

2025 fırsatlar sunuyor, ancak kırılğanlıklar da sürüyor

TÜRKİYE | Strateji
4 Şubat, 2025

AK Yatırım



İçerikler

<u>Hisse Stratejisi</u>	<u>3</u>
<u>Tercih Edilen Hisseler</u>	<u>5</u>
<u>Kapsam Listesi Genel Bakış</u>	<u>19</u>
<u>Küresel Pazarlar</u>	<u>22</u>
<u>Banka & Sigorta</u>	<u>27</u>
<u>Finans Dışı Sektörler</u>	<u>49</u>

Alfabetik Sırayla Şirket Kapsamı

	Sayfa		Sayfa		Sayfa		Sayfa
<u>ALBRK</u>	<u>38</u>	<u>AEFES</u>	<u>108</u>	<u>KOTON</u>	<u>107</u>	<u>TCELL</u>	<u>79</u>
<u>GARAN</u>	<u>39</u>	<u>AGHOL</u>	<u>102</u>	<u>KRDMD</u>	<u>53</u>	<u>THYAO</u>	<u>57</u>
<u>HALKB</u>	<u>40</u>	<u>ARCLK</u>	<u>83</u>	<u>LKMNH</u>	<u>95</u>	<u>TOASO</u>	<u>64</u>
<u>ISCTR</u>	<u>41</u>	<u>ASELS</u>	<u>73</u>	<u>LOGO</u>	<u>111</u>	<u>TRGYO</u>	<u>88</u>
<u>TSKB</u>	<u>42</u>	<u>AVPGY</u>	<u>87</u>	<u>MAVI</u>	<u>106</u>	<u>TTKOM</u>	<u>80</u>
<u>VAKBN</u>	<u>43</u>	<u>BIMAS</u>	<u>103</u>	<u>MEDTR</u>	<u>96</u>	<u>TTRAK</u>	<u>65</u>
<u>YKBNK</u>	<u>44</u>	<u>CCOLA</u>	<u>109</u>	<u>MGROS</u>	<u>104</u>	<u>VESBE</u>	<u>84</u>
<u>ANSGR</u>	<u>47</u>	<u>DOAS</u>	<u>62</u>	<u>MPARK</u>	<u>94</u>		
<u>TURSG</u>	<u>48</u>	<u>EREGL</u>	<u>52</u>	<u>OTKAR</u>	<u>74</u>		
		<u>FROTO</u>	<u>63</u>	<u>PGSUS</u>	<u>55</u>		
		<u>GWIND</u>	<u>100</u>	<u>SELEC</u>	<u>97</u>		
		<u>INDES</u>	<u>110</u>	<u>SOKM</u>	<u>105</u>		
		<u>KLKIM</u>	<u>112</u>	<u>TAVHL</u>	<u>56</u>		

2025 fırsatlar sunuyor ancak kırılganlıklar da sürüyor

Yeni endeks hedefimiz %50 artışla 14,700: Şirket bazlı model revizyonlarımıza göre 12 aylık BIST-100 endeks hedefimizi %50 getiri vaat eden 14.700 seviyesi olarak güncelledik. Düşen faiz ortamında borsanın artık yatırımcılar için daha istikrarlı bir getiri potansiyeli sunduğuna inanıyoruz. Ancak, faiz getirisinin bir süre daha cazibesini koruyacağı beklentimiz, tematik olarak öne çıkan bazı sektörlerde olumlu beklentinin zaten bir süredir fiyatlanıyor olması, geride kalan sektörlerde ise toparlanmanın gecikmeli olacağına dair sinyaller ve son olarak küresel belirsizliğin artabileceği riski en azından kısa/orta vadede hisse senedi seçimini zorlaştırıyor.

Faiz indirim döngüsü borsa için yine de katalizör olacak: Geçen yıl gösterge endeks Temmuz ayında 11,2 bin (340 USD) zirve seviyesini test etti ancak yılın başında belirlediğimiz 12 aylık endeks hedefimiz 12.000'e bu sürede ulaşamadı (Eylül'de endeks hedefini 14.500 olarak revize ettik). Geçen yıl BIST'in yıllık getirisi %32 (dolar bazında %10) ile yıllık TÜFE artışı ile mevduat ve para piyasası fon getirilerinin altında kaldı. Endeks getirisinin zayıf kalmasında, şirket performansları kadar, Mart ayında yapılan 500 baz puanlık son faiz artışının da etkili olduğunu düşünüyoruz. Faiz indirim sürecinin Aralık sonunda başlamasıyla 2025 yılında borsa getirisinin enflasyona göre daha rekabetçi olmasını bekleriz.

