beklentiler açısından daha fazla potansiyel sunabilirler. Finansal sektör hisseleri son dönemde güçlü performans gösterdi. Bize göre Bankacılık hisseleri için risk-getiri dengesi daha az cazip görmeye başladı. Mevcut değerlendirme çarpanları, bankaların enflasyonun oldukça üzerinde özsermaye karlılığına ulaşacağını fiyatlamış durumda, fakat faiz indirimlerinden gelen desteğe rağmen 2025'te özkaynak karlılıkları sadece enflasyon oranına yakınsamış olacak. Kur korumalı mevduat programının sona ermesi ve daha fazla politika normalleşmesinin ardından bankacılık sektörünün toparlanmasının 2026'da hız kazanabileceğine inanıyoruz.

Çin ve Avrupa'dan gelebilecek teşvikler izlenmeli. Küresel görünüm ihracatçıları/endüstriyel için belirsizliğini korurken, hem Çin'den hem de Avrupa'dan olumlu sürprizler gelebileceğini düşünüyoruz. Trump 2.0 hakkındaki belirsizlik göz önüne alındığında, Çin'in GSYİH'sinin %5'ine kadar yeni teşvik açıklaması bekleniyor. Bu, birçok farklı sektörde görülen Çinli üreticilerin agresif ihracatını sona erdirebilir. Avrupa'da, Yeşil Mutabakat Endüstriyel Planı adı verilen paket 2025 Şubat ayında açıklanacak. Türkiye'nin ana ticaret ortağı için görünüm iyileşebilir. Çin ve Avrupa için görünüm pozitif dönerse, finans dışı sektörlerde karlılık görünümünü sıçrama yapabilir.

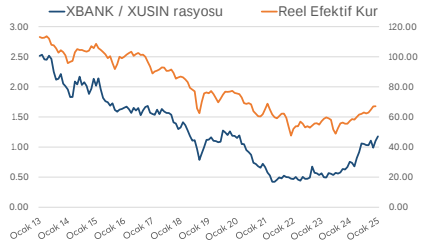
Enflasyon muhasebesi yeni bir dinamik oluşturdu. Enflasyon muhasebesi olmadan sonuç bildiren şirketler 2024 yılında %68 medyan getiri sağlarken, enflasyon muhasebesi ile bilanço açıklayan şirketlerin medyan getirisi ise %19'da kalmıştır. 2025'te, TÜFE'nin yavaşlaması beklendiğinden, enflasyon muhasebesinin faaliyet kar marjları üzerindeki olumsuz etkisi azalacaktır. Ancak, enflasyon muhasebesinin amortisman giderleri üzerindeki kalıcı bir etkisini vurguluyoruz. Enflasyon muhasebesinin getirilmesinden sonra şirketler için amortisman gideri ortalama 3 kat artış gösterdi. Enflasyon muhasebesi döneminin bitmesinden sonra bile net karlar üzerinde bu durumun olumsuz etkileri olacağını söyleyebiliriz.

Türkiye-ABD ilişkileri normalleşiyor mu?

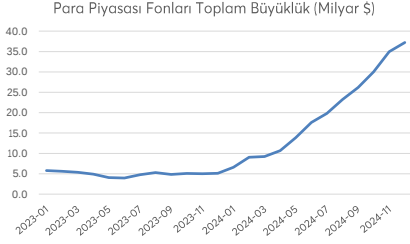
Türkiye'nin Sahipliğindeki ABD Hazine Tahvilleri
milyar dolar



Reel Kur ve Bankacılık sektörü performansı yakından ilişkili



Para Piyasası Fonlarının
büyüklüğü 37 milyar \$ oldu



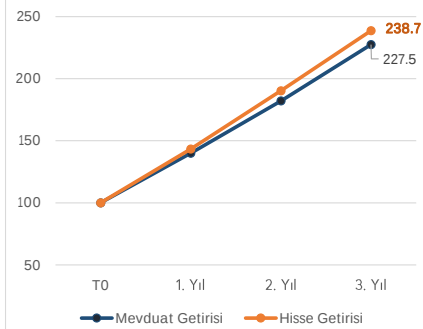
Hisse Senedi mi Mevduat mı?

2024'te yatırımcılardan aldığımız en sık soru, banka mevduat oranları ve hatta kısa vadeli para piyasası fonları %50'den fazla yıllık getiri sunarken hisse senetlerine yatırım yapmanın doğru olup olmadığı yönündeydi. Açıkçası bu soruyu, hisse senedi alırken piyasa zamanlaması yapmalı mıyız sorusunun bir türevi olarak görüyoruz. Bazen nakitte kalmak size daha sonra daha iyi bir fiyattan hisselerle tekrar giriş fırsatı sağlayabilir, ancak çoğu zaman favori hisse senedinizde veya piyasanın genelinde büyük bir hareketi kaçırmak riski de vardır. Piyasayı mükemmel bir şekilde zamanlamanın imkansız olduğuna inanıyor, hisse senetlerine yatırım yapmanın, son derece yüksek değerlemelerle hisseleri satın almadığınız sürece, uzun vadede diğer alternatiflere göre daha yüksek bir reel getiri sunacağına inanıyoruz.

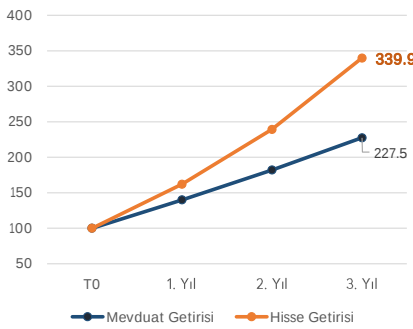
Hisse senedi yatırımında getirinin temel kaynağı yatırım yapılan şirketin kar büyümesi, yatırım yapılan hissenin piyasada değerlendirme çarpanlarındaki değişim ve yatırım yapılan şirketin ürettiği nakit akışı (ödediği temettü veya finansal borcundaki değişim olarak düşünülebilir) olarak sıralanabilir. Borsa İstanbul hisse senetlerinin Türkiye ekonomisinin mevcut döngüsünde yukarıdaki 3 değişken için de iyi bir görünüm sunduğuna inanıyoruz. BIST Şirketlerinin kar büyümesi zayıf 2024 yılının baz etkisi de dikkate alındığında, 2025 ve 2026 yıllarında yukarı yönlü iyileşme kaydedecektir. Değerleme çarpanlarımız hali hazırda yurtdışı benzerlerimize göre iskontolu işlem gördüğümüze işaret etmektedir. Son olarak Şirketlerin borçluluk oranları 2024 sonunda büyük ihtimalle zirveyi görmüş olacak ve 2025-2026 döneminde borçluluk rasyolarında yaşanabilecek iyileşmeler de hisse senedi fiyatlamalarını olumlu etkileyebilecektir. Bu nedenle, şu anda uygun çarpanlarda işlem gören, önümüzdeki yıllarda borç azaltma ve karlılıkta iyileşme vaad eden Yatırım hikayelerine odaklanmanın önümüzdeki 1-2 yıl içinde daha iyi risk-getiri sunacağını düşünüyoruz.

Aşağıda, getirileri belirleyen faktörlerdeki gelişime dayalı olarak, hisse senedi yatırımında bileşik getirilerin nasıl yükselebileceğini gösteren teorik bir şirketin 3 yıl vadede hisse senedi getirisi ile mevduat getirisi arasındaki karşılaştırmayı sunuyoruz.

Teorik Şirket enflasyona paralel büyüyor, kar marjları, değerlendirme çarpanı ve net borç 3 yıl boyunca aynı kalıyor.



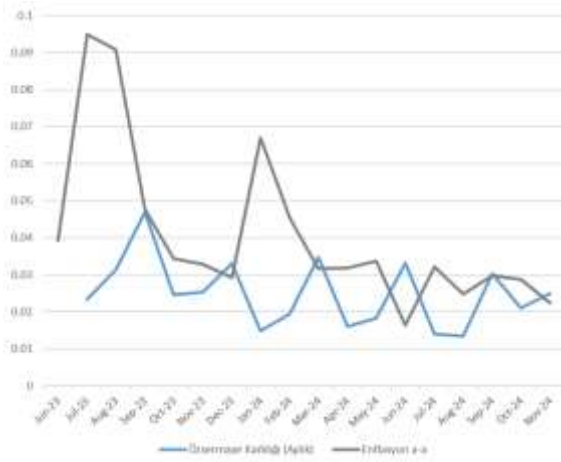
Teorik Şirket'in reel büyümesini her sene %2 artıyor, kar marjları kademeli yükseliyor, fakat değerlendirme çarpanı ve borç sabit kalıyor.



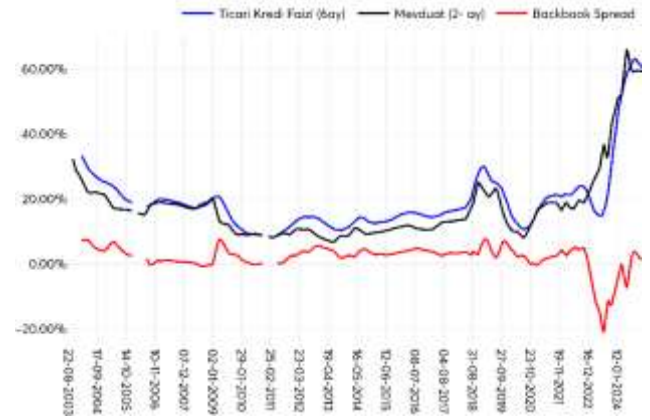
Teorik Şirket'in hissesi %40 iskontolu satın alınıyor ve değerlendirme çarpanı kademeli şekilde yükseliyor; reel büyümesi %2 artıyor, kar marjları ve borç rasyosu kademeli iyileşiyor.



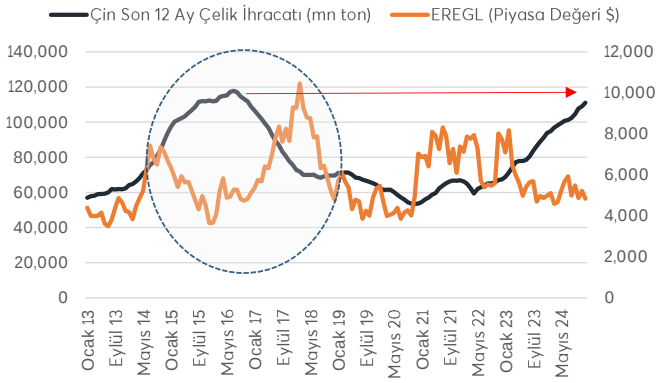
Bankaların Aylık Özsermaye Karlılığı Gelişimi



Ticari Kredi Faizi- Mevduat Makası

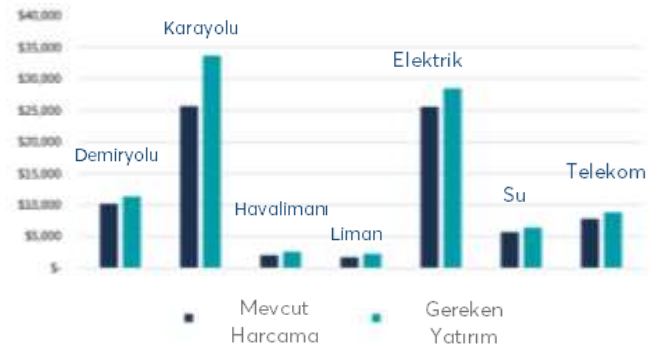


Çin'in Çelik ihracatının seyri EREGL için kritik

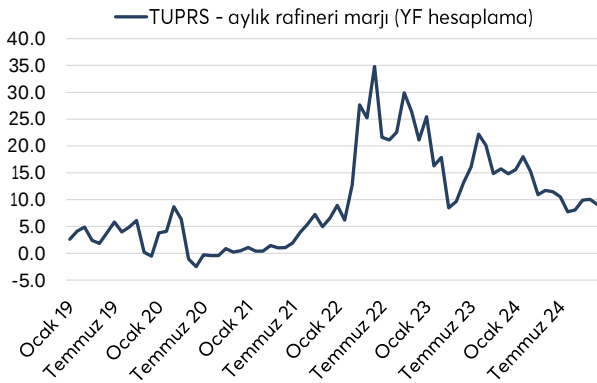


Altyapı yatırımlarındaki artış müteahhitlik şirketleri için fırsat

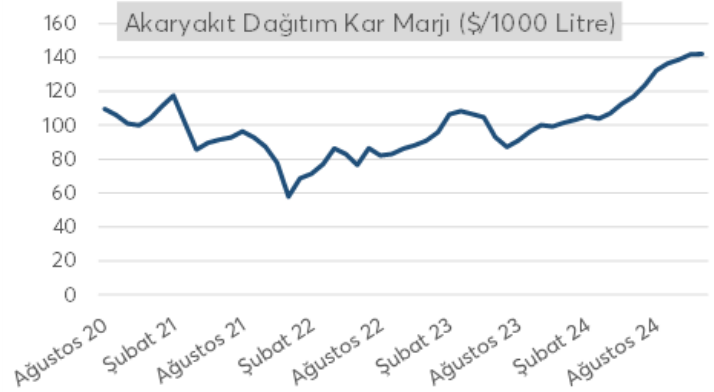
Altyapı yatırım harcaması tahminleri 2016-2040 (Milyar \$)



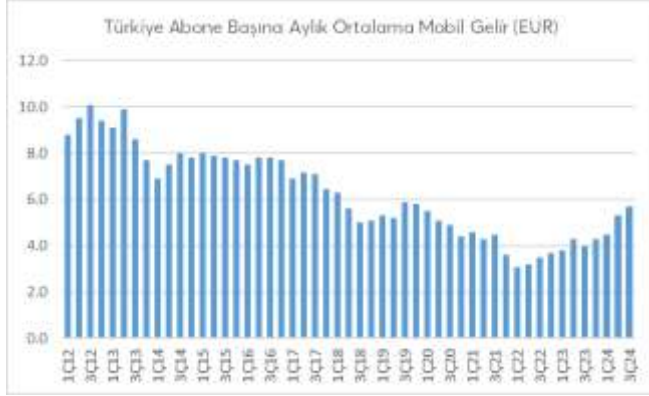
Rafineri marjları normalleşiyor, fakat halen ortalama üzeri



Akaryakıt dağıtım&bayi marjları ise yükseliş eğiliminde

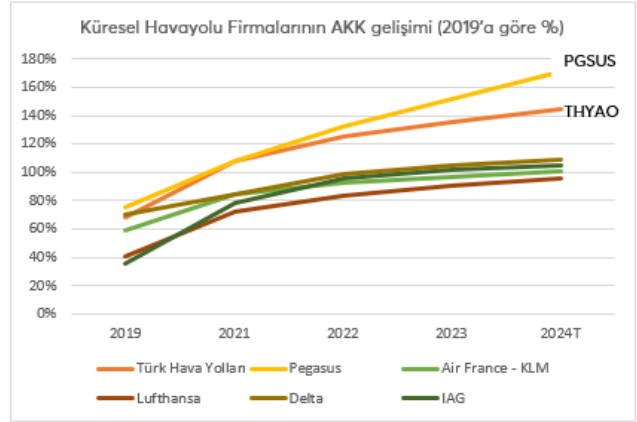


Telekom sektöründe mobil ARPU'lar FX bazında büyüyor



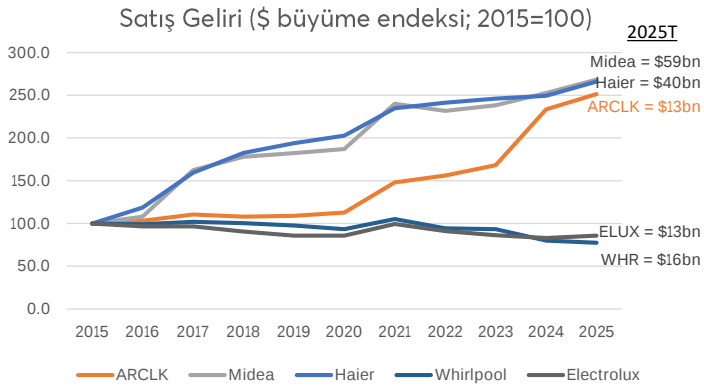
Kaynak: YF Research, ICTA Market Data

THYAO & PGSUS kapasite artışında dünyada öncü



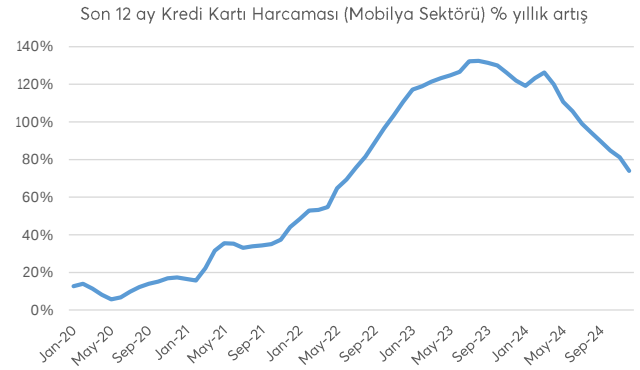
Kaynak: YF Araştırma, Bloomberg

ARCLK kendi sektöründe küresel zirveye oynuyor



Kaynak: Bloomberg, YF estimates

Mobilya sektöründe iç talepte beklenen yavaşlama gözlemlendi

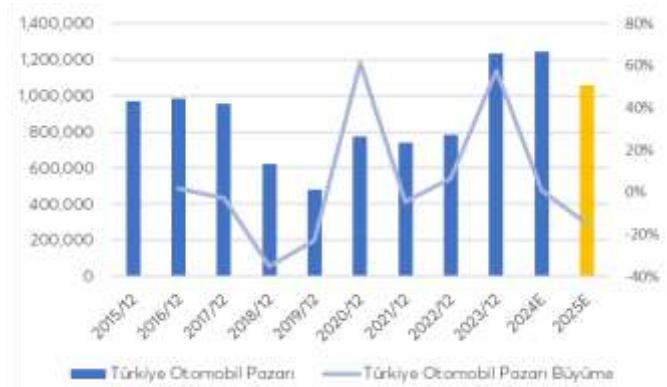


Kaynak: BKM

Konut Satışları Gelişimi



Otomobil Pazarının 2025'te %15 daralmasını bekliyoruz



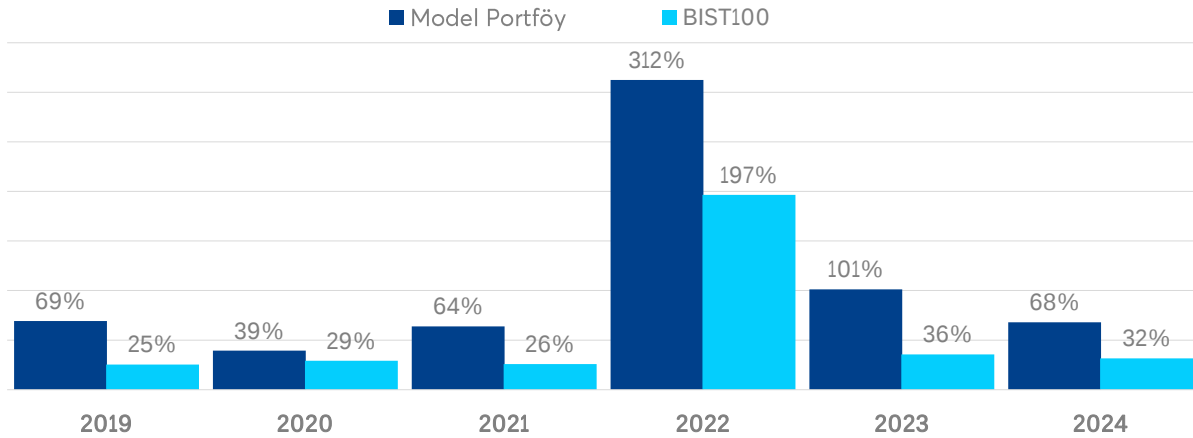
Model Portföy

Hisseler			Fiyat			Piyasa Değeri		Portföy Getirisi	
	Şirket İsmi	Kodu	Son Fiyat	Hedef	Potansiyel	TLmln	US\$mln	Relatif	Nominal
Eklendi	Türk Hava Yolları	THYAO	309.00	475.00	54%	426,420	11,978		
Eklendi	Yatas	YATAS	26.38	55.00	108%	3,952	111		
Çıkarıldı	Sise Cam	SISE	39.36	60.00	52%	120,568	3,387	-17%	-19%
Çıkarıldı	Türk Telekom	TTKOM	49.70	75.00	51%	173,950	4,886	73%	128%
Portföyde	Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	315.00	556.00	77%	76,713	2,155	-17%	-16%
Portföyde	Arcelik	ARCLK	131.00	340.00	160%	88,520	2,487	-21%	1%
Portföyde	Koza Anadolu Metal	KOZAA	73.85	121.700	65%	28,660	805	41%	42%
Portföyde	Eregli Demir Celik	EREGL	23.30	35.00	50%	163,100	4,582	-18%	6%
Portföyde	T. Vakıflar Bankası	VAKBN	25.92	40.00	54%	257,021	7,220	36%	75%
Portföyde	Turcas Petrol	TRCAS	27.00	62.00	130%	6,901	194	2%	2%
Portföyde	Enka Insaat	ENKAI	50.95	75.00	47%	305,700	8,587	18%	51%

* Kapanış fiyatları 24 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

Yatırım Finansman - Araştırma Model Portföy Performans								
Hisse		Fiyat (TL)			Piyasa Değeri (milyon)		YBB Getiri	
Şirket	Kodu	Son Fiyat	Hedef	Potansiyel	TL	US\$	Göreceli	Mutlak
Koza Anadolu Metal	KOZAA	73.85	121.70	65%	28,660	805	-2%	-1%
Sise Cam	SISE	39.36	60.00	52%	120,568	3,387	-7%	-5%
Eregli Demir Celik	EREGL	23.30	35.00	50%	163,100	4,582	-6%	-5%
Arcelik	ARCLK	131.00	340.00	160%	88,520	2,487	-9%	-8%
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	315.00	556.00	77%	76,713	2,155	-1%	1%
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	25.92	40.00	54%	257,021	7,220	10%	11%
Turcas Petrol	TRCAS	27.00	62.00	130%	6,901	194	-5%	-3%
Enka Insaat	ENKAI	50.95	75.00	47%	305,700	8,587	3%	5%
Türk Telekom	TTKOM	49.70	75.00	51%	173,950	4,886	13%	14%
Model Portföy Performans - Eşit Ağırlıklı								
Son değişimden bu yana portföy getirisi *								-2.6%
Son değişimden bu yana BIST100 getirisi								0.5%
Son değişimden bu yana Model Portföyün BIST100'e göre getirisi *								-3.0%
Yılbaşından bu yana model portföy getirisi								1.0%
Yılbaşından bu yana BIST100 getirisi								2.8%
Yılbaşından bu yana model portföyün BIST100'e göre getirisi								-1.8%

*Portföydeki son değişim 12 Aralık 2024'te yapılmıştır.