Finansal dengelenme teması Borsayı destekliyor: Son bir yılda makro istikrarın seyri genel olarak en son Eylül Strateji güncellememizdeki tahminlerimiz doğrultusunda gerçekleşti: Yılsonu enflasyonu %44,4 ile %43 olan tahminimize yakın geldi. Türk lirası beklediğimiz gibi kur sepetine karşı reel bazlı %20 civarı güçlendi. TCMB öngördüğümüz şekilde Aralık'ta faiz indirimlerine başladı. Bu raporda 2025'e ilişkin makro tahminlerimizde çok az revizyon yaptık. Buna göre **(i)** TÜFE enflasyonunun 2025 sonunda %27,5 ve 2026 sonunda %16,5 olmasını, **(ii)** Merkez Bankası'nın önümüzdeki dört toplantıda nispeten güçlü (250 baz puan), Temmuz'dan sonraki kalan üç toplantıda daha düşük miktarsal indirimlerle politika faizini yıl sonunda %30,5'e getirmesini, **(iii)** buna ek olarak sonraki yıl 10,5 puanlık faiz indirimiyle politika faizinin 2026 sonunda %20'ye inmesini, **(iv)** gayri safi yurtiçi hasılanın 2025'de %3,2 ve 2026'da %5,0 artmasını, **(v)** 2024'te GSYİH'nin %1'inin altında açık veren cari dengenin, ithalat ivmesinde belirgin hızlanma beklentimize rağmen, sınırlı bozulmayla 2025'te GSYİH'nin %2'sinin altında açık vermesini ve **(vi)** TL'nin döviz sepetine karşı 2025'te %18 nominal değer kaybıyla, reel kurdaki değerlenmenin sınırlı (%5'in altında) olmasını bekliyoruz.

İlk yarı finans dışı sektörler ve ihracatçılar için zorlu geçebilir: Asgari ücretin beklentinin alt sınırında belirlenmesi, enflasyon eğilimleri ve firma işçilik maliyetleri açısından olumlu karşılandı. Ancak gelirlerdeki zayıflama, tüketici kredi faizlerinde sınırlı geri çekilme aynı zamanda tüketici talebinde de yavaşlamayı getirecek. Firmalar açısından da yüksek finansman maliyetleri, TL'nin son bir buçuk yıldır reel değerlenmesinin marjlar üzerindeki etkisi, talep tarafının yurt içi ve yurt dışında zayıf seyredeceği beklentisi ve ayrıca doların avro karşısında güçlenmesi kısa/orta vadeli görünümü pek çok sektör açısından dezavantajlı kılıyor. Dolayısıyla TL'de reel değerlenmenin daha belirgin olacağı yılın ilk altı ayında önceki raporlarımızda öne çıkardığımız bankacılık, sigorta, gıda ve gıda perakendesi, sağlık hizmetleri, telekom sektörlerinin finansal performans açısından öne çıkmaya devam edeceğini; büyüme ivmesinin sürdüğü havacılık ile faiz indirim fazı ve bölgesel fırsatların güçlenmesiyle inşaat, çimento, yapı malzemeleri ve GYO'da ilginin süreceği, buna karşılık cam, demir/çelik, beyaz eşya gibi sektörlerde Çin ve Avrupa bazlı teşvik paketlerinin, küresel ticaretin seyrinin ve içeride talep koşullarını görmek için ikinci yarının bekleneceği bir yıl olacağını düşünüyoruz.

Küresel gelişmelerin etkisi açısından görünüm belirsiz: Jeopolitik gelişmeler, en azından son on yılda Türkiye'nin risk priminin önemli bir negatif bileşeni oldu. Özellikle 2024 yılı bölgemizde çatışmaların daha da arttığı bir yıldır. 2025'e ilişkin olarak Rusya-Ukrayna savaşının çözümüne dair artan iyimserlik, 2024 yılı sonunda Suriye'de rejim değişimi, İsrail-Filistin çatışmasında ateşkesin sürmesi jeopolitik riskleri azaltabileceği gibi bölgenin yeniden inşası ve ihracat açısından Türkiye'ye bazı fırsatlar sunabilir. Ancak ABD'de yeni dönemle birlikte küresel diplomaside öngörülebilirliğin azalması, korumacılık eğilimleri ve doların güçlenmesi, akademik çalışmalarda Türkiye'nin nispeten daha az etkilenenler arasında sayılmasına rağmen ticaret savaşlarının yaratacağı riskler de hesaba katıldığında jeopolitik gelişmelerin seyri konusunda güvenilir bir tahmin yapmak şimdilik güç görünüyor.

2025 fırsatlar sunuyor ancak kırılganlıklar da sürüyor

Döviz üzerindeki olası baskıları yönetmek için TCMB'nin eli oldukça güçlü: Şu anda TCMB'nin döviz rezervleri rekor seviyelerde ve son bir yılda 120 milyar doları aşan rezerv birikimi sağladı. Güçlü portföy akımlarının da etkisiyle TCMB'nin piyasadan yıl başından bu yana 17,0 milyar dolar civarında döviz alımı yaptığı tahmin ediliyor. KKM'nin zirve seviyesinden yaklaşık 100 milyar dolar azalmayla 30 milyar doların altına düşmesi de TCMB'nin rezerv yönetimine yardımcı oldu. Ocak sonunda vadeli mevduat ve hisse senedi hariç yatırım fonlarında stopaj oranının 500 baz puan artırılarak %15'e çıkarılması ve hisse senedi fonlarında stopajın sıfır tutulması kuşkusuz bütçeyi desteklemenin yanında hisse senedi piyasasını da destekleyici rol oynayacaktır. Diğer taraftan bu durum belirli bir süre sonra özellikle para piyasası fon yatırımcılarının faiz indirimlerine duyarlılığını artırabilir. Gerçekten de, para piyasası fonlarındaki tasarruflar son bir yılda 10 kattan fazla artarak yaklaşık 1,5 trilyon TL'ye (43 milyar dolar) ulaştı. Kurda istikrarın korunabilmesi için bu tasarrufların ve KKM'deki 30 milyar doların TL'de kalmaya devam etmesi önemli. Diğer taraftan TCMB'nin son bir yıldaki güçlü rezerv birikimi ile yakın vadede böyle bir oynaklık olasılığı görmüyoruz.

Banka dışı ekonomik birimlerin beklentileri enflasyonla mücadelede yeni aşamaya geçilmesi açısından kritik önemde: Enflasyonu geriletmede Mayıs'tan bu yana başarı sağlanmış olsa da, hane halkı ve reel sektörün Ocak sonu itibarıyla gelecek 12 aya ilişkin TÜFE beklentisi gerilemekle birlikte sırasıyla %63,1 ve %47,6 ile hâlâ yüksek seyrediyor. Piyasa katılımcıları ile reel sektör enflasyon beklentileri arasındaki fark da 2024'ün ilk çeyreğinden bu yana neredeyse sabit şekilde 20 puan seviyesinde bulunuyor. Kamunun fiyat geçişkenliğini azaltmak ve beklentileri iyileştirmek için fiyatlar üzerinde belirleyici olduğu, elektrik, doğalgaz gibi alanlarda ölçülü ve zamana yayılan fiyat ayarlamaları yapması beklenebilir. TCMB'nin analizinde de ortaya konduğu gibi, hane halkının enflasyon beklentileri özellikle hizmet enflasyonu için oldukça kritik. Asgari ücretteki sınırlı artışın önümüzdeki aylarda hane halkının enflasyon beklentilerine olumlu yansiyebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca önümüzdeki aylarda mevsimsellikten arındırılmış aylık TÜFE'nin %2'nin altına düşmesi de hane halkı beklentilerine olumlu yansır.

Not artışları en erken Nisan'a kaldı: Geçtiğimiz yıl her üç kurumdan gelen ikiye basamak artışla Türkiye'nin mevcut kredi notu şu an Fitch ve S&P'de yatırım seviyesinin üç basamak ve Moodys'de yatırım seviyesinin dört basamak altında bulunuyor. Ocak ayı gözden geçirmelerinde Moodys ve Fitch not ya da görünüm değişimi yapmadı. Kurumlar enflasyonda düşüş ve ekonomide istikrar sürerse not artışı yapabilecekleri sinyali verdiler, finansal istikrar risklerinin ve döviz talebinin yeniden canlanması ihtimaline dikkat çektiler. Türkiye'nin bir sonraki kredi değerlendirmesi S&P tarafından Nisan ayında olacak. Ayrıca yılın ikinci yarısında üç değerlendirme olacak. Bu değerlendirmelerde notta bir ya da iki artış gelebileceğini düşünüyoruz. Ancak ülke kredi notunun 2010'lu yıllarda olduğu gibi yeniden yatırım yapılabilir seviyeye gelmesi için enflasyonda kalıcı olarak tek haneye düşüş sinyallerinin gelmesi beklenir diye tahmin ediyoruz.

CDS ve 10 yıllık tahvilde gerilemenin sürmesi değerlemelere olumlu yansır: Türkiye'nin CDS risk priminin yıllık ortalaması geçen yıl 160 baz puan azalarak 250 - 260 baz puan aralığında istikrar sağladı. Böylece GOÜ endeksine göre fark da 200 baz puandan 100 baz puana geriledi. CDS'in 200 baz puanın altında istikrarlı kaldığı 2014 öncesinin ekonomik parametreleri ile kıyaslandığında mevcut durumun 2025 yılı içerisinde ancak 30-50 baz puan daha aşağı gelebileceğini, fakat yine de 200bps'nin üzerinde kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Hisse Öneri Listesine Anadolu Sigorta ve Garanti Bankası eklendi, İş Bankası listeden çıkarıldı: Değerleme modellerimizde risksiz oran (RfR) varsayımını %20'de tutuyoruz; bu da piyasa için %25,5 özsermaye maliyeti (CoE) ve %5,5 özsermaye risk primi (ERP) anlamına geliyor. Sektör bazlı seçici hisse tercihleri ile BIST'e ilişkin temkinli iyimserliğimiz korunuyor. Böylece geçiş yılının ilk yarısı için öneri listemizde Anadolu Sigorta, BİM, Ford Otosan, Garanti Bankası, Koç Holding, Mavi, MLP Care, Migros, Otokar, Türk Telekom, Türk Hava Yolları ve Yapı Kredi Bankası yer alıyor.

En Çok Beğenilen Hisseler

Anadolu Sigorta ve Garanti hisse öneri listesine eklendi, İş Bankası listeden çıkarıldı

BIST-banka endeksi, faizde düşüş beklentisinin etkisiyle Kasım başı ile Ocak sonu arasında %30 oranında yükseldi ve BIST sanayi endeksini %25 geçti. Ancak beklentiden yüksek Ocak enflasyonu faiz indirimine ilişkin kısa/orta vadeli iyimserliği zayıflatabilir ve banka hisselerinin bir süre geride kalmasına neden olabilir. Ancak yılsonu enflasyon tahminimiz iyimserlik için yeterli. Bu nedenle bankalarda "Hafif Endeks Üzeri Ağırlık" görüşünü koruyoruz.

Garanti Bankasını hisse önerilerine ekledik: Bankanın hem ana senaryoda hem de görünümün bir miktar kötüleştiği durumda optimum risk/getiri profili sunduğunu düşünüyoruz. 2024'te öz kaynak getirisi rakiplerin neredeyse iki katıydı. Banka 2025'te de rakiplerle aynı 300 baz puan NFM genişlemesi ile öz kaynak getirisini korumayı hedefliyor. Enflasyon görünümünde zayıflama durumunda bankanın benzerlerine göre karlılığında daha sınırlı düşüş ön görüyoruz. Hissenin 2025T F/DD oranı 1,2x ile benzerlerinin %20 üzerinde ve son on yıldaki en yüksek 12 aylık ileriye dönük F/DD 1,4x'te bulunuyor.