Model Portföy Hisseleri: AGHOL

AGHOL

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)

Hedef Fiyat

TL556.00

Hisse Fiyatı (27/01/2025)

TL315.00

Getiri Potansiyerli

77%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	320,922	543,521	740,888
% büyüme (nominal)	80%	69%	36%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	375,583	584,432	779,882
% büyüme (reel)	17%	8%	4%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	46,051	75,592	97,670
% marj	14.3%	13.9%	13.2%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	34,218	59,994	80,057
% marj	9.1%	10.3%	10.3%
Net Kar (TMS 29 hariç)	8,771	9,882	14,985
% marj	2.7%	1.8%	2.0%
Net Kar (TMS 29 dahil)	19,638	11,230	16,650
% marj	6.1%	2.1%	2.2%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	3.9x	6.8x	4.6x
F/K (TMS 29 Hariç)	8.7x	7.8x	5.1x
FD/FAVÖK	7.2x	4.1x	3.1x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	5.4x	3.3x	2.5x
PD/DD	1.2x	0.9x	0.7x
Hisse Başına Temettü	0.82	2.9	4.11
Temettü verimi	0.3%	0.9%	1.3%

AGHOL:Türkiye ve diğer gelişmekte olan pazarlarına iskontolu erişim

AGHOL'ün, cazip bir iskontoyla hem Türkiye'de hem de gelişmekte olan ülkelerde yüksek kaliteli bir tüketici portföyü sunduğunu düşünüyoruz. Güçlü küresel ortaklıklar (örneğin COLA, AB InBev ve Isuzu) ve iç piyasada güçlü konuma sahip şirketler (MGROS, AEFES, ADEL) uzun vadeli büyüme görünümünü ayrıca destekliyor. FAVÖK'ünün yaklaşık %50'si genç nüfusa sahip uluslararası operasyonlardan gelmekte olup, yeterince doymuşlaşmamış birçok ülkeye iskkontolu erişim imkanı sağlıyor. Güncellenmiş iştirak değerlemelerimize göre, AGHOL için hedef Net Aktif Değeri (NAV) 5 milyar USD olarak hesaplıyoruz, bu da mevcut 2,2 milyar USD piyasa değerine göre hedef NAV'da %57'lik bir iskontoya işaret ediyor. Mevcut değerlememiz şuan AEFES'in Rusya operasyonlarını içermektedir. Ancak, Rusya operasyonlarına atfedilen 1,2 milyar USD değeri hariç tuttuğumuzda bile AGHOL için hedef NAV değerimiz 4,4 milyar USD'ye (holding iskontosu sonrası 3,4 milyar USD) ulaşıyor bu durumda Rusya operasyonları hariç bile hedef NAV'miz %57 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Şimdilik, tahminlerimiz Rusya operasyonlarını içermeye devam ediyor çünkü AEFES'in Rusya'daki varlıklarını korumasına olanak tanıyacak bir anlaşma ihtimalini hâlâ masada olduğunu öngörüyoruz. Örneğin, 2024'te Rusya, St. Petersburg Havalimanı'ndaki Fraport'un %25 hissesinin geçici yönetim döneminin ardından BAE merkezli Orbit'e satışını onayladı.

NAV'nin %80'i AEFES ve MGROS'tan gelse de holdingin diğer varlıkları arasında elektrikli araç üreticisi TOGG (2027 yılına kadar 175K üretim kapasitesine ulaşması bekleniyor); Kia'nın distribütörü ve yaklaşık %2 pazar payına sahip Çelik Motor; 19K araç üretim kapasitesine sahip Anadolu Isuzu; %25-30 pazar payına sahip kırtasiye şirketi Adel; ve iki hidroelektrik santrali (120 MW kurulu kapasiteye sahip Aslancık HES ve 90 MW kurulu kapasiteye sahip Paravani HES) bulunmaktadır.

Model Portföy Hisseleri: ARCLK

ARCLK

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (27-01-2025)
Getiri potansiyeli

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

TL340.00

TL131.0

160%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	205,884	372,466	485,275
% büyüme (nominal)	54%	81%	30%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	257,103	416,411	573,750
% büyüme (reel)	0%	18%	10%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	20,177	26,073	41,248
% marj	9.8%	7.0%	8.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	20,330	22,829	40,163
% marj	7.9%	5.5%	7.0%
Net Kar (TMS 29 hariç)	4,529	5,889	12,132
% marj	2%	2%	3%
Net Kar (TMS 29 dahil)	7,667	-6,505	5,625
% marj	3%	-2%	1%

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	11.5x	n.m.	15.7x
F/K (TMS 29 Hariç)	19.5x	15.0x	7.3x
FD/FAVÖK	8.8x	7.8x	4.5x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	8.9x	6.9x	4.3x
PD/DD	1.2x	1.1x	0.9x
Hisse Başına Temettü	2.66	0.00	0.00
Temettü verimi	2.0%	0.0%	0.0%

ARCLK: 10 yıllık büyüme döneminin meyvelerini toplama zamanı

ARCLK'in on yıl önceki 5 milyar dolar olan satış geliri, 2025 yılında 13 milyar dolara ulaşacak ve bu da %10'luk bir bileşik yıllık büyüme oranına (YBBO) işaret ediyor ki bu oranın rekabetçi bir küresel sektör içinde dikkate değer olduğunu düşünüyoruz. Önümüzdeki yıllarda büyüme için hala büyük bir alan olsa da, yönetimin kaldırıcı iyileştirmek ve büyüme döngüsünün bir sonraki ayağına hazırlanmak için önümüzdeki 1-2 yıl boyunca marj iyileştirmesine öncelik vereceğini düşünüyoruz. Marj genişlemesinin hem brüt kardan (bazı eski Whirlpool varlıklarından üretimin taşınması, yerleşik segmente artan oranla daha iyi miks ve 2025'te daha uygun hammadde fiyatları) hem de faaliyet giderleri seviyesinden (birleşme sonrası sinerjiler, maliyet optimizasyonu ve yapay zekanın artan kullanımıyla) gelmesini bekliyoruz. 2025T'de FAVÖK marjının 150 baz puan artarak %7,0'a (TMS29 enflasyon muhasebesi hariç %8,4) çıkacağını tahmin ediyoruz; bu da 2024E'deki 0,6 milyar dolardan önemli ölçüde yüksek olan 0,9 milyar dolarlık (enflasyon muhasebesi etkisi hariç 1,1 milyar dolar) FAVÖK ile sonuçlanacaktır. Ayrıca 2026E'de %8,2'lik (enflasyon muhasebesi hariç %9,2) FAVÖK marjına ve 1,2 milyar dolarlık (enflasyon muhasebesi hariç 1,3 milyar dolar) FAVÖK'e doğru iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. Küresel talep koşullarında yalnızca kademeli bir iyileşme varsayıyoruz, ancak Çin ve/veya Avrupa'nın tüketim mallarına olan talebi teşvik etmek için yapacağı politika eylemleri tahminlerimiz için yukarı yönlü risk oluşturacaktır. Örneğin Çin'de hükümet eski cihazları değiştirmek için ürün değişim teşviklerini genişletti. Çin'in iç tüketiminde bir toparlanma olması durumunda bu, Arçelik'in pazarlarındaki rekabet baskılarını hafifletebilir. Borç pozisyonuna gelince, 2024 sonu kaldıraç oranının 4x'in altında olacağını tahmin ediyoruz ve daha yüksek FAVÖK üretimi sayesinde 2025-26'da önemli iyileştirmeler görmeyi bekliyoruz. Ayrıca, faiz indirimleri ve daha düşük türev araçların korunma maliyetleri sayesinde 2025'te şirketin finansal giderlerinde iyileşme bekliyoruz. Genel olarak, ARCLK'nin 340 TL/hisse HF'mize (daha yüksek borç pozisyonu nedeniyle 376 TL'den düşüş) %160'lık önemli bir yukarı yönlü potansiyel gördüğümüz için nadir bir fırsat sunmaya devam ettiğini düşünüyoruz. Hisse senedi, uluslararası benzerlerinin 8.3x/7.6x çarpanlarına kıyasla tahminlerimize göre 2025T'de 4.3x ve 2026T'de 3.2x FD/FAVÖK katlarında işlem görüyor.

Model Portföy Hisseleri: ENKAİ

ENKAİ

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL75.0

TL51.0

47%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	83,591	95,532	151,088
% büyüme	35.3%	14.3%	58.2%
FAVÖK	16,580	20,138	40,488
% marj	19.8%	21.1%	26.8%
Net Kar	17,247	20,922	36,984
% marj	20.6%	21.9%	24.5%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	17.7x	14.6x	8.3x
FD/FAVÖK	7.9x	6.5x	3.2x
F/DD	1.4x	1.2x	0.9x
Hisse Başına Temettü	0.36	1.75	2.00
Temettü verimi	0.7%	3.4%	3.9%

ENKAİ: Mühendislik ve İnşaat iş kolunda güçlü performans ve artan beklentiler

Petrol sahaları veya otoyol inşaatı gibi geleneksel iş alanlarının yanı sıra, önümüzdeki dönemde artması beklenen enerji altyapısı, nükleer/doğal gaz santralleri, LNG tesisleri ve yeşil hidrojen gibi yatırımlar Enka için önemli fırsatlar sunacaktır. ENKA, 2023 sonunda 5,0 milyar ABD doları olan birikmiş sipariş büyüklüğünü 2024'ün 3. çeyreğinde 5,8 milyar ABD doları seviyesine yükseltmeyi başardı. Bu artışa paralel olarak gelir büyümesinin de 2025'te hızlanması beklenebilir, çünkü birikmiş siparişin %17'sini oluşturan Libya projelerinin 2025'in 1. çeyreğinde başlaması bekleniyor. Şirket, Almanya'daki Stade LNG depolama ve yeniden gazlaştırma terminali ve İngiltere'deki Stanlow Rafinerisi'ndeki Düşük Karbonlu Hidrojen Üretim Tesisleri gibi EPC sözleşmelerini kazanarak Avrupa'daki varlığını genişletmeyi başardı. Mühendislik ve inşaat iş kolunun 2024'te 2,1 milyar ABD doları olan cirosunun 2025'te yaklaşık 2,4 milyar ABD dolarına çıkacağını tahmin ediyoruz. Uluslararası Mahkeme kararına göre Gürcistan'dan tahsil edilmesi beklenen potansiyel tazminat gelirinin, 2025'de tek seferlik olumlu bir etki yaratabileceğini belirtiyoruz. Enerji segmentinde, şirketin mevcut portföyünden daha yüksek verimliliğe sahip olacak yeni doğal gaz yakıtlı elektrik santralının 2025'in sonlarında devreye alınması planlanıyor. ENKA ayrıca nakit fazlasını değerlendirmek ve rüzgar kulesi üretim kapasitesini kullanmak için Türkiye'de yenilenebilir enerji yatırımlarını da değerlendirebilir. Şirketin Moskova'daki gayrimenkul portföyü, Ukrayna'daki savaştan büyük bir etki görmeden >300 milyon dolar tutarında yıllık kira geliri üretmeye devam ediyor. ENKA'nın net nakit pozisyonu 3Ç'24 itibarıyla 5,2 milyar ABD doları seviyesindedir. Hisse için fiyat hedefimizi 75 TL'ye yükseltiyoruz ve Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz.

Model Portföy Hisseleri: EREGL

EREGL

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL35.0

TL23.3

50%

Tahminler (TLmn)

2023

2024T

2025T

Net Satışlar	147,900	201,156	238,067
FAVÖK	15,573	21,522	38,868
% marj	10.5%	10.7%	16.3%
Net Kar	4,329	13,369	13,776
% marj	2.9%	6.6%	5.8%

Değerleme

2023

2024T

2025T

F/K	37.7x	12.2x	11.8x
FD/FAVÖK	15.2x	11.0x	6.1x
F/DD	0.9x	0.7x	0.6x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.25	0.29
Temettü verimi	0.0%	1.1%	1.2%

EREGL: Döngünün dip noktalarında ve göz ardı edilmesi zor

2024 yılının başında, çelik üreticilerinin marjlarında toparlanmanın başlamasını öngörmüştük. Ancak, küresel talep koşulları zayıf kaldı ve Çin aşırı üretimini ihraç etmeye devam etti, bu da marjlarda uzun süreli bir zayıflığa neden oldu. Tahminlerimizin aksine, EREGL'nin ton başına FAVÖK performansı 2023 yılındaki 92\$ seviyesinden 2024 yılında 82\$ seviyesine geriledi. Çin'in agresif ihracatından baskı geleceği neredeyse barizdi, fakat bizim beklentimiz Çin'in yüksek maliyetli bu politikasını sürdürmek yerine bir noktada üretimi kısmak zorunda kalacağı yönündeydi. 2024 yılında henüz bu noktaya gelmedik, ancak 2025'te bir politika ayarlamasının halen muhtemel olduğunu düşünüyoruz. Örneğin 2016'da Çin, çelik üreticilerinin 110 milyon tonluk rekor ihracat yapmasının ardından çelik endüstrisi için 100-150 milyon tonluk üretim kesintisi duyurmuştu. Çin'in 2024'teki ihracat hacmi de benzer şekilde 111 milyon tona ulaştı. Bu ihracat hacminin sürdürülebilir olduğunu düşünmüyoruz, çünkü (1) Çin çeliğine karşı artan sayıda ülke tarafından korumacılık önlemleri açıklandı ve Trump 2.0 dönemi başladı (2) Çin'in iç talebinde iyileşme ve yeni teşvikler bekleniyor (3) aşırı üretimin mali ve çevresel zararları Çin için çok yüksek. Çin'in Ağustos 2024'te çelik kapasite değiştirme politikasını askıya aldığı, 2025'te yeni politikanın açıklanmasının beklendiğini ve bunun önümüzdeki 5 yıl için yeni kapasite kesintileri getirebileceğine inanıyoruz. Tüm bunlar göz önüne alındığında, yakın vadeli marj eğilimleri EREGL için umut verici görünmese de, döngünün dip noktalarında olduğumuzu ve genellikle EREGL için en iyi risk-getiri noktasının geçmişte bu tip durumlarda ortaya çıktığını not ediyoruz. Yerel ve bölgesel gelişmeler açısından, ECB'den faiz indirimleri ve Avrupa ekonomilerini canlandırmayı amaçlayan potansiyel teşvikler 2025'te dikkat edilmesi gereken önemli diğer katalizörler olabilir. 2025'te ton başına FAVÖK'ün hafifçe artarak 120\$/tona çıkacağını tahmin ediyoruz, ancak politika ayarlamalarının zamanlamasına bağlı olarak kısa vadeli toparlanmanın daha yavaş veya daha hızlı olabileceğini söyleyebiliriz. EREGL'nin madencilik yatırımlarıyla ilgili olarak, 2027-2028'de başlayacak demir cevheri pelet projesinden 250 milyon ABD doları tutarında ilave brüt kar geleceğini tahmin ediyoruz, ancak yakın zamanda ortaya çıkan altın keşfinden kaynaklanan potansiyel katkıyı tahmin etmek bu aşamada açıklanmayan detaylar nedeniyle kolay değil. Şirketin 2025'de yatırım harcamasının 1,1 milyar \$'dan 800 milyon \$'a gerilemesini bekliyoruz. 2024 sonunda yaklaşık 3x seviyesinde tahmin edilen Net Borç/FAVÖK oranının, 2025 yılında iyileşmesini bekliyoruz. EREGL için hedef fiyatımızı 32,50 TL'den 35,0 TL'ye revize ediyor, Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz.

Model Portföy Hisseleri: KOZAA

KOZAL

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL36.0

TL24.3

48%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	6,270	7,476	15,909
% büyüme (nominal)	9%	19%	113%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	8,107	9,055	18,171
% büyüme (reel)	-28%	-23%	56%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	1,838	1,832	4,057
% marj	29.3%	24.5%	25.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	2,517	2,344	4,765
% marj	31.0%	25.9%	26.2%
Net Kar (TMS 29 hariç)	5,732	4,749	6,568
% marj	91.4%	63.5%	41.3%
Net Kar (TMS 29 dahil)	406	971	3,732
% marj	5.0%	10.7%	20.5%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	191.6x	80.2x	20.9x
F/K (TMS 29 Hariç)	13.6x	16.4x	11.8x
FD/FAVÖK	25.6x	27.5x	13.5x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	35.1x	35.2x	15.9x
PD/DD	3.8x	2.5x	1.9x
Hisse Başına Temettü	0.40	0.00	0.47
Temettü verimi	1.6%	0.0%	1.9%

KOZAA - Net Aktif Değer Hesaplaması (Milyon TL)

KOZAL Hedef Değerleme	115,290
KOZAA'nın KOZAL'da dolaylık sahiplik oranı	47.53%
KOZAA'nın sahip olduğu KOZAL payının değeri	54,797
Net Diğer varlıklar (2.0x defter değeri)	4,232
Hedef Net Aktif Değer	59,030
Mevcut Piyasa Değeri	28,660
Hedef NAD'ye göre iskonto	-51.4%
Hedef Piyasa Değeri	47,224
Hedef Hisse Fiyatı	121.70
Mevcut Hisse Fiyatı	73.85

Artış Potansiyeli

65%

KOZAL ve KOZAA için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz

Yükselen altın fiyatı, üretim hacminde beklenen toparlanma ve yakın zamanda duyurulan birleşme süreci nedeniyle KOZAL ve KOZAA'ya ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz. KOZAL'ın altın üretim hacmindeki düşüş 2024 yılında devam ederken, 2025'in şirket operasyonları için 150 bin ons üretim seviyelerine doğru bir toparlanma yılı olacağını tahmin ediyoruz. Bu aynı zamanda faaliyet gelirinde de bir iyileşmeye yol açacaktır. KOZAL'ın 2023 itibarıyla toplam altın rezervleri 2,5 milyon ons olarak duyurulmuştu. Altın fiyatlarındaki artışın da etkisiyle toplam rezerv değeri 2012'den bu yana en yüksek seviyeye çıkmış oldu. KOZAL'ın piyasa değerinin hesaplanan rezerv değerine oranı mevcut durumda 0,31x seviyesindeyken, son 5 yıllık ortalaması olan 0,44x'e kıyasla iskontoya işaret etmektedir. Şirketin Yönetim Kurulu KOZAL'ın sermayesinde dolaylı sahipliği bulunan KOZAA ve IPEKE ile KOZAL'ın birleşme sürecini başlattı. Bizim görüşümüze göre, bu birleşme kararı grup yapısını sadeleştirme ve potansiyel olarak daha büyük bir madencilik lisans havuzuyla verimliliği artırma niyetini yansıtır. KOZAL'ın hedef fiyatına göre KOZAA için hesapladığımız NAD iskontosu %51 seviyesindedir. KOZAL için hedef fiyatımızı 36 TL ve KOZAA için hedef fiyatımızı 121,7 TL olarak revize ediyor ve sırasıyla 48% ve 65% yukarı yönlü potansiyel hesaplıyoruz.

Model Portföy Hisseleri: THYAO

THYAO

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL475.00

TL309.0

54%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	504,398	735,081	956,493
% büyüme	62%	46%	30%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	115,397	141,073	174,156
% marj	23%	19.2%	18.2%
Net Kar (TMS 29 hariç)	163,003	120,638	119,804
% marj	32%	16%	13%

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	2.6x	3.5x	3.6x
FD/FAVÖK	5.2x	4.3x	3.5x
PD/DD	0.9x	0.6x	0.5x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	13.11
Temettü verimi	0.0%	0.0%	4.2%

THYAO: İskontolu çarpan ve temettü beklentisi

THYAO'nun AKK'sinin 2025T'de yıllık bazda %6,5 ve kargo hacminin yıllık bazda +%2 artacağını tahmin ediyoruz. THYAO'nun yolcu kapasitesi (AKK) 3Ç24'te %5 artışla 68,7 milyar AKK'ye yükselirken, 3Ç19 seviyesinin %33 üzerinde gerçekleşti. Sektör genelinde kapasite artışları önceki beklentilere kıyasla hala düşük seviyelerde seyrettiğinden, 2025 yılında yolcu getirilerinin dirençli kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Kargo tarafında ise ivme 2025T'de de devam edecektir. Asya'daki güçlü talep ortamı sayesinde kargo gelirleri 3Ç24'te yıllık bazda %47 arttı. 2025 yılı toplam gelir tahminimiz 24,1 milyar ABD doları olup, 2024 yılı tahminimiz olan 22,4 milyar ABD dolarına kıyasla %8,0 gelir artışı anlamına gelmektedir. (Şirket tanımlı) FAVÖK tahminimiz 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla 5,1 milyar ABD doları ve 5,4 milyar ABD dolarıdır. Şirketin net borcu 3Ç sonunda yılsonuna kıyasla 1,1 milyar USD iyileşerek 6,2 milyar USD'ye geriledi. Net Borç/FAVÖK 2023 yılsonunda 1,3x seviyesindeyken, 30 Eylül 2024 itibarıyla 1,2x seviyesine geriledi. Şirketin güçlü likidite pozisyonu 9A24 itibarıyla 7,4 milyar ABD dolarına ulaşarak SOA gelirinin %33'üne tekabül etmiştir. 2025 dolar bazlı beklentilerimize göre THYAO hisseleri 4,0x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. HF'mizi hisse başına 375,0 TL'den 475,0 TL'ye yükseltiyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Brent fiyatını 80 ABD doları olarak tahmin ediyoruz ve düşük yakıt fiyatları değerlememize yönelik başlıca yukarı yönlü risk olabilir.