Anadolu Sigorta'yı hisse önerilerine ekledik: Anadolu Sigorta'ya ilişkin olumlu görüşümüz i) 2025 yılında reel net kar büyümesi ve ortalama enflasyonun üstünde çekirdek özkaynak karlılığı, ii) cazip değerlendirme çarpanları ve iii) iştiraki olan Anadolu Hayat'la ilgili güçlü kârlılık beklentimize dayanıyor. Hissenin 2025T F/DD oranı 1,2x iken, son 3 yıllık tarihsel F/DD ortalamasına göre %30 iskontoya işaret ediyor.

İş Bankası'nı öneri listesinden çıkardık: Küresel görünümde süregelen belirsizlikler göz önüne alındığında, 2025 yılının ilk yarısında cam iştirakinde toparlanma ihtimali zayıf görünüyor. Hisseyi daha önce iştirak performansında olası toparlanma ve enflasyon muhasebesinin olumlu etkisi nedeniyle eklemiştik.

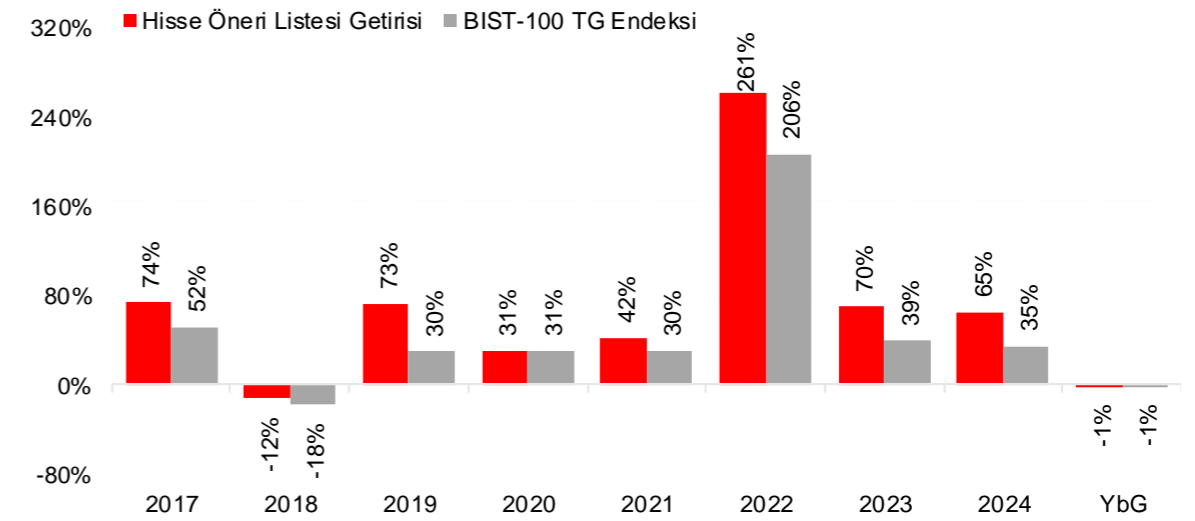
Hisse önerilerimiz Ocak ayını ortalama %1 getiri ile tamamladı ve BIST-100'ün %2 getirisinin arkasında kaldı. Mavi, Otokar ve Koç Holding hisseleri portföy getirisini baskılarken, Türk Telekom, THY, Migros ve Medical Park performansa destek verdi.

Hisse Öneri Listesi

Stocks	12M TP (TRY)	Upside (%)	Weight (%)
ANSGR	169.00	57%	7%
BIMAS	818.00	52%	9%
FROTO	1,530.00	73%	8%
GARAN	180.00	44%	12%
KCHOL	315.00	95%	7%
MAVI	139.00	102%	7%
MPARK	550.00	40%	7%
MGROS	915.00	59%	10%
OTKAR	744.00	85%	7%
TTKOM	84.00	65%	9%
THYAO	500.00	59%	10%
YKBNK	42.40	46%	7%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Model Portföy Yıllık Getiriler



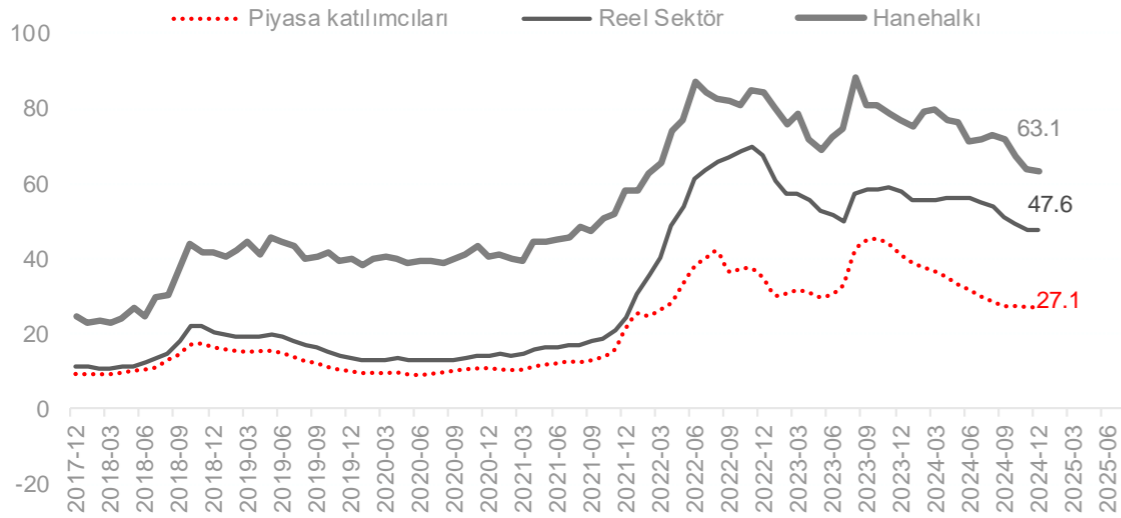
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Makro Tahminler

	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024T</u>	<u>2025T</u>	<u>2026T</u>
GSYİH (milyar dolar)	807	906	1,130	1,315	1,490	1,627
GSYİH artışı (reel)	11.4	5.5	5.1	2.8	3.2	5.0
Dış Tic. Dengesi (milyar \$)	-46.2	-109.5	-106.3	-82.2	-104.9	-111.7
İhracat (milyar \$)	225.2	254.2	255.6	261.9	271.2	288.8
İthalat (milyar \$)	271.4	363.7	362.0	344.0	376.1	400.5
Cari Denge (milyar \$)	-13.9	-46.6	-40.4	-9.7	-28.0	-34.0
CAB/GDP	-1.7	-5.1	-3.6	-0.7	-1.9	-2.1
D.sonu TÜFE artışı (%)	36.1	64.3	64.8	44.4	27.5	16.0
Yıllık ort. TÜFE artışı (%)	19.6	72.3	53.9	58.5	33.5	20.5
Dönem sonu US\$ kuru	13.0	18.6	29.4	35.2	43.0	47.4
Yıllık ort US\$ kuru	9.0	16.5	23.7	32.8	39.2	45.2
Politika Faizi (yıl sonu)	14.0	9.0	42.5	47.5	30.5	20.0
Gösterge Faiz (yıl sonu)	22.7	10.0	39.7	40.6	25.5	20.5
Gösterge Faiz (yıl ort)	17.6	19.2	20.8	42.4	31.3	22.8
10 Y tahvil faizi (d. sonu; %)	24.3	9.8	25.1	29.0	24.0	19.0
3ay vd. TL mev.fazisi (d.sonu; %)	16.5	21.1	42.6	47.5	31.0	21.0
Ort. TL tic. krd. faizi (d. sonu; %)	22.1	14.3	52.9	60.2	34.8	23.1
Ort. bireysel krd. faizi (d. sonu; %)	24.6	28.9	59.3	65.1	41.3	26.1
Brent Petrol	70.5	100.8	82.5	80.5	77.0	80.0
Seyahat Gelirleri (milyar \$)	26.6	45.4	49.5	54.8	57.0	60.4
Diğer Hizmet G. (milyar \$)	5.6	17.5	16.4	17.6	19.9	17.3

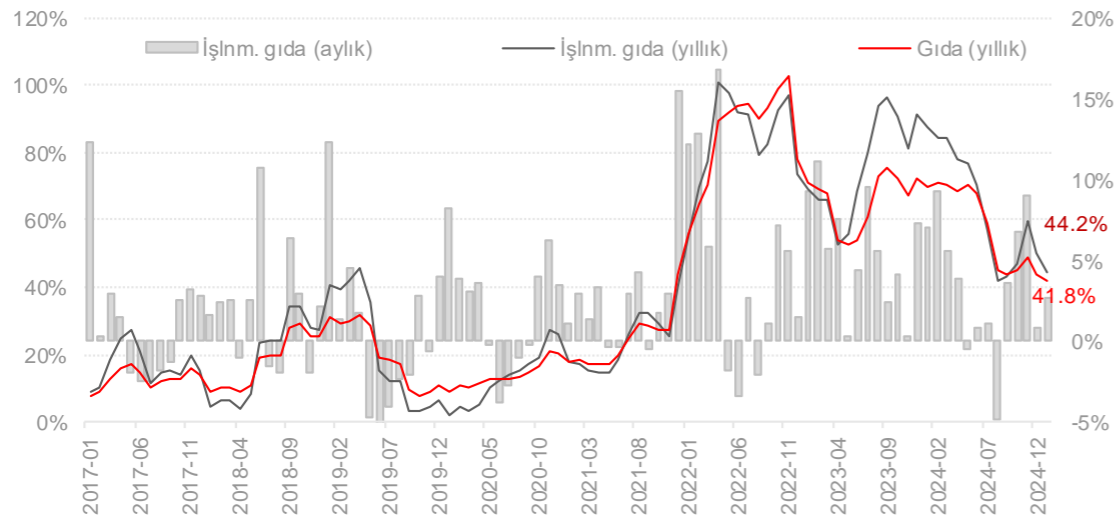
Finans dışı kesimin beklentilerinin çıpalandırması enflasyonda düşüş süreci için büyük önem taşıyor