Model Portföy Hisseleri: TRCAS

TRCAS

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL62.0

TL27.0

130%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
FAVÖK (İştiraklerdeki TRCAS payı)			
(TMS 29 hariç)	1,691	2,302	3,644
(TMS 29 dahil)	2,352	2,829	4,122
Net Kar (TMS 29 dahil)	826	905	1,503

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	8.4x	7.6x	4.6x
FD/FAVÖK	3.3x	2.8x	1.9x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	4.6x	3.4x	2.1x
PD/DD	1.0x	0.6x	0.5x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.57	0.98
Temettü verimi	0.0%	2.1%	3.6%

Turcas - Değerleme (Milyon \$)

Shell-Turcas %30 payın değeri	615
(Turcas payına düşen EBITDA 2025T)	97
RWE-Turcas %30 payın değeri	70
(Turcas payına düşen EBITDA 2025T)	11
Ataş (Depolama - %5 sahiplik)	5
Net Diğer Varlıklar	10
Net Nakit (4Ç'24 tahmin)	8
Net Aktif Değeri	708
Hedef NAD	
%40 holding iskontosu sonrası	425
Mevcut Piyasa Değeri	193
NAD'ye göre iskonto	-73%
Hedef NAD'ye göre iskonto	-54%

Hedef Hisse Fiyatı (TL/hisse)	62.00
Mevcut Hisse Fiyatı	27.00
Yükseliş Potansiyeli	130%

TRCAS: 2025 için güçlü bilanço ve olumlu marj görünümüne sahip

Turcas'ın 2025 yılında perakende akaryakıt sektöründeki iştirakinde güçlü karlılık görünümüne sahip olduğunu düşünüyoruz, çünkü yüksek faiz oranlarından etkilenmeyen bir alan ve dağıtıcı kar marjları 2016'dan bu yana dolar cinsinden en yüksek seviyeye ulaştı. EPDK akaryakıt fiyatlandırma verilerine göre, dağıtım ve perakende için kar marjı bir yıl öncesine göre %70 artarak 4. Çeyrek 2024 döneminde 4,9 TL/litre seviyesine yükseldi (dizel ve benzinin ağırlıklı ortalaması). Bu rakam dolar bazında 0,14 \$/litre karlılığa denk geliyor ve 2021-2023 ortalaması olan 0,09 \$ rakamının oldukça üzerinde. Güçlü TL ortamı ve düşük borçluluk seviyeleri Shell-Turcas için karlılık görünümünü destekleyen diğer faktörlerdir. 2024 yılında Shell-Turcas'ın net borcu TFRS16 etkisi hariç önceki seneye göre 4,3 milyar TL'den 1 milyar TL'ye düşmüştür. Her 5 yılda bir gerçekleşen ve Şirketin uzun zamandır hazırlandığı bayilerle yapılan sözleşme yenileme döneminde planlanan nakit çıkışlarına rağmen, Shell-Turcas'ın yaratmasını beklediğimiz güçlü nakit akışı sayesinde 2025 yıl sonunda borç pozisyonunda kısıtlı bir artış olacağını tahmin ediyoruz. Sözleşme yenilemelerinin tamamlanmasının ardından, Shell-Turcas'ın düşük performans gösteren bayileri daha güçlü hacim potansiyeli olan yenileriyle değiştirerek ağırlıklı olarak da artırması beklenmektedir. Shell-Turcas'ın net karının 2024 yılında 1,4 milyar TL'den 2025'de 3,8 milyar TL'ye çıkmasını tahmin ediyoruz. Öte yandan, Türkiye'de 800MW CCGT santrali işleten enerji iştiraki, geçen sene ikinci yarıda artırılan kapasite ödemelerinden yararlanmaya devam edecek, bu ödemelerden gelen katkı 2024 yılındaki artışın tam yıl etkisinin görülmesiyle bu sene daha fazla olacak. RWE-Turcas'ın 2024 sonu itibarıyla 20 milyon Avro net nakit pozisyonuna sahip olması tahmin ediliyor ve borçsuz bilançosu sayesinde bu Şirketin net karının 2024'de 380 milyon TL'den 2025'de 550 milyon TL'ye çıkmasını tahmin ediyoruz. TRCAS'ın kendi bilançosu da 2024'te net nakit pozisyonuna geçmeyi başardı ve 2017'den bu yana Şirket ilk kez nakit temettü (hisse başına 0,57 TL) dağıttı. TRCAS'ın net borç pozisyonu 2020 sonunda 106 milyon dolar seviyesindeydi. Piyasanın bu kaldıraç azaltma etkisini henüz fiyatlamadığına inanıyoruz çünkü TRCAS piyasa değeri bugün dolar cinsinden 2020 sonuna kıyasla yalnızca %15 civarında artmış durumdadır. Hissenin FD/FAVÖK çarpanı 2025 tahminlerimize göre 1.9x ve F/K çarpanı 4.6x seviyesindedir. Parçaların toplamı yöntemiyle hesapladığımız değerlememizi güncelliyor ve TRCAS için hedef fiyatımızı 48,0 TL'den 62,0 TL'ye yükseltiyoruz.

Model Portföy Hisseleri: VAKBN

VAKBN

Endeks Üzeri Getiri

(önceki: endeks üzeri getiri)

Hedef Fiyat	39.66
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	25.92
Getiri Potansiyeli	53%

Bloomberg Hisse Kodu	VAKBN TI
Piyasa Değeri (TLmn)	257,021
Halka Açıklık Oranı	6%
Hisse Adedi(mn)	9,916
Ort. İşlem Hacmi-3 Aylık Tlmn	649

Tahminler	2023	2024T	2025T
Net Kar	25,046	39,765	57,659
Büyüme (y/y)	4%	59%	45%
Özkaynak	171,428	211,193	268,851
Değerleme	2023	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	18%	20.8%	24.0%
F/K (x)	10.3	6.5	4.5
F/DD (x)	1.50	1.22	0.96
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.60
Temettü verimi	0.0%	0.0%	2.3%

Özsermaye Karlılığı iyileşmesi devam edecek

VAKBN'nin TL çekirdek faiz marjı, 3. çeyrekte sektördeki en büyük iyileşme olan 270 baz puanlık artışla pozitif bölgeye girdi ve provizyon öncesi kâr, sektördeki %9'luk daralmaya kıyasla çeyreklik bazda %81 artışla TL14,3 milyara yükseldi. TL kredi portföyünün yaklaşık %71'inin hızlı bir şekilde yeniden fiyatlanması, marj toparlanmasına katkıda bulundu. Banka, faiz indirim döngüsüne girilirken sabit oranlı kredi portföyünü artırmayı önceliklendirerek faiz indirimlerine karşı iyi şekilde pozisyonlanıyor. VAKBN'nin 2025 yılında kârlılığını %56 artırarak 24% Özsermaye Karlılığı elde edeceğini öngörüyoruz. VAKBN'nin, TL11 milyarlık serbest provizyon tamponu (2024 4. çeyrek için tahmini serbest provizyonla birlikte yaklaşık TL17 milyar) ve 2025'te güçlü çekirdek marj genişleme potansiyeli sayesinde dirençli kalacağını bekliyoruz. Hedef fiyatımızı 2025-2026 ortalama Defter Değerine (DD) 1,17x hedef P/DD çarpanı uygulayarak 39,66 TL olarak belirliyoruz. Değerlememizdeki yukarı yönlü potansiyel, beklenenden daha derin faiz indirimleri ve Sermaye Maliyeti'ndeki (CoE) beklenenin üzerinde bir ılımlılaşmayı içeriyor. Öte yandan, görünümümüze yönelik riskler arasında ek parasal sıkılaştırma, daha kısıtlayıcı düzenleyici önlemler ve daha yüksek Takipteki Kredi (NPL) oluşumu ihtimali yer alıyor.

Model Portföy Hisseleri: YATAS

YATAS		Endeks Üzeri Getiri		
		Önceki: Endeks Üzeri Getiri		
Hedef Fiyat		TL55.0		
Hisse Fiyatı (-aa-2025)		TL26.4		
Getiri potansiyeli		108%		
Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T	
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	10,942	14,467	19,620	
% büyüme (nominal)	62.4%	32.2%	35.6%	
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	13,533	16,456	21,776	
% büyüme (reel)	6.1%	-15.8%	2.8%	
FAVÖK (TMS 29 hariç)	1,724	1,871	2,649	
% marj	15.8%	12.9%	13.5%	
FAVÖK (TMS 29 dahil)	1,386	1,585	2,573	
% marj	10.2%	9.6%	11.8%	
Net Kar (TMS 29 hariç)	503	593	844	
% marj	4.6%	4.1%	4.3%	
Net Kar (TMS 29 dahil)	700	263	657	
% marj	5.2%	1.6%	3.0%	
Değerleme	2023T	2024T	2025T	
F/K	5.6x	15.0x	6.0x	
F/K (TMS 29 Hariç)	7.9x	6.7x	4.7x	
FD/FAVÖK	5.8x	5.1x	3.1x	
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	4.7x	4.3x	3.0x	
PD/DD	0.8x	0.6x	0.4x	
Hisse Başına Temettü	1.34	0.00	0.00	
Temettü verimi	5.1%	0.0%	0.0%	

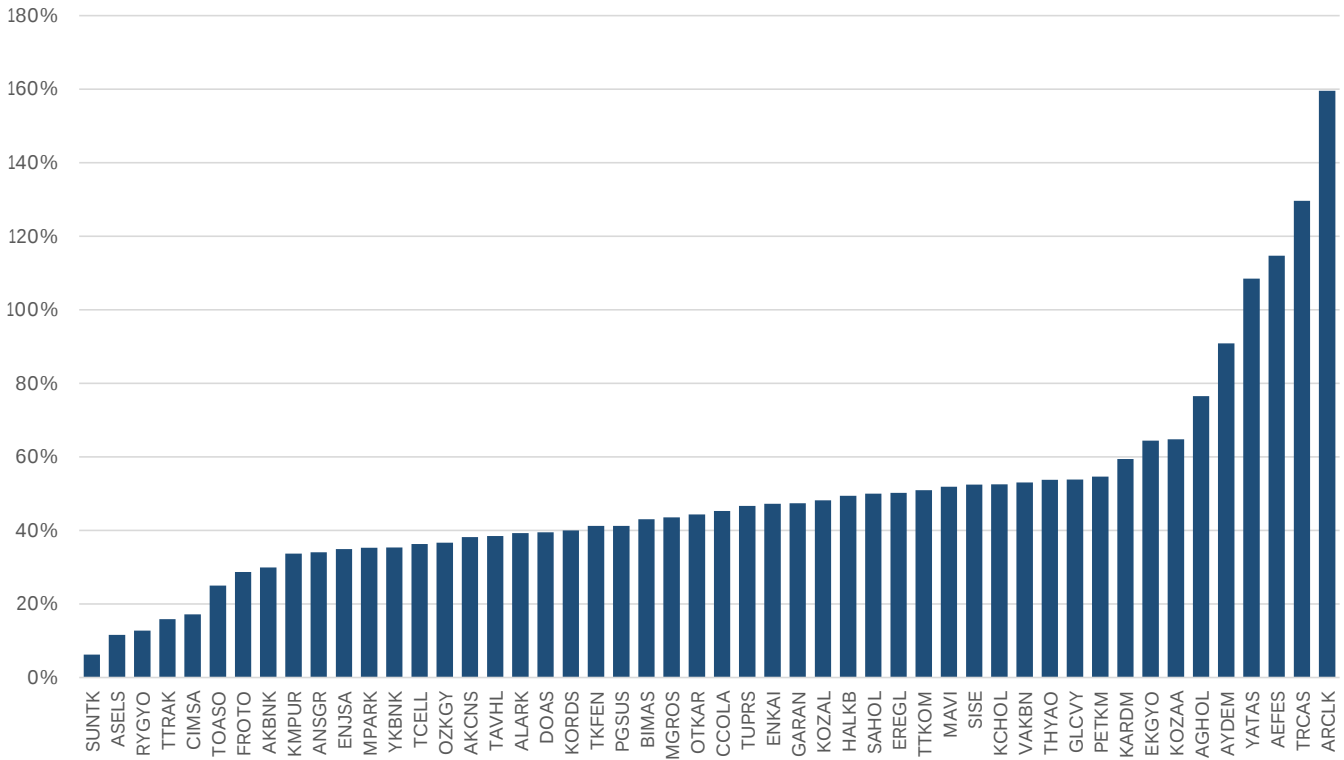
Beklenen borç azalımı ile beraber 2025 ve 2026'da yüksek kar artış potansiyeli

2024 yılında yüksek faiz, kredi kartı sınırlamaları ve düşük talep mobilya sektöründe yer alan şirketlerin üzerinde baskı oluşturdu. Sektöründe marka değeri ve bünyesinde bulunan farklı markalarla farklı gelir gruplarına hitap etmesi ile öne çıkan YATAS'ın, mevcut zorlu koşullara rağmen 2024 yılını %32,2 nominal ciro büyümesi ile tamamladığını tahmin ediyoruz. Diğer yandan, bu rakamın sene başındaki beklentimiz olan büyümenin altında kaldığını not ediyor, fakat ertelenen talebin önümüzdeki dönemde tekrardan ciro büyüme potansiyeli oluşturacağını düşünüyoruz. Diğer yandan yüksek faiz ortamı şirketin borçlu yapısı nedeniyle finansal giderlerde artışa yol açtı. Şirket toplam borçları içindeki görece düşük faiz maliyeti olan döviz cinsi borçların ağırlığını kademeli şekilde %40 seviyesine doğru çıkararak faiz maliyetini yönetmeye çalışmaktadır. 2024 yılında enflasyon muhasebesinin de olumsuz etkileri ile beraber FAVÖK marjı tahminimizin altında %9,6 olarak gerçekleşti ve bir önceki seneye göre 60 puan düşüş gösterdi (enflasyon muhasebesi hariç marj tahminimiz 2024'de %12,9). Önümüzdeki dönemde Yataş hem satış büyümesi hem de faiz giderlerinin azalması bakımından faiz indirimlerinde olumlu etkilene potansiyeli taşıyacaktır. Ek olarak, yurtdışı pazarlarda özellikle Rusya'da batılı markaların ülkeden çıkmasıyla Şirketin Pazar payı kazanma potansiyeli artmıştır. 2025 yılında şirketin hasılatında %35,6 nominal büyüme ve FAVÖK marjında 220 puan iyileşme öngörüyoruz (enflasyon muhasebesi hariç 60 puan iyileşme). Faaliyet karlılığında iyileşme için beklenen ciro büyümesinin açıklanan asgari ücret artışına göre daha yüksek seviyede olması önemli katkı sağlayacaktır. 2025 ve 2026 yılında borçlulukta kademeli iyileşme ile birlikte, Şirketin yüksek kar artış potansiyeli taşıyacağına inanıyoruz. YATAS hissesi için hedef 5.0x FD/FAVÖK çarpanına göre belirlediğimiz yeni hedef fiyatımız 55.00 TL seviyesinde olup, %108 artış potansiyeline işaret etmektedir.

Araştırma Takip Listesi – Öneri Revizyonları

Tavsiye Değişiklikleri	Önceki	Yeni
HALKB	Endekse Paralel Getiri	Endeks Üzeri Getiri
BIMAS	Endekse Paralel Getiri	Endeks Üzeri Getiri
DOAS	Endekse Paralel Getiri	Endeks Üzeri Getiri
YKBNK	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri
AKBNK	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri
RYGYO	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri
MPARK	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri
SUNTK	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri
TOASO	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri

Araştırma Takip Listesi – Hedef Fiyatlara Göre Yükseliş Potansiyelleri



Bankacılık Sektörü

AKBNK

Endekse Paralel Getiri

(önceki: endeks üzeri getiri)

Hedef Fiyat	86.31
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	66.45
Getiri Potansiyeli	30%

Bloomberg Hisse Kodu	AKBNK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	345,540
Halka Açıklık Oranı	52%
Hisse Adedi(mn)	5,200
Ort. İşlem Hacmi-3 Aylık Tlmn	5,167

Tahminler	2023	2024T	2025T
Net Kar	66,479	41,589	68,622
Büyüme (y/y)	11%	-37%	65%
Özkaynak	211,195	242,813	305,196
Değerleme	2023	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	38%	18.3%	25.0%
F/K (x)	5.2	8.3	5.0
F/DD (x)	1.64	1.42	1.13
Hisse Başına Temettü	1.73	1.92	1.20
Temettü verimi	2.6%	2.9%	1.8%

Olumlu görünüm büyük ölçüde fiyatlanmış durumda

AKBNK'nın 2025 yılında kârını %65 artırmayı ve %25 özkaynak kârlılığı (ROE) elde etmesini bekliyoruz. Banka, devam eden vade uzatımları, konut kredilerinde pazar payı kazanımları, düşük TL kredi-mevduat oranı (%82) ve menkul kıymet portföyünün daha yüksek getirili varlıklar ile yeniden dengelenmesi sayesinde marj genişlemesine hazır durumda. AKBNK'nın güçlü sermaye tamponu (%17,2 civarında) büyümeyi sürdürebilmesi ve riskleri sınırlaması açısından önemli bir avantaj sağlıyor. 2025 net kâr tahminimiz, net faiz marjı (NIM) genişlemesi, komisyon gelirleri artışı ve faaliyet giderleri ile karşılıklar konusundaki daha temkinli varsayımlarımız nedeniyle piyasa beklentisinin %16 altında bulunuyor. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 5x F/K ve 1.1x PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor. Hedef fiyatımız, 2025-2026 ortalama özkaynak değerine uygulanan 1.25x hedef PD/DD çarpanı üzerinden 86 TL/hisse olarak belirlenmiştir. Değerlememiz için yukarı yönlü potansiyel, beklenenden daha derin faiz indirimleri ve daha güçlü özsermaye maliyeti iyileşmesi olabilir. Buna karşılık, görünümümüz için aşağı yönlü riskler arasında ek parasal sıkılaştırma olasılığı, daha kısıtlayıcı regülatif önlemler ve daha yüksek takipteki alacak (NPL) oluşumu yer almaktadır. Sınırlı yukarı yönlü potansiyel nedeniyle derecelendirmemizi Endekse Paralel Getiri olarak düşürüyoruz

GARAN

Endeks Üzeri Getiri

(önceki: endeks üzeri getiri)

Hedef Fiyat	194.93
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	132.30
Getiri Potansiyeli	47%

Bloomberg Hisse Kodu	GARAN TI
Piyasa Değeri (TLmn)	555,660
Halka Açıklık Oranı	14%
Hisse Adedi(mn)	4,200
Ort. İşlem Hacmi-3 Aylık Tlmn	2,866

Tahminler	2023	2024T	2025T
Net Kar	87,332	93,203	121,164
Büyüme (y/y)	49%	7%	30%
Özkaynak	244,797	324,900	432,084
Değerleme	2023	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	45%	32.7%	32.0%
F/K (x)	6.4	6.0	4.6
F/DD (x)	2.27	1.71	1.29
Hisse Başına Temettü	2.09	3.12	3.33
Temettü verimi	1.6%	2.4%	2.5%

GARAN'ın rakiplerini geride bırakmaya devam etmesini bekliyoruz.

Bankanın toplam varlıkları içinde kredilerin yüksek payı ve kredi getirilerinin menkul kıymet getirilerinden yaklaşık 10 puan daha yüksek olması, 2024 yılında marj performansı açısından Garanti Bankası'nı olumlu bir şekilde öne çıkarmıştır. Ayrıca, bankanın görece daha büyük bir döviz korumalı mevduat (KKM) stoğuna sahip olması ve bu mevduatlara uygulanan faiz oranı sınırı, fonlama maliyetlerini olumlu yönde etkilemiştir. Banka, agresif maaş ve emekli promosyonlarından kaçınarak operasyonel giderlerini daha sürdürülebilir bir yaklaşımla yönetmeyi tercih etmiştir. Bu yaklaşım sayesinde, diğer bankalar yıl sonu tahminlerini aşağı revize ederken, Garanti Bankası 2024 için tahminlerini korumuştur. 2025 yılında kredi büyümesi kısıtlamalarının görünümüne baskı yapması beklenirken, GARAN bireysel kredilerde vadeleri uzatmaya ve konut kredilerinde büyümeyi hızlandırmaya odaklanmaktadır. 2025 yılında net faiz marjı (NIM) genişlemesinin rakiplerine göre daha sınırlı olmasını beklesek de Garanti Bankası'nın bankalar arasında en yüksek NIM'i koruyacağını öngörüyoruz. 2024 yılında güçlü bir komisyon geliri artışı (%156) elde edilmesine rağmen, faiz oranlarında kademeli indirimlerle birlikte ödeme sistemleri komisyonun azalması ile 2025 yılında komisyon tarafında daha yavaş bir büyüme öngörüyoruz. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 4.6x F/K ve 1.3x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir. Hedef fiyatımız, 2025-2026 dönemi ortalama özkaynak değerine uygulanan 1.55x hedef PD/DD çarpanı üzerinden 195 TL/hisse olarak belirlenmiştir. Değerlememiz için yukarı yönlü potansiyel, beklenenden daha derin faiz indirimleri ve özsermaye maliyetinde daha güçlü bir iyileşme olabilir. Bununla birlikte, ek parasal sıkılaştırma olasılığı, daha kısıtlayıcı düzenleyici önlemler ve daha yüksek takipteki alacak (NPL) oluşumu gibi riskler görünümümüz için aşağı yönlü faktörler olarak öne çıkmaktadır.

Bankacılık Sektörü

HALKB

Endeks Üzeri Getiri

(önceki: endekse paralel getiri)

Hedef Fiyat	27.38
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	18.33
Getiri Potansiyeli	49%

Bloomberg Hisse Kodu	HALKB TI
Piyasa Değeri (TLmn)	131,697
Halka Açıklık Oranı	9%
Hisse Adedi(mn)	7,185
Ort. İşlem Hacmi-3 Aylık Tlmn	735

Tahminler	2023	2024T	2025T
Net Kar	10,112	15,268	35,115
Büyüme (y/y)	-34%	51%	130%
Özkaynak	128,406	143,674	178,789
Değerleme	2023	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	9%	11.2%	21.8%
F/K (x)	13.0	8.6	3.8
F/DD (x)	1.03	0.92	0.74

HALKB: Yüksek getirili KOBİ kredileri ile güçlü özsermaye karlılığı

HALKB'nin net karının 2025'te %130 artarak ve 22% özsermaye karlılığına ulaşarak karlılığının güçlü bir şekilde toparlanacağını öngörüyoruz. Bankanın sağlam KOBİ kredi portföyünden (%48) kaynaklanan önemli bir Net Faiz Marjı (NFM) genişlemesi bekliyoruz. NFM'da genişleme beklentimiz, daha yüksek kredi getirileri, hızlanan kredi büyümesi (aylık %2,5 tavan ile diğer ticari kredilere göre daha yüksek büyüme tavanı) ve devam eden faiz indirimleri sürecinde azalan fonlama maliyetleri altında şekilleniyor. Hisse senedi, 2025 tahminlerimize göre 3,8x F/K ve 0,74x P/DD oranında işlem görüyor. Hedef fiyatımızı, 2025-2026 ortalama DeFTER Değerine (DD) 1,07x hedef P/DD çarpanı kullanarak ve ayrıca ABD'deki devam eden davaya ilişkin olası risklere karşı değerlemede %20 ilave iskonto uygulayarak 27.4 TL olarak belirledik. Trump'ın ikinci döneminde Türkiye ile ABD arasındaki ilişkilerin ısınma potansiyeli bulunuyor. Ayrıca, Türkiye'nin 2023'te 3 milyar doların altında olan ABD hazine bonusu portföyünün 2024'te yaklaşık 12 milyar dolara yükseldiğini görüyoruz ki bu da iki ülke arasındaki ilişkilerde bir iyileşmeye işaret ediyor olabilir. Değerlememizdeki yukarı yönlü potansiyel, beklenenden daha derin faiz indirimleri ve Sermaye Maliyeti'ndeki (CoE) beklenenin üzerinde bir ılımlılaşmayı içeriyor. Öte yandan, görünümümüze yönelik riskler arasında ek parasal sıkılaştırma, daha kısıtlayıcı düzenleyici önlemler ve daha yüksek Takipteki kredi (NPL) oluşumu ihtimali yer alıyor.