Ekonomik birimlerin gelecek 12 aya ilişkin enflasyon beklentileri



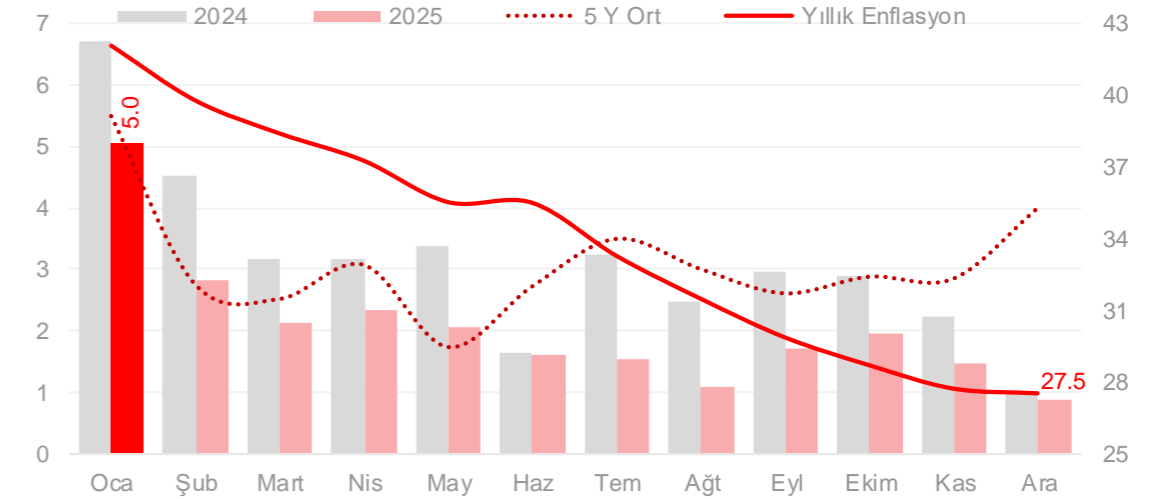
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

Yıl sonu hedefleri için gıda enflasyonunun eğilimi önemli



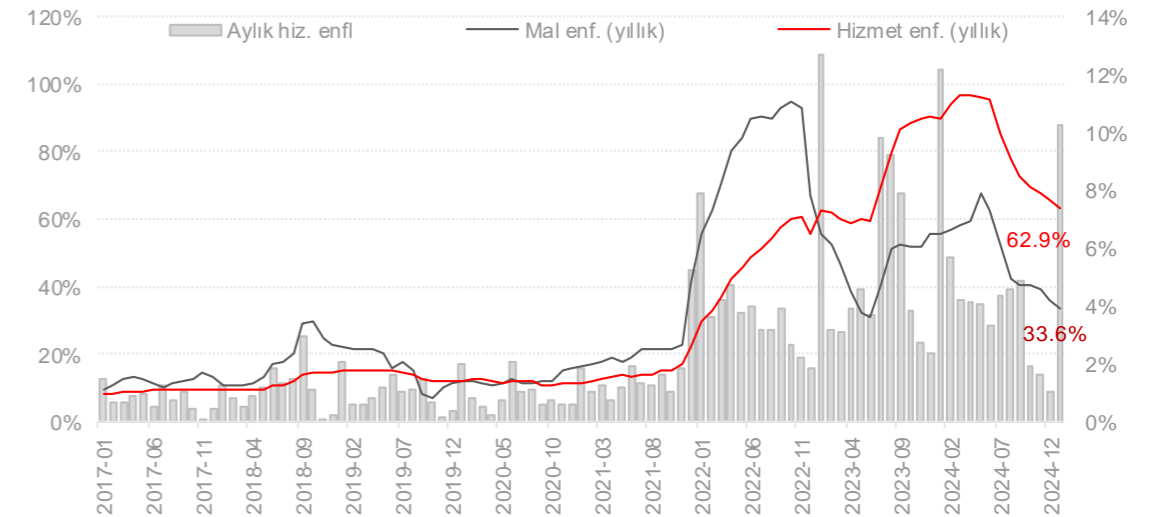
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Aylık eğilimdeki düşüş ile birlikte yıl sonu enflasyon tahminimiz %27,5



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

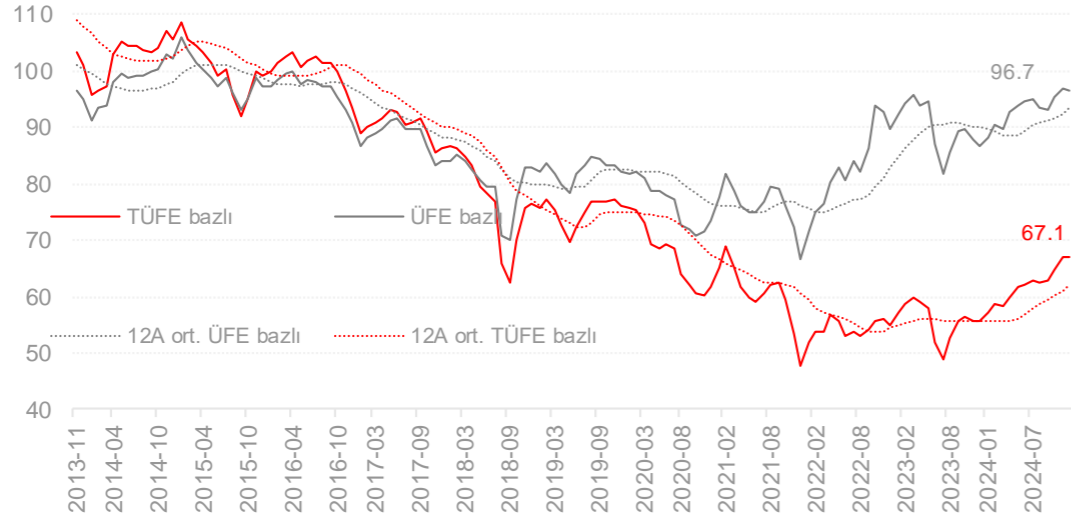
Hizmet enflasyonu son üç yıldır Ocak, Şubat'ta sıçrama gösteriyor



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

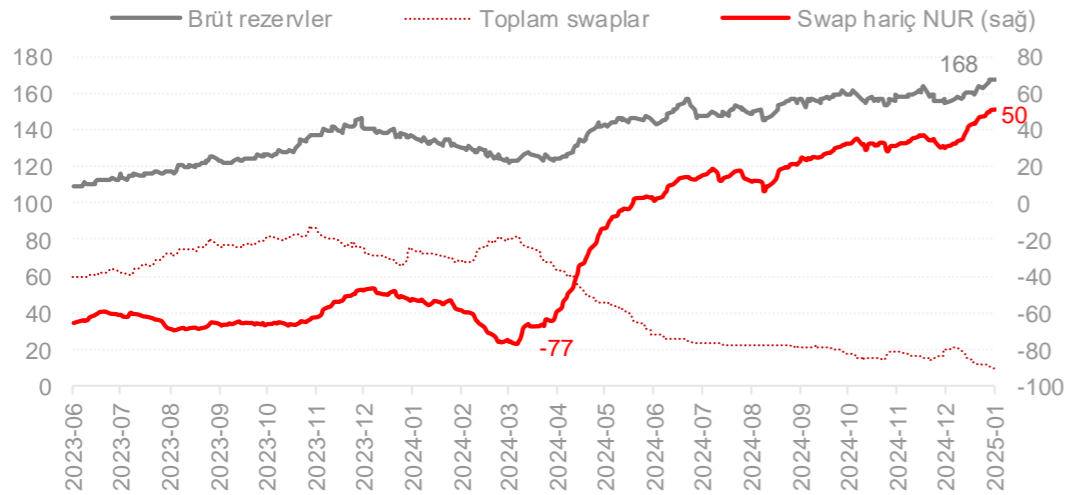
Yerleşiklerin TL'ye geçişleri ve yurt dışı portföy yatırımları TCMB'nin elini rahatlatmış

TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru Mart 2021 sonrası zirvesinde



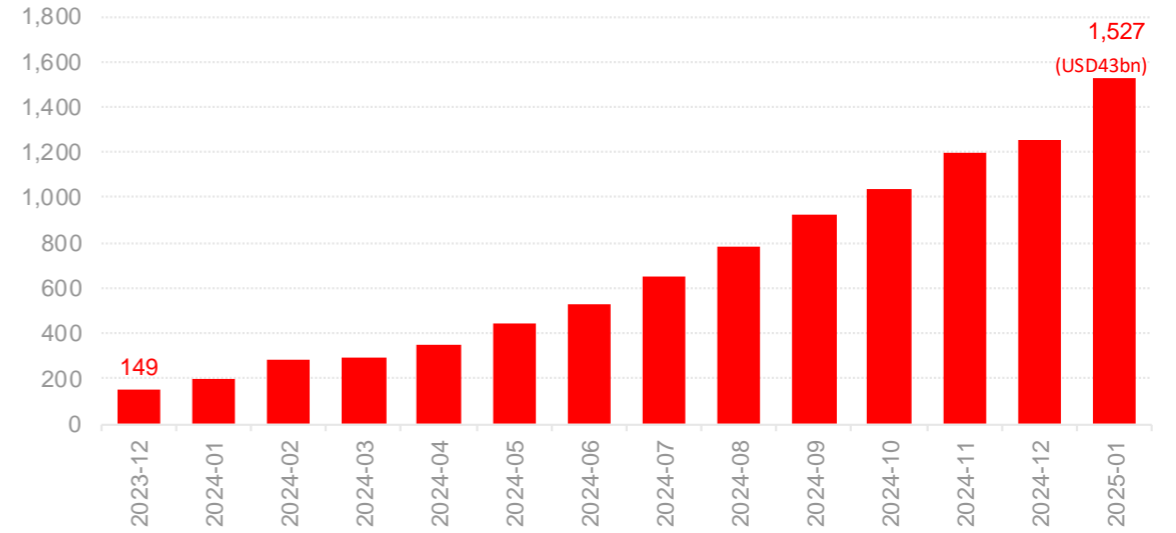
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