YKBNK

Endekse Paralel Getiri

(önceki: endeks üzeri getiri)

Hedef Fiyat	43.93
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	32.46
Getiri Potansiyeli	35%

Bloomberg Hisse Kodu	YKBNK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	274,191
Halka Açıklık Oranı	39%
Hisse Adedi(mn)	8,447
Ort. İşlem Hacmi-3 Aylık Tlmn	5,845

Tahminler	2023	2024T	2025T
Net Kar	68,008	28,905	56,655
Büyüme (y/y)	29%	-57%	96%
Özkaynak	178,852	197,467	249,786
Değerleme	2023	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	46%	15.4%	25.3%
F/K (x)	4.0	9.5	4.8
F/DD (x)	1.53	1.39	1.10
Hisse Başına Temettü	0.94	1.21	0.51
Temettü verimi	2.9%	3.7%	1.6%

YKBNK: 2025 yılında NFM genişlemesi için önemli bir alan Mevcut

YKBNK için 2025 yılında, fonlama maliyetlerindeki beklenen iyileşme ve krediler ile mevduatlar arasındaki vade uyumsuzluğunun azalmasıyla birlikte sektördeki en büyük NFM genişlemelerinden birini öngörüyoruz. 2024 yılında swap fonlamasına yüksek bağımlılık fonlama maliyetlerini olumsuz etkilemiş olsa da, 2025'te politika faizlerindeki düşüşle birlikte olumlu bir dönüşüm bekliyoruz. YKBNK'nin geniş müşteri ağı (16,5 milyon müşteri) ve yüksek maaş hesabı oranı (%60), marj yönetimini daha da güçlendiriyor. Ayrıca, YKBNK'nin Eylül ayında sektör ortalamasının 400 baz puan üzerinde gerçekleşen kredi yeniden fiyatlaması, 2025 için iyileşen kredi getirilerine işaret ediyor. Ancak, beklenen NFM genişlemesine rağmen, 2024'te %100'ün üzerinde büyüme gösteren komisyon gelirlerinin normalleşmesi muhtemel. Bu normalleşme, kademeli faiz indirimleri sürecinde ödeme sistemi ücretlerindeki düşüşten kaynaklanıyor. Genel olarak, YKBNK'nin 2025 tahmini net karının TL56,6 milyara ulaşarak %25 ROE (Özsermaye Karlılığı) sağlayacağını öngörüyoruz. Tahminimiz, NFM genişlemesi, komisyon geliribüyümesi ve daha yüksek operasyonel giderler ile provizyonlara ilişkin daha temkinli varsayımlarımız nedeniyle konsensüs tahmininden (Bloomberg: TL62 milyar) %10 daha düşük. Hisse senedi, 2025 tahminlerimize göre 4,8x F/K ve 1,1x P/DD oranında işlem görüyor. Hedef fiyatımız, 2025-2026 ortalama DeFTER Değerine (DD) 1,26x hedef P/DD çarpanı uygulanarak TL44/hisse olarak belirlenmiştir. Sınırlı yukarı yönlü potansiyel nedeniyle derecelendirmemizi Endekse Paralel Getiri olarak düşürüyoruz.

Sigorta ve Diğer Finansal Şirketler

ANSGR

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat	TL152.0
Hisse Fiyatı	TL113.4
Getiri potansiyeli	34%

Tahminler (TLmn)

	2023T	2024T	2025T
--	-------	-------	-------

Değerleme

	2023T	2024T	2025T
F/K	9.6x	5.1x	4.2x
PD/DD	4.0x	2.2x	1.6x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	5.58
Temettü verimi	0.0%	0.0%	4.9%

ANSGR: 2025 yılında güçlü karlılık devam edecek

Anadolu Sigorta'nın brüt prim üretimi 2024 yılında %57,3 oranında enflasyonun üstünde bir artış göstererek 69,6 milyar TL'ye ulaştı. Branş bazında brüt primler incelendiğinde son yıllarda güçlü büyüme trendinin gözlemlendiği Hastalık/Sağlık ve Yangın/Doğal Afet segmentlerinde sırasıyla yıllık %117 ve %62,5 oranında büyüme görüldü. Kara Araçları segmentinde ise Şirketin temkinli yaklaşımı nedeniyle %27,5'lik sınırlı bir büyüme gözlemlendi. 2025'te beklenen enflasyona paralel olarak toplam brüt prim üretiminde %25'lik bir artış bekliyoruz. Teknik karlılık tarafında Şirket'in güçlü reasürans korumasının devamı, çeşitlendirilmiş portföyünün avantajları ve yeni ürünlerin etkileri ile iyileşme eğiliminin devam edebileceğini, döviz kurlarındaki oynaklığın düşük olmasının da desteğiyle %102 bileşik rasyo seviyesine 2025 yılında ulaşılacağını tahmin ediyoruz. Diğer yandan yatırım gelirlerinin 2025 yılında da ortalama TL faiz oranlarının yüksek seyretmesi ile birlikte güçlü kalacağını tahmin ediyoruz. Şirketin yatırım portföyü yaklaşık 49,8 milyar TL seviyesine ulaşmış olup, 2025 yılı özkaynak karlılığı tahminimiz %44 seviyesindedir. ANSGR için hedef fiyatımızı 152.00 TL'ye revize ediyoruz, yeni hedefimiz hissede %34 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

GLCVY

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat	TL80.0
Hisse Fiyatı (24-01-2025)	TL52.0
Getiri potansiyeli	54%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Tahsilatlar	2,612	4,407	5,866
% büyüme	115.5%	68.7%	33.1%
FAVÖK	1,695	2,629	3,746
% marj	64.9%	59.7%	63.9%
Net Kar (TMS 29 dahil)	855	1,254	1,664

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	8.5x	5.8x	4.4x
PD/DD	4.4x	2.6x	1.7x
Hisse Başına Temettü	2.15	0.92	1.25
Temettü verimi	4.1%	1.8%	2.4%

GLCVY: Bankacılık sektöründe takipteki kredilerde yaşanan artış, Varlık Yönetim sektörünü destekliyor

Türk bankalarının NPL (takipteki kredi) satışları 2024'te hız kazandı ve toplam anapara değeri 2023'teki 14 milyar TL'den 2024 yılında yaklaşık 37 milyar TL'ye ulaştı. NPL satışlarının çoğunluğu (%85'ten fazla) tüketici kredisi segmentindeydi. 2025 yılında da yaklaşık 40 milyar TL'lik NPL satışı yapılabileceğini tahmin ediyoruz. GLCVY yaklaşık %25 pazar payını korudu ve ilk 9 aylık dönemde 0,40x ortalama fiyat/anapara çarpanı ile 6,7 milyar TL toplam anapara tutana sahip yeni portföy satın aldı. 2024 yılında gerçekleşen ortalama satın alma çarpanı tarihi ortalamadan yüksek olsa da, yılın ikinci yarısında artan fonlama maliyetleri nedeniyle gerçekleşen çarpanlarda kademeli olarak gerileme gözlemlendi. Öte yandan tahsilatlar, tahminlerimize göre 2024'de %69 artışla güçlü performans gösterdi. 2025 için, zorlu makro görünüme rağmen tahsilatlar için yıllık %33 büyüme öngörüyoruz. GLCVY ayrıca yeni portföy alımlarını finanse etmek için dış borçlanmasını artırdı ve toplam borçlanmalar 2023 sonunda 0,6 milyar TL'den 3Ç'24 itibarıyla 2,2 milyar TL seviyesine ulaştı. Artan finansal giderlerin net kar üzerinde kısmi olumsuz etki gösterecek olmasına rağmen, 2025 yılında yine de %33 net kar büyümesine ulaşılacağını tahmin ediyoruz. 2025 tahminimize göre hisse için hesapladığımız 4,4x F/K çarpanı, halen cazip bir değerlemeye işaret ediyor. Gelecek Varlık için olumlu görüşümüzü koruyoruz ve 80 TL hedef fiyat ile Endeks Üzeri Getiri önerimizi sürdürüyoruz.

Havacılık Sektörü

TAVHL

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL395.00

TL285.3

38%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	33,433	56,445	73,225
% büyüme	83%	69%	30%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	10,435	17,111	22,715
% marj	31%	30.3%	31.0%
Net Kar (TMS 29 hariç)	7,530	6,958	10,366
% marj	23%	12%	14%

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	13.8x	14.9x	10.0x
FD/FAVÖK	13.4x	8.2x	6.2x
PD/DD	2.3x	1.5x	1.3x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%

TAVHL: Yolcu sayılarında güçlü görünüm sürüyor

TAVHL'nin yolcu sayısının, uluslararası yolcuların devam eden güçlü katkısıyla 2025T'de yıllık %9,5 artışla 116 milyona ulaşacağını tahmin ediyoruz. Buna bağlı olarak, şirketin gelirlerinin ve FAVÖK'ünün 2025T'de sırasıyla 1,7 milyar avro ve 550 milyon avroya ulaşmasını bekliyoruz. Antalya Havalimanı ve Ankara Esenboğa Havalimanı yatırımlarının sırasıyla 2025'in ilk çeyreği ve ikinci çeyreği sonunda tamamlanması beklenmektedir. Yurtdışı tarafında ise şirket, 2025-2028 dönemini kapsayan ve 150-300mn avro arasında olması beklenen Almatı Yatırım Planı'nı açıkladı. Baz senaryoya göre, tarifenin onaylanması durumunda Almatı'nın FAVÖK'ünün 2Y25'ten itibaren %13-%15 artması bekleniyor. TAVHL'nin iş modeli doğrudan yolcu sayısına bağlı olduğu ve aynı zamanda geniş bir yelpazede çeşitlendirilmiş gelir akışına sahip olduğu için TAVHL'ye ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz. Şirketin 2024 yolcu verilerine baktığımızda, toplam yolcu sayısı 106,5mn'a ulaşırken (+%11 y/y), uluslararası yolcu sayısı yıllık %13 ile güçlü performansını sürdürdü. Avrupa ülkelerinin güçlü katkısıyla 2025T'de de güçlü uluslararası yolcu ivmesinin devam edeceğini düşünüyoruz. 2025T avro tahminlerimize göre, TAVHL 8,0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. TAVHL için hedef fiyatımızı 325,0 TL'den 395,0 TL'ye yükseltiyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

PGSUS

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL325.00

TL230.2

41%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	70,532	111,683	147,730
% büyüme	65%	58.3%	32.3%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	21,625	29,927	40,639
% marj	31%	26.8%	27.5%
Net Kar (TMS 29 hariç)	20,908	10,544	13,836
% marj	30%	9.6%	9.4%

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	5.5x	10.9x	8.3x
FD/FAVÖK	9.5x	6.9x	5.1x
PD/DD	2.1x	1.4x	1.2x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%

PGSUS: Büyüme performansı güçlü kalmaya devam ediyor

PGSUS için 2025T'de %12,8 AKK büyümesi bekliyoruz. AKK başına gelirden sınırlı bir artış beklediğimizden, bu durum kapasite artışının 2025'te toplam büyümenin ana itici gücü olacağına işaret etmektedir. Buna göre, Şirket'in gelirinin 2025 yılında 3,6 milyar Avro'ya (yıllık +%16,4) ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin filo büyüklüğü 30 Eylül 2024 itibarıyla 112 uçak olup, 2024 yılı sonunda 118 uçağa ulaşması beklenmektedir. Şirketin teslimat takvimine göre önümüzdeki iki yıl içinde 19 uçağın filoya katılması bekleniyor. 2025 yılı için %27,5 FAVÖK marjı öngörüyoruz ki bu oran havacılık sektörü için uluslararası emsallerine kıyasla hala çok rekabetçi bir seviyededir. 9A24 itibarıyla, şirket yakıtının %46'sını 70-81 ABD doları brent eşdeğeri fiyat aralığından hedge etmiştir. Bu durum şirketin yakıt maliyetlerini jet yakıtı fiyatlarındaki keskin artışlardan koruyabilir. Öte yandan, yeni uçakların ortalamaya kıyasla daha yüksek koltuk kapasitesine sahip olması nedeniyle şirketin ortalama koltuk kapasitesinin 2025 yılında iyileşmesini bekliyoruz. Ortalama koltuk kapasitesinin 2021 yılındaki 191 seviyesine kıyasla 2029 yılında 228'e ulaşması beklenmektedir. FAVÖK tahminimiz 2025 yılı için 984 milyon avrodur. 2025 yılı avro bazlı varsayımlarımıza göre, PGSUS hisseleri 5,6x FD/FAVÖK katsayısı ile işlem görmektedir. Güncellenen makro tahminlerimizin ardından hedef fiyatımızı hisse başına 275,0 TL'den 325,0 TL'ye yükseltiyor ve PGSUS için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Otomotiv Sektörü

DOAS

Endeks Üzeri Getiri

(prev: Endekse Paralel Getiri)

Hedef Fiyat TL272.00
Getiri Potansiyeli 39%

Tahminler (Tlmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	149,245	162,293	175,305
% büyüme (reel)		9%	-16%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	24,676	15,312	11,189
% marj	16.5%	9.4%	6.4%
Net Kar (TMS 29 dahil)	19,762	7,402	8,045
% marj	13.2%	4.6%	4.6%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	2.2x	5.8x	5.3x
FD/FAVÖK	1.8x	2.9x	4.0x
P/BV	0.76x	0.82x	0.77x
Hisse Başına Temettü	26.14	50.91	20.19
Temettü verimi	13%	26%	10%

DOAS: Karlılık, 2025'te soru işareti olmaya devam ediyor

2024 yılında DOAS birim satışlarının (Skoda hariç) %5 artarak 145 bin adete ulaştığını tahmin ediyoruz. Ancak 2025 için satışların (Skoda hariç) %9 düşüşle 127 bin adete gerileyeceğini öngörüyoruz. Bu, Türkiye hafif ticari araç (LV) pazarının %15 daralarak 1,05 milyon adete gerileyeceği tahminine kıyasla daha iyi bir performansa işaret ediyor. Zorlu koşullara rağmen, güçlü Türk lirası (TL) ve elektrikli araç (EV) modellerindeki çeşitliliğin artmasının 2025'te satış hacimlerini destekleyeceğine inanıyoruz. Karlılık tarafında ise, 2020-2023 arasında DOAS, negatif reel faiz oranları ve tedarik zincirindeki darboğazların desteklediği güçlü yerel fiyatlandırma sayesinde sağlam kar marjlarından faydalandı. Ancak, TL faiz oranlarının yükselmesi ve tedarik kısıtlarının hafiflemesiyle birlikte piyasa koşulları alıcılar lehine dönerken, satıcılar için zorluklar artıyor. 2025 yılı için yönetim, pazar payını korumaya ve yüksek kar marjına sahip satış sonrası hizmet segmentinden daha fazla faydalanmak için araç parkını genişletmeye odaklanmış görünüyor. 2024 yılında özkaynak ile değerlendirilen yatırımlar, özellikle sigorta segmentindeki parasal kayıplar nedeniyle zarara uğradı. 2025 için ise, araç muayene ücretlerindeki %44'lik artışın da katkısıyla TÜVTÜRK'ün güçlü bir operasyonel performans sergileyeceğini öngörüyoruz. Hisse senedi, 2025 tahminlerimize göre 5,3x F/K oranında işlem görürken, 2024 kazançları üzerinden %10'luk cazip bir temettü getirisi sunuyor. Bu temettü getirisinin, 2025 yılında hisse senedi için önemli bir pozitif itici güç olması muhtemel. Otomotiv segmentini 4X (FD/FAVÖK) ile değerlendirirken, gayrimenkul portföyü için 420 milyon dolar portföy değerini ve özkaynak ile değerlendirilen yatırımlar için de defter değerlerini kullanmaya devam ediyoruz

FROTO

Endekse Paralel Getiri

(Önceki: Endekse Paralel Getiri)

Hedef Fiyat TL1200.00
Hedef TL400.00
Hisse Fiyatı (26/01/2025) TL932.50
Getiri Potansiyeli 29%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	331,069	517,217	677,466
% büyüme (nominal)	93%	56%	31%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	411,906	535,123	758,005
% büyüme (reel)	28%	-10%	10%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	38,225	42,662	51,432
% marj	11.5%	8.2%	7.6%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	42,710	38,054	52,565
% marj	10.4%	7.1%	6.9%
Net Kar (TMS 29 hariç)	38,665	30,112	33,466
% marj	11.7%	5.8%	4.9%
Net Kar (TMS 29 dahil)	49,056	37,176	38,914
% marj	14.8%	7.2%	5.7%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	6.7x	8.8x	8.4x
F/K (TMS 29 Hariç)	8.5x	10.9x	9.8x
FD/FAVÖK	10.0x	11.2x	8.1x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	11.2x	10.0x	8.3x
PD/DD	4.5x	3.6x	2.9x
Hisse Başına Temettü	44.01	57.6	42.38
Temettü verimi	0.9%	1.9%	4.5%

FROTO: Yeni kapasite, 2025 yılında hacim büyümesini destekleyecek

Yeni modellerin geçiş sürecinin tamamlanmasıyla birlikte FROTO'nun pazar payının 2025 yılında toparlanmasını bekliyoruz. 2025 için Ford Otosan'ın Türkiye'deki yurt içi satışlarının, genel pazarın üzerinde bir performans sergileyerek %12 düşüşle 92,3 bin adede gerileyeceğini öngörüyoruz (Türkiye hafif araç pazarı 2025 tahmini: 1,06 milyon adet, yıllık %15 düşüş). İhracat tarafında ise 2024 yılında yaklaşık %5 büyüyen Avrupa ticari araç pazarının 2025 yılında yatay bir seyir izlemesini bekliyoruz. Avrupa ticari araç pazarındaki durgun görünümü yansıtarak, Ford Otosan'ın (VW hariç) ihracatının 550 bin adetle yatay kalacağını tahmin ediyoruz. Bununla birlikte, yeni 1 tonluk VW ticari araç modelinin tanıtılmasıyla ihracata 2025 yılında 90 bin adetlik ek bir katkı sağlanmasını bekliyoruz. Bu tahminlerimize göre, Ford Otosan'ın toplam satışlarının 2025 yılında 723 bin adede ulaşacağını ve 2024'e kıyasla %10'luk bir artış göstereceğini öngörüyoruz. Üretim kapasitesinin 900 bin adede yükselmesi, güçlü kapasite kullanım oranı ve ihracatta maliyet-artı fiyatlandırma anlaşması sayesinde kârlılık üzerindeki aşağı yönlü risklerin sınırlı kalmasını bekliyoruz. İhracat payının artması, elektrikli araç (EV) satışlarının yükselmesi ve Romanya'daki binek otomobil satışlarındaki artış ise kârlılıkta aşağı yönlü risk olarak öne çıkmakta. Ford Otosan, 2025 yılı için TAS29 öncesi tahminlerimize göre 9,8x F/K ve 8,3x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir.

Otomotiv Sektörü

TOASO

Endekse Paralel Getiri

(Önceki: Endeks Üstü Getiri)

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26/01/2025)

Getiri Potansiyeli

TL270.00

TL216.00

25%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	102,900	102,648	163,253
% büyüme (nominal)	57%	0%	59%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	127,601	114,913	171,138
% büyüme (reel)	3%	-38%	16%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	18,102	9,788	14,074
% marj	17.6%	9.5%	8.6%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	19,667	9,987	14,361
% marj	15.4%	8.7%	8.4%
Net Kar (TMS 29 hariç)	20,210	8,964	10,645
% marj	19.6%	8.7%	6.5%
Net Kar (TMS 29 dahil)	15,083	6,895	8,188
% marj	14.7%	6.7%	5.0%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	7.2x	15.7x	13.2x
F/K (TMS 29 Hariç)	5.3x	12.0x	10.1x
FD/FAVÖK	5.4x	10.6x	7.4x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	5.9x	10.9x	7.5x
PD/DD	2.9x	3.2x	2.8x
Hisse Başına Temettü	6.00	20.0	5.52
Temettü verimi	2.8%	5.6%	2.6%

TOASO: Kapasite kullanımı düşük seviyelerde kalmaya devam ediyor, toparlanma yeni yatırımlara bağlı

2024 yılına güçlü bir başlangıç yapan TOASO, yılın devamında artan rekabetle karşı karşıya kaldı ve yurt içi satışları yıllık bazda %30 düşüşle 146 bin adete geriledi. Hafif ticari araç modellerinin üretimini sonlandırılması, Çinli markaların pazara girişi ve vergi dilimi avantajının kaybı, pazar payındaki düşüşün nedenleri arasında yer aldı. İhracat tarafında da, orta ticari araç (MCV) üretiminin sonlandırılması ve MENA bölgesindeki ana ihracat pazarlarında uygulanan ithalat yasakları nedeniyle zorluklar yaşandı. 2024 yılında TOASO'nun toplam satışlarının 184 bin adet olduğunu tahmin ediyoruz; bu rakam 2023'teki 261 bin adedin oldukça altında. 2025 yılına yönelik ise daha iyimser bir bakış açısına sahibiz. K0 modelinin 2025'te 90 bin adetlik katkı sağlayacağını, bu rakamın sonraki yıllarda 125 bin adede kadar çıkabileceğini düşünüyoruz. Egea modelinden sınırlı bir katkı ile ihracat hacminin ise 2025 yılında 104 bin adede ulaşmasını bekliyoruz. Yurt içi pazarda, toplam pazarın %15 daralarak 1,06 milyon adede gerileyeceğini, TOASO'nun yurt içi satışlarının da yıllık bazda %15 düşüş göstereceğini tahmin ediyoruz. Hisse için potansiyel katalizörler arasında, Tofaş fabrikasının şuanki düşük kapasite kullanım oranını artırabilecek yeni model anlaşması yer alıyor. Ayrıca Stellantis anlaşması önemli bir fırsat olarak öne çıkıyor. Ancak, Rekabet Kurumu'nun nihai kararı henüz açıklanmadı. Bu yaklaşık 400 milyon € değerindeki anlaşmayı değerlememize dahil etmedik, ancak onaylanması durumunda TOASO'nun yurt içi satışları 2025 yılında yaklaşık 300 bin adede ulaşabilir (Stellantis'in katkısının tüm yıl bazında olması varsayımıyla), bu da toplam hafif araç pazarındaki payını %28'e çıkarabilir. TOASO, 2025 enflasyon muhasebesi hariç tahminlerimize göre 7,5x FD/FAVÖK ve 10,1x F/K çarpanlarından işlem görmekte. Hisse için notumuzu limitli yukarı potansiyel gerekçesiyle "Endeks Üzeri Getiri"den , Endekse Paralel Getiriye çekiyoruz.

TTRAK

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL800.00

TL690.5

16%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	46,778	54,877	66,498
% büyüme (nominal)	114%	17%	21%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	58,435	68,552	79,113
% büyüme (reel)	41%	-27%	-14%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	11,896	10,645	12,901
% marj	25.4%	19%	19%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	13,193	11,243	12,977
% marj	22.6%	16.4%	16.4%
Net Kar (TMS 29 hariç)	9,853	8,051	9,804
% marj	21.1%	14.7%	14.7%
Net Kar (TMS 29 dahil)	9,341	7,269	8,430
% marj	16.0%	10.6%	10.7%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	7.4x	9.5x	8.2x
F/K (TMS 29 Hariç)	7.0x	8.6x	7.0x
FD/FAVÖK	5.3x	6.2x	5.4x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	5.9x	6.6x	5.4x
PD/DD	2.7x	3.0x	2.5x
Hisse Başına Temettü	39.35	89.92	36.32
Temettü verimi	0.1%	13.0%	5.2%

TTRAK: Yüksek faiz oranları iç talebi olumsuz etkiledi

Tarımsal kredi faiz oranlarındaki artış ve sıkılaştıran kredi koşulları yurtiçi traktör pazarındaki daralmanın ana nedeni oldu. Şirketin yurtiçi satışlarının 2024 yılında 2023 yılına kıyasla %13 düşüşle 31 bin adet olmasını beklerken, 2025 yılında %10 düşüşle 28 bin adede gerileyeceğini tahmin ediyoruz. TTRAK'ın bir yıl önce %43,8 olan pazar payı 2024/11'de %46,6'ya yükselmiştir. TTRAK'ın pazar payında 2025 yılı için önemli bir değişiklik beklemiyoruz. İhracatta ise 2025 yılında 13 bin adetlik satışla yatay bir trend görmeyi bekliyoruz. Şirketin toplam satışlarının 2025 yılında 41 bin adet olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. FAVÖK beklentimiz 2025T'de 12,9 milyar TL iken 2024T'ye kıyasla %16'lık yatay bir marj beklentimiz bulunmaktadır. TTRAK hisseleri 2025 tahminimize göre 5,4x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmektedir. TTRAK için Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyor ve hedef fiyatımızı hisse başına 800 TL olarak revize ediyoruz.

Malzeme Sektörü

KORDS

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL100.0

TL71.5

40%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	23,503	31,446	40,831
% büyüme	27%	34%	30%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	1,952	2,393	3,353
% marj	8%	7.6%	8.2%
Net Kar (TMS 29 hariç)	183	-66	198
% marj	1%	0%	0%

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	76.0x	a.d.	70.4x
FD/FAVÖK	16.0x	13.1x	9.3x
PD/DD	1.1x	0.9x	0.9x
Hisse Başına Temettü	0.29	0.00	0.00
Temettü verimi	0.4%	0.0%	0.0%

KORDS: Küresel arz-talep dengesizliği marjlar üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor

Kordsa'nın ana faaliyet alanındaki zayıf görünüm, Çinli üreticilerin üretim fazlasını ihracat pazarlarına yönlendirmesiyle oluşan rekabet baskısı nedeniyle devam ediyor. Öte yandan, kompozit segmentinin 2024 yılında bir yıl öncesine kıyasla 200mn ABD doları ciro katkısını koruduğunu görüyoruz. Şirketin FAVÖK'ünün 2018-2022 yılları arasında ortalama 123mn ABD doları olduğunu, ancak 2024 yılında FAVÖK'ün 73 ABD dolarına gerilediğini tahmin ediyoruz. Şirketin satış gelirlerinin 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 0,96 milyar USD ve 1,03 milyar USD'ye ulaşmasını, FAVÖK'ün ise 2025 yılında 85mn dolara yükselmesini bekliyoruz. Buna göre, hisseler 2025 tahminimize göre ABD Doları bazında 10,2x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir. Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi ve hedef fiyatımızı 100TL olarak koruyoruz.

CIMSA

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL65.00

TL55.5

17%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	16,600	28,101	40,780
% büyüme (nominal)	54%	69%	45%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	20,504	25,332	42,003
% büyüme (reel)	-2%	-20%	37%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	3,400	4,813	8,649
% marj	20.5%	17%	21%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	3,660	5,150	8,908
% marj	17.9%	20.3%	21.2%
Net Kar (TMS 29 hariç)	3,000	3,540	5,003
% marj	18.1%	12.6%	12.3%
Net Kar (TMS 29 dahil)	2,491	3,687	5,105
% marj	12.1%	14.6%	12.2%

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	21.1x	14.2x	10.3x
F/K (TMS 29 Hariç)	17.5x	14.8x	10.5x
FD/FAVÖK	16.7x	11.9x	8.2x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	18.0x	12.7x	8.5x
PD/DD	2.1x	1.9x	1.6x
Hisse Başına Temettü	0.42	1.06	0.97
Temettü verimi	0.8%	1.9%	1.8%

CIMSA: Mannok satın alımı 2025 büyüme görünümünü destekleyecek

CIMSA, güçlü kazanç ivmesi sayesinde son 6 aylık dönemde güçlü getiri sağladı. Şirketin çeşitlendirilmiş gelirleri, deprem bölgesinde devam eden yeniden yapılanma, Mannok satın alımı sonrası potansiyel sinerjiler, yüksek yenilenebilir enerji kullanımı yatırım temasını desteklemeye devam etmektedir. Şirketin 14,2MW güneş enerjisi kurulu gücü ve 5,5MW WHR kapasitesine sahip Eskişehir fabrikasında yenilenebilir enerji ve WHR yatırımı bulunuyor. Alternatif yakıt kullanım oranı 2020'de %7 iken 2023'te %29'a yükseldi ve 2030'a kadar %40'a yükselmesi bekleniyor. Türkiye'de sektör ortalamasının yalnızca %12 olduğunu not ediyoruz. Şirket ayrıca 1Y26'da 32mn avro tutarında yatırımla CAC kapasitesini artıracak. Şirketin SOA FAVÖK'ü 2023'te 142 milyon dolara kıyasla 155 milyon dolardır. Satın alınan şirket 3Ç'24 SOA paylaşılan verilerine göre 258 milyon avro gelir ve 57 milyon avro FAVÖK rakamlarına sahiptir. CIMSA için hedef fiyatımızı 65,0 TL'ye revize ediyor ve son dönemdeki güçlü hisse performansının ardından Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

AKCNS

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL285.00

TL206.3

38%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	14,985	20,106	25,800
% büyüme (nominal)	68%	34%	28%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	18,274	22,340	27,855
% büyüme (reel)	10%	-22%	-4%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	3,565	4,319	6,100
% marj	23.8%	21%	24%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	3,930	4,250	5,998
% marj	21.5%	19.0%	21.5%
Net Kar (TMS 29 hariç)	3,963	1,550	3,083
% marj	26.4%	7.7%	12.0%
Net Kar (TMS 29 dahil)	2,371	1,976	3,627
% marj	13.0%	8.8%	13.0%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	16.7x	20.0x	10.9x
F/K (TMS 29 Hariç)	10.0x	25.5x	12.8x
FD/FAVÖK	9.3x	8.6x	6.1x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	10.3x	8.5x	6.0x
PD/DD	2.1x	2.0x	1.8x
Hisse Başına Temettü	1.31	6.01	5.16
Temettü verimi	0.6%	2.9%	2.5%

AKCNS: Konut arzını artırmaya yönelik potansiyel teşvikler 2025 görünümünü destekleyebilir

AKCNS'nin cazip değerlemesi, Marmara Bölgesi'ndeki konumu ve ihracat avantajı nedeniyle AKCNS'deki pozitif durumuzu koruyoruz. AKCNS'nin limanları Karadeniz, Avrupa, Afrika ve ABD pazarlarındaki talebi karşılamak için esneklik sağlamaktadır. 2025 yılında elektrik ve enerji maliyetlerinde keskin artışlar beklemeyen, TL ortamındaki reel değerlenme brüt marjları desteklemeye devam edecektir. Şirketin çimento satış hacmi yıllık %2,5 artışla 5.423mt olurken, beton satış hacmi de 9A24'te 2.163 mm3 (+%2,1) ile güçlü performansını sürdürdü. AKCNS hisseleri 2025T tahminimize göre 5,8x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Hedef fiyatımızı 202 TL'den 285 TL'ye yükseltiyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Marmara Bölgesi'nde artan inşaat faaliyetlerine ilişkin haber akışı ve Rusya - Ukrayna savaşının potansiyel olarak sona ermesi AKCNS için katalizör görevi görebilir.

KMPUR

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endeks Paralel Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı

Getiri potansiyeli

TL25.0

TL18.7

34%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	8,129	11,287	15,237
% büyüme (nominal)	66.2%	38.8%	35.0%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	10,632	12,839	16,911
% büyüme (reel)	13.5%	-16.4%	2.4%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	1,382	1,534	2,133
% marj	17.0%	13.6%	14.0%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	1,721	1,680	2,275
% marj	16.2%	13.1%	13.5%
Net Kar (TMS 29 hariç)	1,098	-26	733
% marj	13.5%	-0.2%	4.8%
Net Kar (TMS 29 dahil)	608	-376	533
% marj	5.7%	-2.9%	3.2%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	15.0x	a.d.	17.1x
F/K (TMS 29 Hariç)	8.3x	a.d.	12.4x
FD/FAVÖK	6.6x	6.7x	5.0x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	8.2x	7.4x	5.3x
PD/DD	3.4x	3.1x	2.6x
Hisse Başına Temettü	0.61	0.41	0.00
Temettü verimi	3.3%	2.2%	0.0%

KMPUR: Zayıf iç talep güçlü ihracat büyümesi ile dengelendi

Otomotiv, ayakkabı ve beyaz eşya gibi faiz hassasiyeti yüksek sektörlerde ürün tedarik eden Kimpur, iç pazarda bu sektörlerde üretim hacmindeki düşüşten negatif etkilendi. Yurt içi satışları özellikle ayakkabı sektöründeki daralmadan dolayı (9A24'te ayakkabı segmentinde hacimsel %-26,4 düşüş görüldü) yılın ilk 9 ayında reel olarak %-29,5 oranında düştü. Diğer taraftan şirket yurt içindeki zayıf performansı ihracat gelirlerini arttırarak telafi etmeyi başardı. 9A24 döneminde ihracat gelirlerinde "rigid" ürün grubundaki yüksek büyümenin etkisi ile %56,6 hacimsel büyüme görülürken ihracatın satışlar içindeki oranı %39,1'e yükseldi. Yüksek finansal giderler ve düşük iç talep şirketi zorlasa da KMPUR yatırımlarına geçtiğimiz yılda devam etti. 2024 yılında Ravago ile stratejik iş birliği anlaşması yapan KMPUR, bu anlaşma kapsamında Ravago'nun ekipmanlarını Düzce tesisine taşıyarak kapasitesini 85 bin ton arttırdı ve toplam kapasitesini 281 bin tona çıkardı. Ek olarak, bu anlaşma doğrultusunda KMPUR Ravago'nun "Ravapol" ürünlerinin üretimini ve satışını gerçekleştirmeyi planlamaktadır. 2025'te faizlerin düşmesi ve finansal tarafta alınan aksiyonlar ile beraber şirketin finansal giderlerinin azalması, iç pazarda ürün tedarik ettiği sektörlerde toparlanma ve ihracat pazarlarında beklenen iyileşme ile birlikte özellikle Avrupa'da yakalanan momentumu sürdürülmesinin şirketin finansallarını olumlu etkilemesini ve marjlarında kademeli toparlanma görülmesini bekliyoruz. Kimpur'un satışlarının 2025'te nominal olarak %35 büyümesini öngörüyoruz, değerlememiz %34 potansiyel ve 25.00 TL hedef fiyata işaret etmektedir.

Holdingler

ALARK

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL125.0

TL89.75

39%

Tahminler (TLmn)

2023

2024T

2025T

FAVÖK (İştiraklerdeki ALARK payı)

(TMS 29 hariç)

14,000

11,500

15,000

(TMS 29 dahil)

17,000

13,500

16,000

Net Kar (TMS 29 dahil)

6,625

4,000

6,400

Değerleme

2023

2024T

2025T

F/K

5.9x

9.8x

6.1x

PD/DD

1.0x

0.6x

0.5x

Hisse Başına Temettü

1.61

0.97

1.15

Temettü verimi

1.8%

1.1%

1.3%

ALARK: Tarım yatırımları ivme kazanıyor

Alarko, Türkiye ve Kazakistan'da 5'er bin dönümlük sera büyüklüğüne ulaşma stratejik hedefi doğrultusunda 2024 yılında tarım projelerine yatırım yapmaya devam etti. Şirket, Türkiye'deki seralarında jeotermal ısıtma kullanıyor ve bu da maliyet avantajı sağlıyor. Seracılık iş kolu ölçek avantajı da kazandığında, yıllık 175 milyon \$ FAVÖK elde etmesi bekleniyor. Alarko, 2028'e kadar tarım iş koluna toplam 1,1 milyar ABD doları harcamayı planlıyor. Bu rakamın 300 milyon dolarlık bölümü şu ana kadar yapılan yatırımlardan oluşuyor. Enerji segmentinde, kömürle çalışan elektrik santralleri için kar marjlarında görülen normalleşme ve enflasyon muhasebesinin dağıtım segmenti sonuçları üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle 2024'te faaliyet performansı bir miktar zayıfladı. Enflasyon muhasebesi etkilerini de dahil ederek, Alarko'nun kombine FAVÖK'ünün 2024'te 13,5 milyar TL ve 2025'te 16,0 milyar TL olacağını tahmin ediyoruz. Alarko'nun holding düzeyinde net nakit pozisyonu olmasına ve enerji iştiraklerinin de borçluluklarının ortadan kalkmış olmasına rağmen, Holding ve bağlı ortaklıklarının kombine pozisyonu, inşaat iş kolundaki (Kazakistan'daki yap-işlet imtiyazıyla ilgili) ve tarım iş kollarındaki (yeni yatırımlarla ilgili) borç pozisyonları nedeniyle 3Ç'2024 itibarıyla 5,4 milyar TL net borçta kalmaya devam ediyor. Genel olarak, hisse senedine ilişkin nötr görüşümüzü korurken, hedef fiyatımızı 120 TL'den 125 TL'ye revize ediyoruz. Alarko, 2028 yılına kadar 4 milyar USD net aktif değer büyüklüğe ulaşmayı hedefliyor. 2028 yılında Holding'in portföy değerinin %55'inin bugünkü faaliyetlerden, %35'inin yeni yatırımlardan ve %10'luk kısmının finansal yatırımlardan oluşması hedefleniyor.

TKFEN

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (25-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL90.0

TL63.8

41%

Tahminler (TLmn)

2023

2024T

2025T

Satış Geliri (TMS 29 hariç)

37,138

51,934

69,705

% büyüme (nominal)

21%

40%

34%

Satış Geliri (TMS 29 dahil)

43,136

58,382

76,711

% büyüme (reel)

-22%

-6%

2%

FAVÖK (TMS 29 hariç)

1,340

4,118

8,443

% marj

3.6%

7.9%

12.1%

FAVÖK (TMS 29 dahil)

-808

2,660

6,034

% marj

-1.9%

4.6%

7.9%

Net Kar (TMS 29 hariç)

-298

1,145

2,812

% marj

-0.8%

2.2%

4.0%

Net Kar (TMS 29 dahil)

-1,151

341

2,133

% marj

-2.7%

0.6%

2.8%

Değerleme

2023

2024T

2025T

F/K

a.d.

69.2x

11.1x

F/K (TMS 29 Hariç)

a.d.

20.6x

8.4x

FD/FAVÖK

a.d.

7.2x

3.2x

FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)

14.3x

4.7x

2.3x

PD/DD

1.1x

0.8x

0.6x

Hisse Başına Temettü

2.82

0.00

0.68

Temettü verimi

4.4%

0.0%

1.1%

2025 ve sonrasında karlılıkta iyileşme tahmin ediyoruz

Tekfen'in 2025'te daha iyi bilanço performansı sunabileceğine inanıyoruz çünkü gübre işinin marjlarında toparlanma beklerken ve inşaat iş kolunun marjlarının da pozitif seviyede kalacağını düşünüyoruz. 2024 yılında inşaat tarafından olumsuz bir sürpriz olmadı ve bu iş kolunda geçen yılın yaklaşık %7 FAVÖK marjı elde edildiğini tahmin ediyoruz. Gübre kimyasalları iş kolu, fiyatlardaki baskı ve ihracat kontrolleri nedeniyle zayıflayan marjlarla karşı karşıya kaldı, ancak görüşümüze göre fiyatlardaki son toparlanma 2025'te daha iyi bir marj ortamına işaret ediyor. Gübre segmentinin FAVÖK marjının enflasyon muhasebesi etkileri hariç 2024'teki %12'den 2025'te %14'e çıkacağını tahmin ediyoruz (enflasyon muhasebesi sonrası 2024'te %4 ve 2025'te %9). Tekfen yönetimi 2024 yılında bir Strateji güncellemesi yaparak 2028 yılına kadar 2,3 milyar ABD doları gelir ve %14 FAVÖK marjına ulaşma hedefini duyurdu. Bu da 2024 yılı için 125 milyon dolar olan tahminimize kıyasla 300 milyon ABD dolarından daha yüksek bir FAVÖK hedefi anlamına geliyor. Şirketin sözleşme portföyü 1,0 milyar ABD doları seviyesinde olup, yeni strateji kapsamında Tekfen seçili bölgelerde (S.Arabistan, Katar, Azerbaycan, Kazakistan ve Irak) boru hattı, altyapı ve endüstriyel projelere odaklanmayı planlıyor. Tarım endüstrisi segmentinde şirket uzun vadede yeşil amonyak ve yeşil hidrojen değer zincirlerinde yer almayı hedefliyor. Tekfen ayrıca Toros Tarım'ı halka arz etme niyetini duyurdu ancak olası halka arzın detayları henüz kesinleşmedi. Tekfen Holding için hisse başına 90 TL hedef fiyatımız ile Endeks Üzeri Getiri derecelendirmemizi koruyoruz.

Holdingler

SAHOL

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL153.00

TL102.0

50%

Tahminler (TLmn)

2023

2024T

2025T

Net Kar (TMS 29 dahil)

15,427

-12,128

11,235

Değerleme

2023

2024T

2025T

F/K

13.9x

n.m.

19.1x

PD/DD

0.7x

0.8x

0.7x

Hisse Başına Temettü

1.70

2.94

1.01

Temettü verimi

1.7%

2.9%

1.0%

SAHOL: Yeni yatırımlar uzun vadeli NAD'yi destekleyecek

Sabancı Holding, 2029 yılında 20 milyar dolar NAD hedeflemektedir, bu da 2024 yılsonu seviyesine kıyasla NAD'sini iki katına çıkması anlamına gelmektedir. 2024-2029 öngörülerine göre, toplamda YP gelir payının +%30 seviyesine ulaşması beklenmektedir. Yatırım harcamaları/satış gelirleri oranı beklentisi %15-20 seviyesinde ve Net Borç/FAVÖK oranının 2.0x'e eşit veya altında olması planlanıyor. Sabancı Holding'in stratejik odak alanlarından biri olan dijital iş kolunun önümüzdeki yıllarda NAD'sinin önemli bir itici gücü olacağını düşünüyoruz. Enerji tarafında, Enerjisa Üretim'in halka arzı, NAD'sinin halka açık varlık ağırlığını artıracak için önemli bir katalizör olabilir. Mevcutta Enerjisa Üretim 3,8 GWh kurulu güce sahip ve 2026 yılında 5+ GWh'a ulaşması bekleniyor. 2025 yılında bankacılık, yapı malzemeleri ve enerji (ENJSA) iş kollarının faiz indirimlerinden faydalanabileceğini düşünüyoruz. Sabancı Holding'in mevcut NAD'sini 10,7 milyar dolar olarak hesaplarken, hedef NAD'mizi 12,7 milyar dolar olarak hesaplamaktayız. İştiraklerinin güncellenmiş değerlemesine dayanarak, SAHOL için hedef fiyatımızı 135,0 TL'den 153,0 TL'ye yükseltiyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

KCHOL

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL273.00

TL179.0

53%

Tahminler (TLmn)

2023

2024T

2025T

Net Kar (TMS 29 dahil)

72,230

-1,927

8,702

Değerleme

2023

2024T

2025T

F/K

6.3x

n.m.

52.2x

PD/DD

0.8x

0.9x

0.7x

Hisse Başına Temettü

1.73

8.00

3.80

Temettü verimi

1.0%

4.5%

2.1%

KCHOL: Türkiye ağırlığı bulunan cazip NAD iskontosu

Türkiye ve Avrupa'da beklenen faiz indirimlerinin de desteğiyle Koç Holding'in 2025 yılında özellikle faiz duyarlılığı olan bankacılık ve beyaz eşya iş kollarında daha iyi sonuçlar elde etmesini bekliyoruz. Holding'in iştiraklerden temettü akışında bir miktar normalleşme olsa dahi, yüksek solo nakit pozisyonunun özellikle yurtdışında yatırım fırsatlarını değerlendirmesine olanak sağlayacağını ve hem yeni yatırımlar hem de mevcut portföydeki şirketlerin piyasa değerindeki artış ile NAD'in uzun vadede artmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Yaptığımız hesaplama göre Koç Holding'in mevcut NAD'si 650 milyar TL seviyesindedir. Holding'in iştirakleri için hedef değerlemelerimizi kullanarak 864 milyar TL'lik bir hedef NAD'ye ulaşıyoruz. Holding'in mevcut piyasa değeri 454 milyar TL'dir ve bu da mevcut NAD'sine %30, hedef NAD'ye göre ise %47 iskonto anlamına gelmektedir. Öte yandan, KCHOL'ün uzun vadeli NAD iskontosu %12'dir. İştiraklerinin güncellenmiş değerlemesine dayanarak, KCHOL için hedef fiyatımızı 241 TL'den 273 TL'ye revize ederken ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Savunma Sektörü

ASELS

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL95.0

TL85.2

12%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	59,784	98,428	138,250
% büyüme (nominal)	69%	65%	40%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	73,593	118,665	164,838
% büyüme (reel)	10%	12%	8%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	16,190	26,379	32,489
% marj	27.1%	26.8%	23.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	16,027	28,518	36,264
% marj	21.8%	24.0%	22.0%
Net Kar (TMS 29 hariç)	18,941	20,917	26,022
% marj	31.7%	21.3%	18.8%
Net Kar (TMS 29 dahil)	7,374	12,980	24,650
% marj	10.0%	10.9%	15.0%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	52.7x	29.9x	15.8x
F/K (TMS 29 Hariç)	20.5x	18.6x	14.9x
FD/FAVÖK	25.3x	14.2x	11.2x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	25.0x	15.4x	12.5x
PD/DD	4.4x	2.8x	1.9x
Hisse Başına Temettü	0.09	0.11	0.16
Temettü verimi	0.1%	0.1%	0.2%

ASELS: Büyüme dinamikleri güçlü kalmaya devam ediyor

ASELS, 2024'te 5 milyar ABD doları değerinde yeni sözleşme kazandı ve tahminlerimize göre birikmiş sipariş 2024 sonunda 13 milyar ABD doları seviyesine çıktı (2023 sonu 11 milyar USD). Yurt içi savunma bütçesinin artmasına ek olarak, Ar-Ge projelerinde kaydedilen ilerlemeler de seri üretim sözleşmeleri getirerek yeni sipariş alımını destekledi. İhracat müşterilerinden gelen siparişler de küresel askeri harcamalardaki artış ve Türkiye'nin artan bölgesel etkisi sayesinde 2023'te 0,6 milyar \$ seviyesinden 2024'te 1,0 milyar \$ seviyesine çıkarak hız kazandı. Toplam gelirlerdeki ihracat payı 2024'te yaklaşık %13 oldu ve şirket bu rakamı orta/uzun vadede daha da artırmayı hedefliyor. Aselsan'ın gelirinin 2024'te reel olarak %12 ve 2025'te %8 artacağını tahmin ediyoruz; bu da 2022-2025 arasında %30 ABD doları bazında bileşik yıllık büyüme oranına denk geliyor. Faaliyet kar marjı performansı sağlıklı kalmaya devam eden Aselsan için 2024/2025 yıllarında %24,0 ve %22,0 FAVÖK marjları tahmin ediyoruz. Döviz bazlı sözleşmelerin şirketin toplam sözleşme portföyünün yaklaşık %82'sini temsil ettiğini ve Aselsan'ın 2024'te Türk Lirası'nın reel değerlenme eğilimine rağmen kar marjlarını güçlü tutmayı başardığını söyleyebiliriz. Genel olarak, Aselsan için büyüme beklentileri güçlü kalmaya devam ediyor ancak değerlendirme açısından, hisse senedi 2025 tahminlerimize göre (TMS 29 dahil) 15,8x P/E ve 11,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem gördüğünden, mevcut hisse senedi fiyatında risk-getiri dengesini nötr buluyoruz. Hisse senedi için 95,0 TL olan revize edilmiş hedef fiyatımız ile Endekse Paralel Getiri notumuzu koruyoruz.

OTKAR

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL600.0

TL415.8

44%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	23,010	27,458	39,937
% büyüme (nominal)	140%	19%	45%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	27,239	31,027	45,528
% büyüme (reel)	53%	-21%	14%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	3,750	2,260	6,818
% marj	16.3%	8.2%	17.1%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	1,654	-254	4,765
% marj	6.1%	-0.8%	10.5%
Net Kar (TMS 29 hariç)	2,108	-1,200	3,300
% marj	9.2%	-4.4%	8.3%
Net Kar (TMS 29 dahil)	1,968	-2,513	2,002
% marj	7.2%	-8.1%	4.4%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	25.4x	n.m.	24.9x
F/K (TMS 29 Hariç)	23.7x	n.m.	15.1x
FD/FAVÖK	40.3x	n.m.	14.0x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	17.8x	n.m.	9.8x
PD/DD	6.0x	5.7x	3.8x
Hisse Başına Temettü	0.00	6.00	0.00
Temettü verimi	0.0%	1.4%	0.0%

OTKAR: Yeni siparişler için görünüm güçlü, gelir tablosu etkileri 2025'ten itibaren görülecek.

Otokar'ın 2024'teki finansalları, nispeten daha uzun stok döngülerine sahip diğer sanayi şirketlerinde olduğu gibi TMS 29 enflasyon muhasebesinden olumsuz etkilendi. Ancak, şirket hem ticari hem de savunma araçlarında büyüme ivmesini koruduğu için temel dinamikler sağlıklı kalmaya devam ediyor. Romanya'da kazanılan yaklaşık 900 milyon ABD doları değerindeki 4x4 zırhlı araç sözleşmesi sayesinde, 2024 sonunda birikmiş sipariş seviyesinin 1,1 milyar ABD doları seviyesine sıradığını tahmin ediyoruz. Küresel askeri harcamalardaki artış eğilimi ve Türkiye'nin Orta Doğu ülkeleriyle gelişen ilişkileri göz önüne alındığında, yeni sipariş potansiyelinin güçlü kalmaya devam ettiğini düşünüyoruz. Ticari araçlar segmentinde, Otokar'ın Avrupa pazarlarındaki genişleyen varlığı ve yeni ürünleri (Elektrikli Otobüs modelleri dahil) de büyüme ivmesini destekleyecektir. Otokar'ın satış gelirinin 2025'te reel olarak %14 artarak 40 milyar TL'ye çıkacağını tahmin ediyoruz. 2024 bilanço performansı hayal kırıklığı yaratıyor gibi görünse de (negatif FAVÖK ve net zararlı yılı kapatması tahmin ediliyor), bu durum kısmen bazı maliyetlerin (pazarlama, Ar-Ge, sertifikasyon ve test gibi) satışlardan zamanlama olarak daha önce gelir tablosuna yansımından kaynaklanmaktadır ve 2025'te satış gelirinde toparlanma ile birlikte telafi edilebilir. Otokar'ın 2025'de 4,8 milyar TL FAVÖK ve 2,0 milyar TL net kar elde edeceğini tahmin ediyoruz; bu da geçen yılki rakamlara göre büyük bir iyileşme anlamına geliyor.

Gayrimenkul Sektörü

EKGYO

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat	TL24.0
Hisse Fiyatı	TL14.6
Getiri potansiyeli	64%

Tahminler (TLmn)

Net Kar (TMS 29 dahil)	2023T	2024T	2025T
------------------------	-------	-------	-------

Değerleme

PD/DD	2023T	2024T	2025T
Hisse Başına Temettü	0.9x	0.6x	0.4x
Temettü verimi	0.24	0.00	0.00
	1.6%	0.0%	0.0%

EKGYO: Faiz indirimlerinden faydalananacaklar arasında ön planda

Sıkı para politikası ile beraber yüksek faizlerin talebi negatif etkilediği konut sektöründe yılın ikinci yarısında toparlanma işaretleri gözlemlendi. Temmuz ayından itibaren konut satışlarında yıllık olarak güçlü artışlar görüldü ve 12A24'te yıllık bazda %20,6 artışla toplam 1,48 milyon konut satışı gerçekleşti. 2024 Aralık ayı konut fiyatı verilerini incelediğinde ise yıllık bazda reel olarak %10,4'lük düşüş görülmektedir. EKGYO'nun 9 aylık ön satış verilerine göre toplam satış değeri 21,26 milyar TL'ye ulaşırken (9A23: 46,45 milyar TL), satılan bağımsız bölüm sayısı ise 2,143 olarak gerçekleşti (9A23:5,007). Yılın ikinci yarısında gözlemlenen toparlanmanın faizlerin inmesiyle devam etmesini ve talepteki momentumun sürmesini bekliyoruz. Diğer taraftan, talepteki asıl canlanmanın kredili satışların artması ile olacağını, bunun da faizlerin anlamlı bir seviyenin altına inmesi ile beraber gerçekleşeceğinin altını çiziyoruz. Önümüzdeki dönemde Emlak Konut GYO'nun mevcut stokları ve devam eden projeleri ile öne çıkacağını düşünüyoruz. Hesapladığımız hedef NAD'a %50 iskonto uyguladığımızda %64 artış potansiyeli ve 24.0 TL hedef fiyata ulaşıyoruz.

OZKGY

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat	TL17.0
Hisse Fiyatı (-aa-2025)	TL12.4
Getiri potansiyeli	37%

Tahminler (TLmn)

Net Kar (TMS 29 dahil)	2023T	2024T	2025T
% marj	4,669	5,326	2,415
	338.8%	213.4%	73.4%

Değerleme

PD/DD	2023T	2024T	2025T
Hisse Başına Temettü	0.5x	0.3x	0.3x
Temettü verimi	0.00	0.00	0.00
	0.0%	0.0%	0.0%

Çeşitlendirilmiş portföy, fakat iskonto yüksek kalmaya devam edebilir

Yüksek faizlerden dolayı 2024'te kredili satışlar azaldı ve konut fiyatlarında reel düşüşler gözlemlendi. Yılın son aylarında ise talepte toparlanma, gelen güçlü konut satışı verilerinde görüldü. Faiz indirimlerinin başlaması ile beraber toparlanma beklediğimiz konut sektöründe, Özak GYO'nun mevcut konut stoğu ve devam eden projeleri ile öne çıkmasını bekliyoruz. Geçtiğimiz dönemde orta-üst segment projeleri ile sektöründe öne çıkan OZKGY, mevcut konut stoğunda yer alan Göktürk 2, Göktürk 3 ve Büyükyalı projelerinde yer alan konutların satışını 2024 yılında başarıyla sürdürdü. 9A24'te şirketin konut ve arsa satışlarında görülen %33 reel artış, zorlu koşullarda güçlü bir büyüme performansına işaret etmektedir. Özak Hayat City Mahmutbey, Özak Palas Balmumcu, Özak Dragos gibi devam eden projelerin tamamlanması ve kredi faizlerinin düşmesi ile beraber şirketin önümüzdeki dönemde konut satışı gelirlerini arttırmasını bekliyoruz. Konut satışının yanı sıra şirket, turizm gelirlerinin büyük çoğunluğunu oluşturduğu kira gelirleri ile öne çıkmaktadır. Kira gelirlerinde geçtiğimiz yılda güçlü büyüme gözlemlense de TL'nin reel olarak değerlendirilmesi gelirlerde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Önümüzdeki yıllarda şirketin Kemer ve Bodrum gibi turizm bölgelerinde yer alan arsalarında geliştirilecek olan projeler ile beraber net aktif değerinde yüksek bir büyüme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Hesapladığımız hedef NAD'a iskonto uyguladığımızda %37'lik artış potansiyeli ve 17.00 TL hedef fiyata ulaşıyoruz.

Gayrimenkul Sektörü

RYGYO

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

TL20.0

Hisse Fiyatı

TL17.7

Getiri potansiyeli

13%

Tahminler (TLmn)

2023T 2024T 2025T

Kira Geliri (TAS 29 hariç)

1,664 2,678 3,988

% büyüme (nominal)

225.8% 61.0% 48.9%

Net Kar (TMS 29 dahil)

17,245 13,736 5,066

Değerleme

2023T 2024T 2025T

PD/DD

1.2x 0.6x 0.5x

Hisse Başına Temettü

0.00 0.00 0.25

Temettü verimi

0.0% 0.0% 1.4%

RYGYO: Kira gelirlerinde güçlü reel artış kaydedildi

2024 yılında RYGYO defansif iş modeli ve kira gelirlerindeki yüksek artışlar ile öne çıktı. Yenilenen kira kontratları ve enflasyon üstü zam artışları kira gelirlerini desteklemeye devam etti. Düşük borçluluğu ile öne çıkan şirket, bu dönemde oluşan uygun fiyatları da değerlendirerek arsa portföyünü genişletti. 2025'te şirketin kira gelirlerinin nominal olarak %50'ye yakın bir artış göstererek yaklaşık 4 milyar TL seviyesine çıkmasını bekliyoruz. Ayrıca şirket, önümüzdeki dönemde konut sektörü canlandıkça Sancaktepe'de yer alan konut projeleriyle de nakit akışı elde edecektir. NAD hesaplamamızda kira geliri elde edilen varlıklara %6,5 kapitalizasyon oranı uyguluyoruz. Arsa stoğu ve projelerini de dahil ettiğimiz hedef NAD hesaplamamıza iskonto uyguladığımızda %13 artış potansiyeli ve 20.00 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. Hisse için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri olarak revize ediyoruz.

Sağlık Sektörü

MPARK

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

TL532.0

Hisse Fiyatı

TL39.3

Getiri potansiyeli

35%

Tahminler (TLmn)

2023T 2024T 2025T

Satış Geliri (TMS 29 hariç)

18,201 34,827 47,853

% büyüme (nominal)

85.0% 91.3% 37.4%

Satış Geliri (TMS 29 dahil)

22,449 39,398 53,110

% büyüme (reel)

18.8% 21.6% 4.8%

FAVÖK (TMS 29 hariç)

4,823 9,456 13,064

% marj

26.5% 27.2% 27.3%

FAVÖK (TMS 29 dahil)

5,784 10,243 14,034

% marj

25.8% 26.0% 26.4%

Net Kar (TMS 29 hariç)

2,655 4,650 6,640

% marj

14.6% 13.4% 13.9%

Net Kar (TMS 29 dahil)

4,530 5,527 7,207

% marj

20.2% 14.0% 13.6%

Değerleme

2023T 2024T 2025T

F/K

16.6x 13.6x 10.4x

F/K (TMS 29 Hariç)

28.3x 16.2x 11.3x

FD/FAVÖK

13.8x 7.8x 5.7x

FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)

16.5x 8.4x 6.1x

PD/DD

5.9x 3.1x 2.0x

Hisse Başına Temettü

0.00 0.00 0.00

Temettü verimi

0.0% 0.0% 0.0%

MPARK: Sağlıklı büyüme görünümü

35 hastanesi ve 6,300'ün üzerine çıkan yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren MPARK, geçtiğimiz sene %12'lik hasta sayısı artışı ve fiyat düzenlemelerinin etkisi ile güçlü bir büyüme (9 ayda yıllık reel olarak %26 ciro artışı) performansı gösterdi. 6 hastane açılışı ve tamamlayıcı sağlık sigortasında devam eden büyüme trendi hasılat büyümesini destekledi. 2025 yılında da özel sağlık sigortası pazarındaki güçlü büyümenin devam etmesi, 2 yeni hastane açılışı ve 2024 Aralık ayında yapılan TTB katsayı artışları Şirketin gelir büyümesini olumlu etkileyecektir. Önümüzdeki sene hasta sayısında yaklaşık %10'luk bir artış ve geçtiğimiz yıl içinde yapılan fiyat düzenlemelerinin etkisinin devam edeceğini öngörüyoruz. Diğer taraftan, TL'nin reel olarak değerlenmesi ile beraber yabancı medikal turizmin cazibesini yitirmeye başlamasından dolayı yabancı medikal turizm gelirlerinde reel düşüş bekliyoruz. 2024'ün ikinci yarısında yapılan güçlü maaş zamlarının yılın son çeyreklerinde finansallara yansıdığını ve marjlar üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu altını çiziyoruz. Önümüzdeki dönemde güçlü büyümenin sürdürülmesi, düşen enflasyon ile beraber maaş artışlarında sınırlı yukarı yönlü risk beklentimiz ve güçlü TL ile malzeme maliyetlerinin yatay seyretmeye devam etmesi ile yüksek marjların sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. 2025'te yıllık %37,4 nominal ciro büyümesi ve FAVÖK marjının %26 olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Şirket için 7.0x FD/FAVÖK hedef çarpan kullanarak hedef fiyatımızı %35'lik bir artış potansiyeline işaret eden 532,00 TL seviyesine revize ediyoruz. Hisse için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri olarak revize ediyoruz.

Petrokimya Sektörü

TUPRS

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (25-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL210.0

TL143.2

47%

Tahminler (TLmn)

2023

2024T

2025T

Satış Geliri (TMS 29 hariç)

561,105

673,425

829,500

% büyüme (nominal)

16%

20%

23%

Satış Geliri (TMS 29 dahil)

686,529

817,775

945,630

% büyüme (reel)

-25%

-17%

-10%

FAVÖK (TMS 29 hariç)

78,581

45,119

55,300

% marj

14.0%

6.7%

6.7%

FAVÖK (TMS 29 dahil)

96,240

51,190

63,042

% marj

14.0%

6.3%

6.7%

Net Kar (TMS 29 hariç)

55,209

26,200

35,835

% marj

9.8%

3.9%

4.3%

Net Kar (TMS 29 dahil)

53,577

20,222

32,857

% marj

7.8%

2.5%

3.5%

Değerleme

2023

2024T

2025T

F/K

5.1x

13.6x

8.4x

F/K (TMS 29 Hariç)

5.0x

10.5x

7.7x

FD/FAVÖK

2.2x

4.2x

3.4x

FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)

2.7x

4.7x

3.8x

PD/DD

1.4x

1.0x

0.8x

Hisse Başına Temettü

14.01

22.32

15.57

Temettü verimi

9.8%

15.6%

10.9%

TUPRS: 2025'te yatay marj görünümü tahmin ediyoruz

Rafineri marjları 2023 yılında görülen tarihi yüksek seviyelerden 2024'te bir miktar normalleşme gösterdi fakat halen tarihsel ortalamalara göre yüksekti. Dizel crack (Brent'e kıyasla) ortalama olarak 2023'teki 26,6\$/varil seviyesinden 2024'te 19,2\$/varil seviyesinde gerçekleşirken, benzin crack marjı ise bir yıl öncesine göre 21,2\$/varil seviyesinden 16,6\$/varil seviyesine gerileme gösterdi. 2025'te küresel arz ve talebin benzer bir hızda artması bekleniyor; bu nedenle crack marjı performansının 2024 seviyelerinin sadece biraz altında olmasını bekliyoruz. Öte yandan, olası ABD yaptırım politikasındaki değişimler ham petrol tipleri arasındaki fiyatlamalarda olumsuz veya olumlu yönde etki gösterebilir. Türk rafinerileri 2024'te Rus ham petrolü satın almaya devam etti, ancak Rusya'ya karşı daha geniş yaptırımlar uygulanması durumunda bu durum değişebilir. Orta ve uzun vadede, fosil yakıtlara olan talebin 2035 yılına kadar artmaya devam etmesi bekleniyor; bu sayede rafineri marjları daha uzun süre güçlü seviyelerde kalabilir. Tüpraş'ın net nakit dengesi, 1,3 milyar dolarlık temettü ödemesi nedeniyle 2023 sonunda 2,9 milyar dolardan mevcut durumda 1,7 milyar dolar seviyesine geriledi. Şirketin 2025'te muhtemelen iki taksitte 0,8 milyar dolar daha temettü dağıtmasını bekliyoruz. Hedef fiyatımızı 200 TL'den 210 TL'ye hafif yukarı revize ediyoruz ve TUPRS için Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz.

PETKM

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (25-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL28.0

TL18.1

55%

Tahminler (TLmn)

2023

2024T

2025T

Satış Geliri (TMS 29 hariç)

47,500

64,058

80,975

% büyüme (nominal)

-3%

35%

26%

Satış Geliri (TMS 29 dahil)

60,441

77,105

91,502

% büyüme (reel)

-38%

-12%

-8%

FAVÖK (TMS 29 hariç)

3,306

2,580

3,753

% marj

7.0%

4.0%

4.6%

FAVÖK (TMS 29 dahil)

-2,121

-37.0

1,891

% marj

-3.5%

-0.5%

2.1%

Net Kar (TMS 29 hariç)

17,809

3,535

3,117

% marj

37.5%

5.5%

3.8%

Net Kar (TMS 29 dahil)

7,414

188

1,980

% marj

12.3%

0.2%

2.2%

Değerleme

2023

2024T

2025T

F/K

6.2x

244.1x

23.2x

F/K (TMS 29 Hariç)

2.6x

13.0x

14.7x

FD/FAVÖK

a.d.

a.d.

15.6x

FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)

8.9x

11.5x

7.9x

PD/DD

0.9x

0.6x

0.5x

Hisse Başına Temettü

0.00

0.00

0.00

Temettü verimi

0.0%

0.0%

0.0%

PETKM: Küresel arz fazlası marjları baskılamaya devam ediyor

Zayıf küresel talep koşulları ve aşırı arz, 2024 yılında petrokimya marjlarında baskı oluşturmaya devam etti. Orta Doğu'daki lojistik sıkıntılar ve jeopolitik gerginlikler nedeniyle ürün fiyatları bir miktar toparlanmaya çalışsa da, genel marj performansı zayıf kaldı. TMS 29 enflasyon muhasebesinin uygulanması, uzun stok döngüsü nedeniyle PETKM'in faaliyet kar marjları üzerinde olumsuz bir etki yarattı. PETKM, piyasa koşulları nedeniyle kapasite kullanımını daha da azalttı. 2023'teki 139 milyon dolar olan FAVÖK performansı, tahminimize göre 2024'te (TMS 29 etkileri hariç) 81 milyon dolara geriledi. 2025'te 95 milyon dolar seviyesine kısmi bir toparlanma bekliyoruz. Dizel ve jet yakıtı marjları hala güçlü olduğu için Star Rafinerisinin performansı güçlü devam etti. Petkim ayrıca, Aliğa tesisinin büyük çaplı revizyonu için "Master Plan" adı verilen yatırım projesinde ilk fizibilite çalışmasının Aralık 2024'te tamamlandığını duyurdu. Şirket, Master Plan kapsamında yeni ünitelerin kurulması ve bazı ünitelerin modernize edilmesinin planlandığını belirtti. Petkim, planın detaylı teknik ve ticari analizini yapmak için Pre-FEED ve FEED (Ön Uç Mühendislik ve Tasarım) aşamalarına geçilmesini, sonrasında finansman alternatiflerinin değerlendirilmesi ve nihai yatırım kararının Yönetim Kurulu onayına sunulmasını planlıyor. Socar Türkiye yönetiminin basına yaptığı açıklamalarda, Master Plan Projesi kapsamında uzun vadede yaklaşık 7 milyar USD yatırım öngörüldüğünü belirtti. Yeni yatırımlar uzun vadede Şirketin potansiyel olarak daha rekabetçi bir üretim modeline geçişine yardım edecektir. Genel olarak PETKM açısından yakın vadeli kar görünümü belirsizliğini koruyor, ancak değerlendirme açısından hisseyi küresel talep toparlandığında cazip bir potansiyel sunabilecek iskontolu stratejik bir varlık olarak görmeye devam ediyoruz. Hedef fiyatımızı 33 TL'den 28 TL'ye revize ediyor fakat Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz.

Perakende Sektörü

BIMAS

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endekse Paralel Getiri)

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26/01/2025)

Getiri Potansiyeli

TL735.00

TL514.00

43%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	267,036	470,801	697,402
% büyüme (nominal)	81%	76%	48%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	328,442	513,173	732,272
% büyüme (reel)	18%	8%	11%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	20,985	34,839	52,305
% marj	7.9%	7.4%	7.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	13,751	21,912	35,662
% marj	4.2%	4.3%	4.9%
Net Kar (TMS 29 hariç)	12,887	18,161	25,152
% marj	4.8%	3.9%	3.6%
Net Kar (TMS 29 dahil)	15,445	20,882	25,118
% marj	5.8%	4.4%	3.6%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	20.2x	14.9x	12.4x
F/K (TMS 29 Hariç)	24.2x	17.2x	12.4x
FD/FAVÖK	23.8x	14.9x	9.2x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	15.6x	9.4x	6.3x
PD/DD	4.5x	3.7x	3.2x
Hisse Başına Temettü	5.00	10.0	20.63
Temettü verimi	1.0%	1.9%	4.0%

BIMAS: 2025'te güçlü konumda

2025 yılında 1.050 yeni mağaza açılışıyla mağaza büyümesinin güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz. Rakip indirim mağazalarının sınırlı mağaza büyümesi, BİM'in metrekare büyümesini kolaylaştıracak bir fırsat sunabilir. Ayrıca, 2024 yılındaki trafik büyümesinin (YF Tahmin: %1,7), 2025 yılında %1 oranında artışla devam edeceğini öngörüyoruz. File operasyonlarında ise güçlü momentumun 2025 yılında %95 ciro büyümesi ile süreceğini düşünüyoruz. 2023 yılında toplam cironun %6'sını oluşturan File operasyonlarının, 2025 yılında cironun %11'ine ulaşmasını bekliyoruz. Operasyonel kârlılık tarafında, 2024 yılında yapılan peşin ve iskontolu alımlar brüt kâr marjında yaklaşık 1 puanlık bir iyileşme sağladı. Ancak, 2025 yılında enflasyondaki düşüşle birlikte bu etkinin azalmasını öngörüyoruz. Bununla birlikte, asgari ücrete beklenenin altında yapılan %30'luk zammın, %48'lik ciro artışı beklentisiyle operasyonel giderler üzerinde olumlu bir etki yaratabileceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak, enflasyon muhasebesi öncesi FAVÖK marjının 2024 yılına paralel olarak %7,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Bim için değerlememizi daha yüksek çarpanları yansıtabilecek şekilde güncelledik; 15x F/K (önceki: 12x) ve 12x FD/FAVÖK (önceki: 10x) çarpanlarını uygulayarak %43'lük bir yukarı yönlü potansiyele işaret ediyoruz.

MGROS

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üstü Getiri)

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26/01/2025)

Getiri Potansiyeli

TL803.00

TL559.50

44%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	145,810	255,428	372,405
% büyüme (nominal)	96%	75%	46%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	181,674	290,146	410,078
% büyüme (reel)	29%	11%	10%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	9,784	24,266	31,654
% marj	6.7%	9.5%	8.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	3,221	14,744	24,940
% marj	1.8%	5.1%	6.1%
Net Kar (TMS 29 hariç)	5,954	6,609	9,649
% marj	4.1%	2.6%	2.6%
Net Kar (TMS 29 dahil)	8,829	7,426	10,841
% marj	6.1%	2.9%	2.9%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	11.5x	13.6x	9.3x
F/K (TMS 29 Hariç)	17.0x	15.3x	10.5x
FD/FAVÖK	30.2x	6.6x	3.9x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	9.9x	4.0x	3.1x
PD/DD	2.8x	2.2x	1.8x
Hisse Başına Temettü	2.61	9.8	12.30
Temettü verimi	0.5%	1.7%	2.2%

MGROS: Farklılaştırılmış iş modeli getirisini vermeye devam ediyor.

Migros, son üç yılda perakende sektöründe güçlü bir oyuncu olmaya devam etti ve trafik artışı, sepet büyümesi ve mağaza genişlemesi sayesinde pazar payını 2021'deki %15,5'ten 2024'te %16,9'a yükseltti. 9A24'te, ciro büyümesi %82 olurken, TÜFE %50 seviyesinde gerçekleşti. %6'lık alan büyümesi hariç tutulsa bile, Migros mevcut mağaza bazında sepet büyüklüğü ve trafik artışlarından kaynaklanan reel bir büyüme sağladı. Sektörün 2025 yılı için görünümü zorlayıcı olsa da, online segmentten gelen güçlü trafik büyüme katkısı sayesinde MGROS'un güçlü kalmaya devam edebileceğine inanıyoruz. Marjı daha düşük olan online operasyonların toplam ciro içindeki payı artsa bile (9A24'te %18,2, 9A23'te ise %16,4) bunun yönetilebilir olduğunu düşünüyoruz. Özellikle yönetim, planlı teslimat segmentinde marjları grup seviyesine çekme hedefindedir. 2025 yılında olası zorlu rekabet ortamına Migros'un hazırlıklı olduğunu düşünüyoruz. Migros daha çok taze ürün kategorisinde rekabet etmekte ve bu segment diğer ürünlere kıyasla daha fazla müşteri trafiği çekmektedir. Bu noktada Migros, Türkiye'de herhangi bir perakendeciden daha fazla (taze meyve, et ve süt ürünleri) satmaktadır. Migros, cirosunun %77'sini tarıma dayalı ürünlerin satışından elde etmektedir. 2024 yılında marjlar bir miktar baskı altında kalsa bile şirketin serbest nakit akımının güçlü kaldığını ve net nakitin 11 milyar TL'den 21 milyar TL'ye ulaştığını ayrıca not ediyoruz. İNA temelli değerlememizdeki güncelleme sonucu Hedef fiyatımızı 803 TL'ye (Önceki: TL730) yükseltiyoruz.

Tekstil Sektörü

SUNTK

Endekse Paralel Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)

Hedef Fiyat	TL42.00		
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	TL39.56		
Getiri Potansiyeli	6%		
Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	6,300	10,886	14,530
% büyüme (nominal)	0%	73%	33%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	7,733	12,503	16,200
% büyüme (reel)	0%	12%	1%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	865	1,415	1,874
% marj	13.7%	13.0%	12.9%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	1,073	1,700	2,106
% marj	13.9%	13.6%	13.0%
Net Kar (TMS 29 dahil)	237	612	948
% marj	3.8%	5.6%	6.5%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	79.2x	30.7x	19.8x
FD/FAVÖK	17.8x	11.2x	9.0x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	22.0x	13.5x	10.2x
PD/DD	4.2x	3.8x	3.3x
Hisse Başına Temettü	0.18	0.4	0.45
Temettü verimi	0.5%	1.1%	1.1%

SUNTK: 2025'te yatay FAVÖK performansı

SUNTK, 9A24 döneminde hazır giyim segmentinde %54'lük bir hacim artışı ile dikkat çekici bir büyüme sergiledi. Bu güçlü performans, şirketin ciro büyümesini de desteklerken, 2024T'de gelirlerin EUR bazında yaklaşık %30 artışla 307 milyon EUR seviyesine ulaştığını tahmin ediyoruz. Kızıldeniz krizinin SUNTK'ya olumlu yansıdığı görülüyor; Bangladeş ve Mısır gibi ülkelerdeki sevkiyat zorlukları, birçok mavi çipli moda markasının tedariklerini Türkiye'ye yönlendirmesine neden oldu. Geri bildirimler, rakiplerin tedarikle ilgili sorunlarının devam ettiğini gösteriyor, ancak 2025 itibarıyla hacim büyümesinde bir normalleşme bekliyoruz. Marj tarafında ise artan maliyetler, sabit döviz kuru ve hazır giyimin toplam içindeki payının artışı bir miktar baskı yarattı. Buna rağmen, 2024T FAVÖK seviyesi olan 40 milyon EUR, yıllık %19'luk bir artışı temsil ediyor. 2025 için, EKOTEN'in kapasite artışının (%40) 2026'ya ertelendiğini açıklamasının ardından FAVÖK tahminlerimizi revize ettik. Şirketin 2025 yılında 330 milyon EUR gelir ve 41 milyon EUR FAVÖK açıklamasını bekliyoruz. EKOTEN segmentindeki kapasite artışının tamamlanmasının ardından (2026), yaklaşık 10 milyon EUR ek katkı bekliyoruz. Güçlü büyüme potansiyeline rağmen, hisse şu an 2025 tahminlerimize göre 11,1x FD/FAVÖK ve 22x F/K çarpanlarıyla işlem görmekte, bu seviyeleri yüksek buluyoruz. Bu nedenle, notumuzu "Endeks Üzeri Getiri"den "Endekse Paralel Getiri"ye düşürürken, hedef fiyatımızı hisse başına 25 TL'den 42 TL'ye yükseltiyoruz. Potansiyel bir yukarı yönlü katalizör, Afyon'da planlanan kapasite artışından gelebilir ve bu, EKOTEN'in cirosunu ikiye katlayabilir.

MAVI

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)

Hedef Fiyat	TL111.00		
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	TL73.10		
Getiri Potansiyeli	52%		
Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	20,209	31,579	43,187
% büyüme (nominal)	91%	56%	37%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	26,293	35,871	47,556
% büyüme (reel)	25%	-6%	3%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	4,870	7,240	8,608
% marj	24.1%	22.9%	19.9%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	4,854	7,168	8,600
% marj	18.5%	20.0%	18.1%
Net Kar (TMS 29 hariç)	2,865	4,312	4,458
% marj	14.2%	13.7%	10.3%
Net Kar (TMS 29 dahil)	1,784	3,080	3,715
% marj	8.8%	9.8%	8.6%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	16.3x	9.4x	7.8x
F/K (TMS 29 Hariç)	10.1x	6.7x	6.5x
FD/FAVÖK	5.6x	3.8x	3.2x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	5.6x	3.8x	3.2x
PD/DD	2.1x	1.5x	1.1x
Hisse Başına Temettü	1.08	2.1	2.33
Temettü verimi	1.5%	2.9%	3.2%

MAVI: Potansiyel yavaşlama fiyatlandı

2024 yılı Mavi için iki farklı yarıyla sahne oldu. Yılın ilk yarısında Mavi güçlü finansal sonuçlar açıkladı ve yönetim %70 satış büyüme hedefini korudu. Ancak 2024'ün ikinci yarısında Mavi yönetimi, Türk ekonomisindeki yavaşlamanın beklenenden daha fazla etkisi nedeniyle ciro büyüme hedefini %70'ten %60'a, FAVÖK marjı hedefini ise 1,5 puan düşürerek %22'ye revize etti. Şirket için 2021-2024 dönemi güçlü ciro büyümesi ve pazar payı kazanımları ile taçlandı. Fakat, Kira ve vade farkı giderlerini içeren düzeltilmiş FAVÖK marjı, 2021'deki %15,5 seviyesinden 2024'te %13 seviyesine geriledi. Müşteri kazanımı ve pazar payı genişlemesine öncelik verilmesi marjları baskılasa da Mavi'nin aktif üye sayısı 2021'deki 4,6 milyondan günümüzde 5,8 milyona yükselmiştir. Türk Lirası'nın reel değer kazanmaya devam etmesi durumunda, uluslararası giyim markalarıyla artan rekabetin 2025 yılında da süreceğini öngörüyoruz. Zorlu piyasa koşulları beklentimizi göz önünde bulundurarak, 2025 yılı için marj tahminimizi yaklaşık 2 puan aşağı yönlü revize ediyoruz. Zayıf görünüme rağmen, hisse 2025 tahminlerimize göre 8x F/K ve 5,1x FD/FAVÖK (IFRS16 etkisi hariç) çarpanlarından işlem görmektedir. Şirketi, F/K (10x) ve EV/Düzeltilmiş FAVÖK (8x) çarpanlarını kullanarak değerlendiriyoruz. Şirket için olası zayıf senaryonun zaten fiyatlandığını düşünüyoruz., Mavi için hedef fiyatımızı 82,90 TL'den 111 TL'ye yükseltiyor ve "Endeks Üzeri Getiri" notumuzu koruyoruz

İçecek Sektörü

AEFES

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üstü Getiri)

Hedef Fiyat	TL356.00		
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	TL165.80		
Getiri Potansiyerli	115%		
Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	147,226	225,152	281,105
% büyüme (nominal)	63%	53%	25%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	159,877	232,115	286,842
% büyüme (reel)	3%	1%	-4%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	30,555	43,314	48,532
% marj	20.8%	19.2%	17.3%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	27,045	40,105	46,666
% marj	16.9%	17.3%	16.3%
Net Kar (TMS 29 hariç)	7,779	12,602	15,196
% marj	5.3%	5.6%	5.4%
Net Kar (TMS 29 dahil)	22,129	17,263	19,734
% marj	15.0%	7.7%	7.0%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	4.4x	5.7x	5.0x
F/K (TMS 29 Hariç)	12.6x	7.8x	6.5x
FD/FAVÖK	7.6x	5.1x	4.4x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	6.7x	4.7x	4.2x
PD/DD	1.5x	1.0x	0.7x
Hisse Başına Temettü	2.13	2.4	2.51
Temettü verimi	1.3%	1.4%	1.5%

AEFES: 2025'te Rusya operasyonlarının kaderi takip edilecek

Rusya Devlet Başkanı Putin, AEFES'in Rusya operasyonlarındaki tüm hisselerin geçici olarak GC Vmeste Grubu'na devredilmesine yönelik bir kararname imzaladı. AEFES ve InBev, Rusya operasyonlarında %50-50 ortaklığa sahiptir. AB InBev, Rusya-Ukrayna savaşının ardından bu ortaklıktaki hisseleri için bilançosunda 1,1 milyar dolarlık bir değer kaybı kaydetmişti. AEFES, Ekim 2023 tarihli InBev hisselerinin olası alımı için hazırladığı değerlendirme raporunda, Rusya-Ukrayna operasyonlarındaki %50 paya 1,1-1,3 milyar dolar değer biçmişti. Benzer şekilde, Rusya operasyonları bizim değerlememizde 1,2 milyar USD yer almaktaydı (AEFES için hisse başına 73 TL değerlemeye denk gelmekte). Hissedeki son düşüşü ardından, piyasanın AEFES'in tüm bira segmentine atfettiği toplam değer 375 milyon dolar seviyesine inmiş durumdadır. Ancak, Rusya operasyonları hariç tutulsa dahi, Türkiye, Kazakistan, Moldova ve Gürcistan'daki bira operasyonlarının toplam değerinin bu rakamın üstünde olduğuna inanıyoruz (tahminimize göre Rusya hariç biro iş kolu FAVÖK USD240mn). Türkiye, Kazakistan ve Gürcistan'daki operasyonları toplamda 1,4 milyar dolar (hisse başına 82 TL) olarak değerliyor ve AEFES'in CCOLA'daki %50 hissesini 3,3 milyar dolar (hisse başına 200 TL) olarak değerliyor. Dolayısıyla, Rusya hariç değerlememiz hisse başına 282 TL'ye işaret ediyor. Önümüzdeki dönemde, eğer belirsizlik devam ederse, AEFES yönetiminin Rusya operasyonları için 1-1,3 milyar USD tutarında bir varlık kaybı kaydetme riski bulunduğunu vurguluyoruz. Şu anki tahminlerimizde Rusya operasyonlarını dahil ediyoruz. AEFES'in Rusya'daki varlıklarını elinde tutmasını sağlayacak bir anlaşma olasılığının halen olduğunu düşünmekteyiz. Örnek vermek gerekirse, 2024 yılında Rusya, St. Petersburg Havaalanı'ndaki %25 Fraport hissesinin, geçici yönetim döneminin ardından BAE merkezli Orbit'e satılmasına onay vermiştir.

CCOLA

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)

Hedef Fiyat	TL87.00		
Hisse Fiyatı (26/01/2025)	TL59.90		
Getiri Potansiyerli	45%		
Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	91,016	130,083	164,729
% büyüme (nominal)	70%	43%	27%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	101,042	140,766	171,766
% büyüme (reel)	8%	-4%	22%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	18,944	27,790	33,710
% marj	20.8%	21.4%	20.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	17,918	26,182	32,120
% marj	17.7%	18.6%	18.7%
Net Kar (TMS 29 hariç)	8,306	11,230	15,230
% marj	9.1%	8.6%	9.2%
Net Kar (TMS 29 dahil)	20,580	18,547	20,664
% marj	22.6%	14.3%	12.5%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	8.1x	9.0x	8.1x
F/K (TMS 29 Hariç)	20.2x	14.9x	11.0x
FD/FAVÖK	11.1x	7.6x	6.2x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	10.5x	7.2x	5.9x
PD/DD	3.7x	2.6x	1.6x
Hisse Başına Temettü	0.27	0.7	1.18
Temettü verimi	0.4%	1.2%	2.0%

CCOLA: 2025'te hacimde toparlanma bekliyoruz.

Pakistan'daki zorlu ekonomik koşullar ve Orta Doğu'daki artan gerilimlere rağmen, CCOLA'nın hacim performansı 2024 yılında yalnızca %2,2 oranında azalarak 1,5 milyon ünite kasa oldu. Zorlu geçen yılın ardından, Türkiye'de 2025 yılı için hacimde %3 büyüme bekliyoruz. Pazar payını ve hacmi korumanın öncelikli odak noktası olacağını, fiyat artışlarının ise sınırlı olacağını tahmin ediyoruz. Ancak, 2024 yılının sonunda toplam hacmin %29,2'sini oluşturan 1 litrelik altındaki içeceklerin artan payının, büyük boy ürünlere kıyasla daha kârlı olmaları nedeniyle brüt kârı desteklemeye devam edeceğine inanıyoruz. Uluslararası operasyonlar için, Pakistan'daki kademeli toparlanma beklentimiz ile 2025 yılında %7 hacim büyümesi öngörüyoruz. Pakistan, IMF'den 3 milyar dolarlık stand-by anlaşması alarak, ardından 7 milyar dolarlık Uzatılmış Fon Kolaylığı (EFF) sağladı. Pakistan'da enflasyon %38'lik zirveden tek haneli rakamlara düşürmeye yardımcı oldu. Ayrıca, merkez bankası Haziran ayından itibaren faiz oranlarını 900 baz puan indirdi. Pakistan'daki toparlanmanın kademeli olarak devam etmesini bekliyoruz ve en kötü dönemin geride kaldığını düşünüyoruz. 2025 yılı için CCOLA'nın gelirinin 4 milyar dolar (2024'te 3,9 milyar dolar) olmasını, FAVÖK'ün ise yatay bir seyirle 834 milyon dolar seviyesinde kalmasını tahmin ediyoruz. Hisse senedi, 2025 yılı tahminlerimize göre 5,9x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmekte olup, uluslararası benzer şirketlerin medyanı 2025 yılı için 7,1x seviyesindedir.

Telekom Sektörü

TTKOM

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL75.00

TL49.7

51%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	81,271	113,528	158,252
% büyüme (nominal)	68%	40%	39%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	100,185	155,499	205,349
% büyüme (reel)	10%	11%	3%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	27,297	45,476	64,430
% marj	33.6%	40.1%	40.7%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	32,646	60,430	81,110
% marj	33%	39%	39%
Net Kar (TMS 29 hariç)	6,645	2,285	7,455
% marj	8%	2%	5%
Net Kar (TMS 29 dahil)	16,422	5,647	18,424
% marj	16%	4%	9%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	10.6x	30.8x	9.4x
F/K (TMS 29 Hariç)	26.2x	76.1x	23.3x
FD/FAVÖK	6.9x	3.7x	2.8x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	8.2x	4.9x	3.5x
PD/DD	1.3x	1.2x	1.1x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%

TTKOM: Lisans uzatma süreci 2025 yılında izlenecek

Türk Telekom son 2 yılda hem genişbant hem de mobil segmentlerde abone tabanını büyötmeye devam etti. Şirket ayrıca, çeşitlendirilmiş abone tabanı (%51 mobil, %29 genişbant, %14 Ses ve %6 Ödemeli TV) sayesinde çapraz satışlar ve daha üst paket geçişleri yoluyla ARPU'ları artırmayı başardı. TTKOM'un gelirlerinin 2025 yılında yıllık bazda %3 büyümesini bekliyoruz. FAVÖK beklentimiz 2025T'de 81 milyar TL ve %39,5 marj ile 2024'e kıyasla yatay seyrediyor. 2025 tahminlerimize göre, TTKOM hisseleri 2,8x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. TP'mizi 75,0 TL'ye (70 TL'den) revize ediyoruz ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

TCELL

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (27-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL145.00

TL106.4

36%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	86,321	123,357	173,505
% büyüme (nominal)	60%	43%	41%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	102,963	163,489	217,849
% büyüme (reel)	14%	15%	4%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	35,307	50,576	72,005
% marj	40.9%	41.0%	41.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	47,503	68,308	91,502
% marj	46.1%	41.8%	42.0%
Net Kar (TMS 29 hariç)	-	16,274	18,605
% marj	0.0%	13.2%	10.7%
Net Kar (TMS 29 dahil)	12,554	24,328	26,349
% marj	12.2%	14.9%	12.1%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	18.6x	9.6x	8.9x
F/K (TMS 29 Hariç)	0.0x	14.4x	12.6x
FD/FAVÖK	5.4x	3.8x	2.8x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	7.3x	5.1x	3.6x
PD/DD	1.4x	1.3x	1.2x
Hisse Başına Temettü	1.03	2.85	5.53
Temettü verimi	1.0%	2.7%	5.2%

TCELL: ARPU'daki güçlü büyüme serbest nakit akımını destekliyor

Mobil segmentin güçlü performansı ve stratejik odak alanlarının olumlu etkisi sayesinde TCELL'in gelirlerinin 2025 yılında yıllık bazda reel olarak %4 büyümesini bekliyoruz. Devam eden yeniden fiyatlandırma etkisinin ciro büyümesi için sağlam bir itici güç olmaya devam edeceğine inanırken, Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanmasının döviz bazında FAVÖK büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Öte yandan, TCELL'de yatırım harcamaları/FAVÖK'ün son 3 yıllık ortalama %66'ya kıyasla 2025 yılında %65 seviyesinde kalacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK beklentimiz 2025 yılı için 91 milyar TL ve %42 marj ile 2024 yılına kıyasla yatay seyretmektedir. TCELL'in net karının, Lifecell (Ukrayna operasyonları) satışından elde edilen tek seferlik kazanç ve daha iyi operasyonel sonuçlar sayesinde 2024T'de 24,8 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin %50 temettü ödeme politikasına paralel olarak, temettü beklentimiz 2024 net karından 12,4 milyar TL'dir ve bu da %5 temettü verimine karşılık gelmektedir. Güçlü teknoloji ve dijital odak (veri merkezleri, fintek ve stratejik iş alanları), düzenli temettü ödemeleri ve güçlü abone tabanı TCELL'e yönelik olumlu duruşumuzun ana nedenleridir. 2025 tahminlerimize göre TCELL hisseleri 2,8x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir. Hedef fiyatımızı 120,0 TL'den 145,0 TL'ye revize ediyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Demir Çelik Sektörü

KRDMD

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL43.0

TL27.0

59%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	38,223	45,178	53,839
% büyüme (nominal)	40%	18%	19%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	51,621	53,817	62,034
% büyüme (reel)	-5%	-28%	-10%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	6,272	6,685	8,345
% marj	16.4%	14.8%	15.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	3,210	4,266	6,969
% marj	6.2%	7.9%	11.2%
Net Kar (TMS 29 hariç)	5,732	2,014	4,009
% marj	15.0%	4.5%	7.4%
Net Kar (TMS 29 dahil)	1,588	-1,977	1,142
% marj	3.1%	-3.7%	1.8%

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	19.5x	a.d.	27.2x
F/K (TMS 29 Hariç)	5.4x	15.4x	7.7x
FD/FAVÖK	9.6x	7.2x	4.4x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	4.9x	4.6x	3.7x
PD/DD	0.8x	0.6x	0.5x
Hisse Başına Temettü	0.22	0.00	0.00
Temettü verimi	0.8%	0.0%	0.0%

KRDMD: Demiryolu projeleri Kardemir için fırsatlar yaratabilir

Kardemir'in ton başına ortalama FAVÖK performansının 2023'teki 112\$/ton seviyesinden 2024'te 80\$/ton'a düştüğünü tahmin ediyoruz. Küresel arz-talep dengesizlikleri ve Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanması marjlardaki gerilemenin ana sebepleri arasında yer aldı. Kardemir'in satış hacminin bir önceki yıla göre 2,3 milyon ton seviyesinden hafif düşüşle 2,2 milyon tona gerilediğini, toplam satışlar içinde yarı mamul payının ise bir yıl öncesine kıyasla hafif arttığını tahmin ediyoruz. Yurt içi çelik tüketimi 2024 yılında hafif gerilemesine rağmen, ihracat hacmindeki artış sayesinde yurtiçi çelik üretimi %9 oranında artış kaydetti. 2025 yılında küresel talepteki potansiyel toparlanma, kilit pazarlardaki teşvik önlemleri ve Çin'in çelik üretim ve ihracat politikası takip edilecek makro gelişmeler olacaktır. Öte yandan, şirket toplam cirosunda demiryolu çeliği gibi katma değerli nihai ürünlerin payını artırmayı hedeflemektedir. Türkiye önümüzdeki yıllarda demiryollarına altyapı yatırımlarını artırmayı planlamaktadır, bu da Kardemir'in stratejik dönüşümüne yardımcı olabilir. Irak ve Türkiye arasında oluşturulması planlanan büyük bir uluslararası demir yolu projesi de yine Kardemir için potansiyel oluşturabilir ve orta ve uzun vadede büyüme potansiyelini canlandırabilir. 2025 için 90\$/ton EBITDA tahminimize dayanarak hisse senedinin 4,4x EV/EBITDA çarpanı (enflasyon muhasebesi hariç 3.7x) ile işlem gördüğünü hesaplıyoruz. Hedef fiyatımızı 43,0 TL olarak revize ediyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Cam Sektörü

SISE

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (24-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL60.0

TL39.4

52%

Tahminler (TLmn)

	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	133,580	170,513	213,898
% büyüme (nominal)	40%	28%	25%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	151,994	180,522	231,337
% büyüme (reel)	-11%	-18%	0%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	22,976	20,462	29,946
% marj	17.2%	12.0%	14.0%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	20,727	13,507	23,596
% marj	13.6%	7.5%	10.2%
Net Kar (TMS 29 hariç)	23,776	13,205	15,446
% marj	17.8%	7.7%	7.2%
Net Kar (TMS 29 dahil)	18,978	6,618	6,096
% marj	12.5%	3.7%	2.6%

Değerleme

	2023	2024T	2025T
F/K	6.4x	18.2x	19.8x
F/K (TMS 29 Hariç)	5.1x	9.1x	7.8x
FD/FAVÖK	9.3x	14.2x	8.1x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	8.3x	9.4x	6.4x
PD/DD	0.8x	0.6x	0.4x
Hisse Başına Temettü	0.69	0.72	0.24
Temettü verimi	1.7%	1.8%	0.6%

SISE: Karlılıkta kademeli toparlanma 2025 yılında başlayabilir

SISE, Avrupa'daki zayıf talep ortamı, soda külü fiyatlarında normalleşme ve Türk Lirası'ndaki reel değerlenmenin olumsuz etkisi nedeniyle 2024'te kar marjı baskısı ile karşı karşıya kalmaya devam etti. Enflasyon muhasebesi öncesi FAVÖK performansının 2023'te 1,0 milyar \$'dan 2024'te 0,6 milyar \$ seviyesine gerilediğini tahmin ediyoruz. 2025 yılında ise 0,8 milyar \$ seviyesine doğru toparlanma öngörüyoruz. Hacim açısından, mimari cam ve cam ambalaj segmentlerindeki güçlü satışlar, 2024 yılı ilk 9 aylık döneminde genel cam satış hacmindeki %9'luk büyümenin ana itici gücü oldu. Soda külü satış hacmi ise aynı dönemde %2 arttı. Ürün fiyatlarındaki eğilim Türkiye'de iç pazarda kuvvetli kalmaya devam ederken, Avrupa ve ihracat pazarlarında zayıf küresel talep nedeniyle özellikle düz cam ve soda külü fiyatındaki normalleşme etkisi gözlemlendi. 2025'e girerken, doğal gaz fiyatlarındaki son günlerdeki artışın devam etmesi durumunda, yıl boyunca fiyatlandırmanın yükseliş eğiliminde devam edebileceğini, Avrupa'da düz cam fiyatlarının toparlanabileceğini düşünüyoruz. Soda külü fiyatındaki toparlanma ise genellikle biraz gecikmeli geliyor ve şu an için fiyatlarda daha çok yatay bir görünüm hakim. Çin ve Avrupa'daki potansiyel teşvik önlemlerinin 2025'te izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Şirketin toplam yatırım harcamasının 2024'de 0,8 milyar \$, 2025 yılında ise ABD operasyonlarında hisse alımı için yapılan ödeme dahil en fazla 1 milyar \$ seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Şirketin uzun vadede 4 milyar \$'dan fazla yatırım öngören ABD'deki doğal soda külü projesi için nihai lisans süreci devam ediyor, Trump yönetimi ile beraber 2025 yılında bu beklenti kuvvetlenebilir. SISE'nin 3Ç24 itibarıyla 2,2 milyar ABD doları net borç pozisyonu bulunuyor (3,35x Net Borç/FAVÖK oranına karşılık geliyor). Kısa vadede zayıf karlılık görünümü bize göre büyük ölçüde piyasa fiyatlamasının içinde, bu nedenle SISE için hedef fiyatımızda 65 TL'den 60 TL'ye hafif aşağı yönlü revizyona rağmen Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz.

Enerji Sektörü

AYDEM

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endekse Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL45.00

TL23.6

91%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	6,358	5,707	7,387
% büyüme (reel)	-16%	-54%	0%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	5,187	4,592	6,123
% marj	82%	80%	83%
Net Kar (TMS 29 dahil)	-1,280	3,608	4,898
% marj	a.d.	63%	66%
Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	a.d.	4.6x	3.4x
FD/FAVÖK	6.8x	7.7x	5.7x
PD/DD	0.4x	0.4x	0.4x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.55	0.00
Temettü verimi	0.0%	2.3%	0.0%

AYDEM: Kapasite faktörünün önümüzdeki 2 yıl içinde iyileşmesi beklenmektedir

2024 yılı 11 aylık verilere göre, AYDEM'in elektrik üretimi geçen yılın aynı dönemindeki 2,16TWh seviyesine kıyasla %7 düşüşle 2,0TWh olarak gerçekleşmiştir. Hidroelektrik santrallerin düşük katkısı (yıllık -%19) üretimdeki düşüşün ana nedeni olurken, hibrit santrallerin üretimi 11A24'te +%31 arttı. 2021 yılı hariç tutulduğunda, şirketin son 4 yıldaki ortalama üretim hacmi 2,3TWh ve bu dönemdeki ortalama kurulu gücü 1060MW (mevcut kapasiteden %13 daha düşük) olmuştur. Toplam üretimin 2025 ve 2026 yıllarında sırasıyla 2,5TWh ve 2,9TWh'a yükselmesini bekliyoruz. Ortalama spot elektrik fiyatı varsayımımız 2025 yılı için MWh başına 73 ABD dolarıdır ve bu da HES ve RES için YEKDEM fiyatına eşittir. Şirketin son kapasite büyüme planına göre, kurulu gücün 2025 yılında 2024 yılına kıyasla 1216 MW'ta benzer olması ve önümüzdeki iki yıl içinde 122 MWe artması beklenmektedir (2026'da 71 MWe ve 2027'de 52 MWe). 2025T'deki daha düşük yatırım planına paralel olarak, şirketin net borcunun 2025 yılsonunda 461mn ABD dolarına düşmesini bekliyoruz (3Ç24: 584mn ABD doları). Şirketin Eurobond anaparasının ilk taksiti olan 67mn doları (toplamın %10'u) 1Ç25'te ödeyeceğini not ediyoruz. Şirket yönetiminin Eurobond'u 2025 yılında refinans etmeyi planladığını açıkladığını hatırlatıyoruz. Bu durumun AYDEM için bir katalizör olabileceğini düşünmekteyiz. 2025 dolar bazlı tahminlerimize göre AYDEM hisseleri 6,6x FD/FAVÖK katsayısı ile işlem görmektedir. Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi ve hisse başına 45,0 TL HF değerimizi koruyoruz.

ENJSA

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (26-01-2025)

Getiri potansiyeli

TL85.0

TL63.0

35%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
FaaliyetGelirleri (TMS 29 hariç)	20,765	35,822	47,404
% büyüme (nominal)		72.5%	32.3%
Faaliyet Gelirleri (TMS 29 dahil)	26,939	42,144	52,671
% büyüme (reel)		12%	-4%
Baz Alınan Kar (TMS 29 hariç)	5,816	6,320	8,450
% büyüme (nominal)		8.7%	33.7%
Baz Alınan Kar (TMS 29 dahil)	3,367	4,065	5,516
Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	22.1x	18.3x	13.5x
F/K (TMS 29 Hariç)	12.8x	11.8x	8.8x
FD/Faaliyet Karı	4.2x	2.7x	2.2x
FD/Faaliyet Karı (TMS 29 Hariç)	5.5x	3.2x	2.4x
PD/DD	0.9x	0.9x	0.9x
Hisse Başına Temettü	2.30	2.79	2.75
Temettü verimi	3.7%	4.4%	4.4%

ENJSA: Yüksek yatırım iştahı ile DVT büyümesi devam ediyor

Şirketin DVT'sinin 2025T'de %35 artarak 78 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Enerjisa'nın 2025 yılında TCMB'nin faiz indirimlerinden faydalanacağını, zira yüksek finansal giderlerin geçen yıl kazançları baskıladığını belirtiyoruz. Net borç pozisyonu, düzenlenmiş elektrik fiyatlarındaki sınırlı ayarlamalar nedeniyle 2024 yılında yüksek kalmaya devam etti. Şirket ayrıca enflasyona göre düzeltilmiş finansallarda -896mn TL net parasal zarar kaydetmiştir ve enflasyon oranı düştükçe bu zarar da düzelebilir. Şirketin en son 2024 yılı beklentileri Düzenlenmiş Varlık Tabanı (RAB) için 55 milyar TL - 60 milyar TL ve 3,5 milyar TL - 4,5 milyar TL baz alınan net kar (TMS29 sonrası 2023'te 3,4 milyar TL'ye kıyasla) seviyesindeydi. Şirketin her iki rakam için de beklentilerini orta aralıkta karşıladığını tahmin ediyoruz. 2025 beklentilerimize göre, ENJSA hisseleri 2,2x FD/faaliyet karı ve 13,5x F/Baz alınan net kar çarpanlarında işlem görmektedir. Hedef fiyatımızı 73,0 TL'den 85,0 TL'ye yükseltiyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Hisse	Şirket Adı				F/K		PD/DD	
		Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Yükseliş Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T
AKBNK	Akbank	66.45	86.31	30%	8.3	5.0	1.4	1.1
GARAN	Garanti Bankası	132.30	194.93	47%	6.0	4.6	1.7	1.3
HALKB	Halk Bankası	18.33	27.38	49%	8.6	3.8	0.9	0.7
VAKBN	T. Vakıflar Bankası	25.92	39.66	53%	6.5	4.5	1.2	1.0
YKBNK	Yapi Ve Kredi Bankası	32.46	43.93	35%	9.5	4.8	1.4	1.1
ANSGR	Anadolu Sigorta	113.40	152.00	34%	5.1	4.2	2.4	2.0
GLCVY	Gelecek Varlık Yönetim	52.00	80.00	54%	5.7	4.3	2.6	1.7

Hisse	Şirket Adı				F/K		FD/FAVÖK		FD/FAVÖK (TMS29 Hariç)	
		Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Yükseliş Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	2024T	2025T
ENKAI	Enka İnşaat	50.95	75.00	47%	14.6	8.3				
ALARK	Alarko Holding	89.75	125.00	39%	9.8	6.1				
TKFEN	Tekfen Holding	63.75	90.00	41%	69.2	11.1				
KCHOL	Koc Holding	179.00	273.00	53%	382.7	31.0				
SAHOL	Sabancı Holding	102.00	153.00	50%	n.m.	19.1				
AGHOL	Ag Anadolu Grubu Holding	315.00	556.00	77%	6.8	4.6				
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	14.60	24.00	64%	8.5	5.3				
OZKGY	Ozak G.M.Y.O.	12.44	17.00	37%	3.4	7.5				
RYGYO	Reysas G.M.Y.O.	17.74	20.00	13%	2.6	7.0				
THYAO	Türk Hava Yolları	309.00	475.00	54%	3.5	3.6	4.3	3.5		
PGSUS	Pegasus Hava Tasım ağlığı	230.20	325.00	41%	10.9	8.3	6.9	5.1		
TAVHL	Tav Havalimanları	285.25	395.00	38%	14.9	10.0	8.2	6.2		
DOAS	Doğus Otomotiv	195.00	272.00	39%	5.8	5.3	3.5	4.8		
PROTO	Ford Otosan	932.50	1,200.00	29%	8.8	8.4	11.2	8.1	10.0	8.3
TOSAO	Tofas Otomobil Fab.	216.00	270.00	25%	15.7	13.2	10.6	7.4	10.9	7.5
TTRAK	Türk Traktor	690.50	800.00	16%	9.5	8.2	6.2	5.4	6.6	5.4
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	71.45	100.00	40%	n.m.	70.4	13.1	9.3		
CIMSA	Cimsa	55.50	65.00	17%	14.2	10.3	14.2	8.2	15.2	8.5
AKCNS	Akcansa	206.30	285.00	38%	20.0	10.9	8.6	6.1	8.5	6.0
SISE	Sise Cam	39.36	60.00	52%	18.2	19.8	14.2	8.1	9.4	6.4
ASELS	Aselsan	85.15	95.00	12%	29.9	15.8	14.2	11.2	15.4	12.5
OTKAR	Otokar	415.75	600.00	44%	n.m.	24.9	n.m.	14.0	n.m.	9.8
ARCLK	Arcelik	131.00	340.00	160%	n.m.	15.7	7.8	4.5	6.9	4.3
YATAS	Yatas	26.38	55.00	108%	15.0	6.0	5.1	3.1	4.3	3.0
KOZAL	Koza Altın İşletmeleri	24.30	36.00	48%	80.2	20.9	27.5	13.5	35.2	15.9
KOZAA	Koza Anadolu Metal	73.85	121.70	65%	n.a	n.a	-	-	-	-
MPARK	Mlp Sağlık Hizmetleri	393.25	532.00	35%	13.6	10.4	7.8	5.7	8.4	6.1
TUPRS	Tupras	143.20	210.00	47%	13.6	8.4	4.2	3.4	4.7	3.8
PETKM	Petkim	18.11	28.00	55%	43.5	23.2	n.m.	15.6	11.5	7.9
BIMAS	Bim Birleşik Magazalar	514.00	735.00	43%	14.9	12.4	14.9	9.2	9.4	6.3
MGROS	Migros	559.50	803.00	44%	13.6	9.3	6.6	3.9	4.0	3.1
SUNTK	Sun Tekstil	39.56	42.00	6%	30.7	19.8	11.2	9.0	13.5	10.2
MAVI	Mavi Giyim	73.10	111.00	52%	9.4	7.8	3.8	3.2	3.8	3.2
AEFES	Anadolu Efes Biracılık	165.80	356.00	115%	5.7	5.0	5.1	4.4	4.7	4.2
CCOLA	Coca Cola İçecek	59.90	87.00	45%	9.0	8.1	7.6	6.2	7.2	5.9
EREGL	Eregli Demir Çelik	23.30	35.00	50%	12.2	11.8	11.0	6.1		
KRDMD	Kardemir (D)	26.98	43.00	59%	n.m.	18.4	7.2	4.4	7.2	4.4
TTKOM	Türk Telekom	49.70	75.00	51%	30.8	9.4	3.7	2.8	4.9	3.5
TCELL	Türkcell	106.40	145.00	36%	9.6	8.9	3.8	2.8	5.1	3.6
KMPUR	Kimteks Poliüretan	18.70	25.00	34%	n.m.	17.1	6.7	5.0	7.4	5.3
ENJSA	Enerjisa Enerji	63.00	85.00	35%	18.3	13.5	2.7	2.2	3.2	2.4
AYDEM	Aydem Yenilenebilir Enerji	23.58	45.00	91%	4.6	3.4	7.7	5.7		
TRCAS	Turcas Petrol	27.00	62.00	130%	7.6	4.6	2.8	1.9	3.4	2.1

Kaynak: YF Araştırma Tahminleri

Sembol	2024T Net Kar	Ödenmesi Beklenen Temettü Tutarı (TL mn)	Hisse Başına Temettü	Temettü Verimi (%)
TUPRS	20,222	30,000	15.6	10.9%
DOAS	7,402	4,441	20.2	10.4%
TTRAK	7,269	3,634	36.3	5.3%
TCELL	24,328	12,164	5.5	5.2%
ANSGR	11,154	2,790	5.6	4.9%
FROTO	37,176	14,870	42.4	4.5%
ENJSA	4,065	3,252	2.8	4.4%
THYAO	120,638	18,096	13.1	4.2%
BIMAS	20,882	12,529	20.6	4.0%
ENKAI	20,922	12,000	2.0	3.9%
TRCAS	905	250	1.0	3.6%
GARAN	93,203	18,175	4.3	3.3%
MAM	3,080	924	2.3	3.2%
YKBNK	28,905	8,498	1.0	3.1%
AKBNK	41,589	10,293	2.0	3.0%
TOASO	6,895	2,758	5.5	2.6%
AKCNS	1,976	988	5.2	2.5%
GLCVY	1,254	175	1.3	2.4%
MGROS	7,426	2,228	12.3	2.2%
KCHOL	1,186	9,635	3.8	2.1%
CCOLA	18,547	3,307	1.2	2.0%
KOZAL	971	1,500	0.5	1.9%
CIMSA	3,687	922	1.0	1.8%
AEFES	17,263	1,454	2.5	1.5%
RYGYO	13,736	500	0.3	1.4%
AGHOL	11,230	1,000	4.1	1.3%
ALARK	4,000	500	1.1	1.3%
EREGL	13,369	2,000	0.3	1.2%
SUNTK	612	214	0.5	1.1%
TKFEN	341	250	0.7	1.1%
SAHOL	-12,128	2,122	1.0	1.0%
ASELS	12,980	750	0.2	0.2%
HALKB	15,268	0	0.0	0.0%
VAKBN	39,765	0	0.0	0.0%
EKGYO	6,557	0	0.0	0.0%
OZKGY	5,326	0	0.0	0.0%
PGSUS	10,544	0	0.0	0.0%
TAVHL	6,958	0	0.0	0.0%
KORDS	-66	0	0.0	0.0%
SISE	6,618	0	0.0	0.0%
OTKAR	-2,513	0	0.0	0.0%
ARCLK	-6,505	0	0.0	0.0%
YATAS	263	0	0.0	0.0%
KOZAA	0	0	0.0	0.0%
MPARK	5,527	0	0.0	0.0%
PETKM	1,056	0	0.0	0.0%
KARDM	-1,977	0	0.0	0.0%
TTKOM	5,647	0	0.0	0.0%
KMPUR	-376	0	0.0	0.0%
AYDEM	3,608	0	0.0	0.0%

Kaynak: YF Araştırma Tahminleri

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: 0850 723 59 59 Faks: +90 (212) 282 15 50 – 51

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Adana	+90 (322) 422 55 90	Antalya	+90 (242) 243 02 01
Ankara	+90 (312) 417 30 46	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Caddebostan	+90 (216) 302 88 00
Çorlu	+90 (282) 888 96 50	Denizli	+90 (258) 999 19 75
İzmir	+90 (232) 441 80 72	Samsun	+90 (362) 431 46 71
Ulus	+90 (212) 263 00 24		

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.