TCMB net rezervleri bir yıldan az sürede 125 milyar doların üzerinde arttı



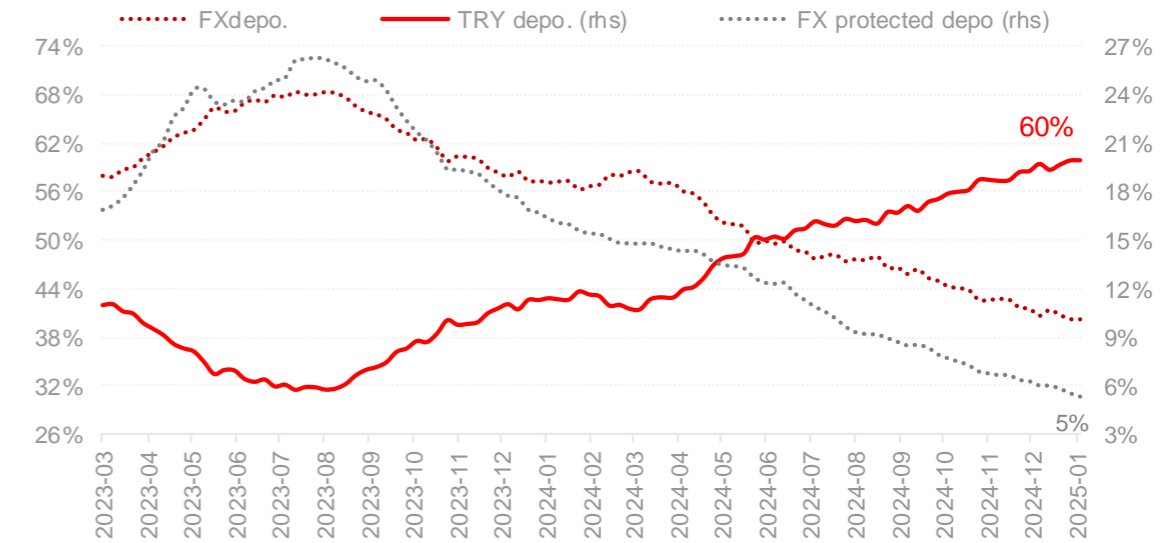
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

Para piyasası fonlarındaki tasarruflar bir yılda 10 katına ulaştı



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

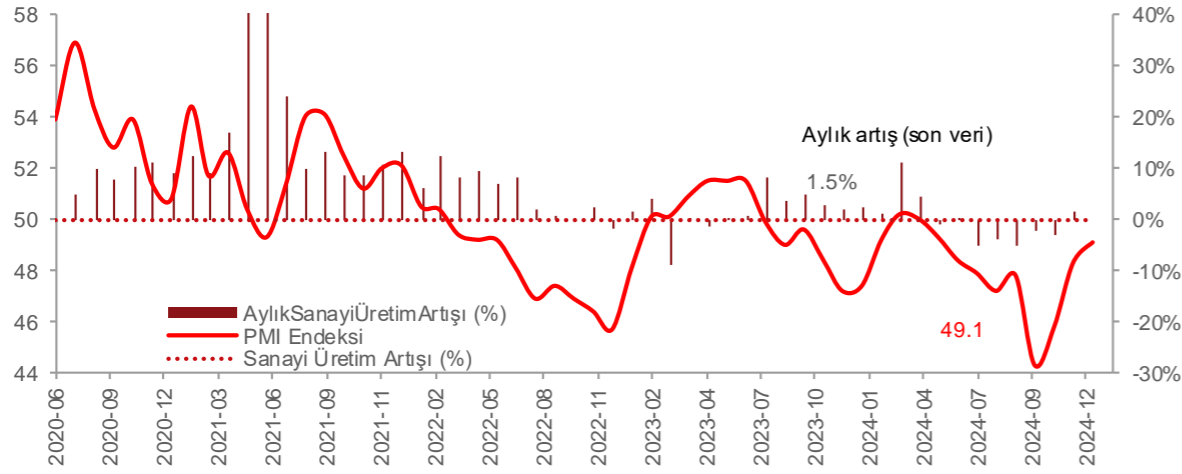
Toplam mevduattaki payı %5'e gerileyen KKM 2025'de sonlanacak



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

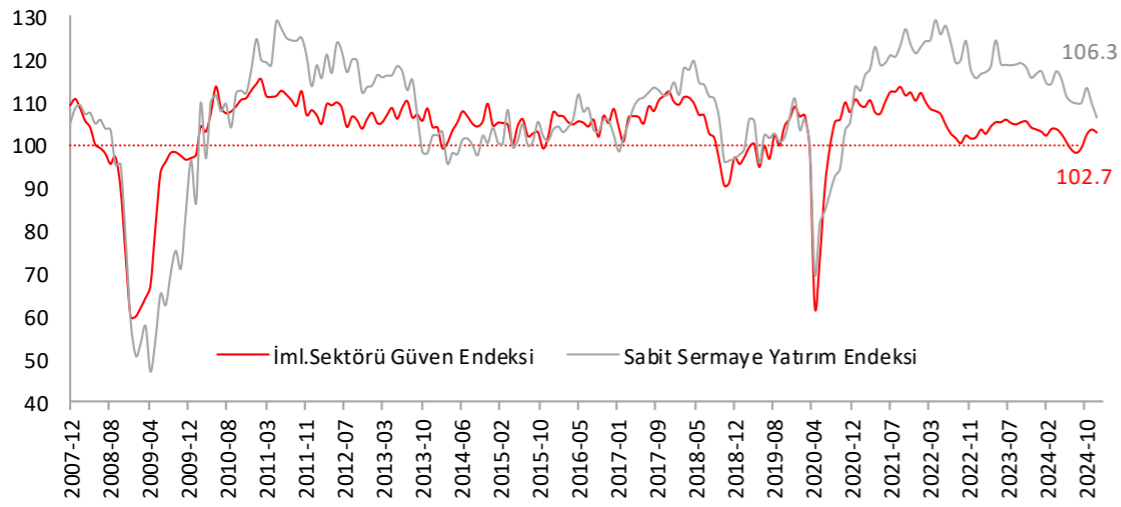
Öncü göstergeler ekonomide son aylarda hafif canlanmaya işaret ediyor

PMI endeksi 2024'ün son çeyreğinde bir miktar toparlandı



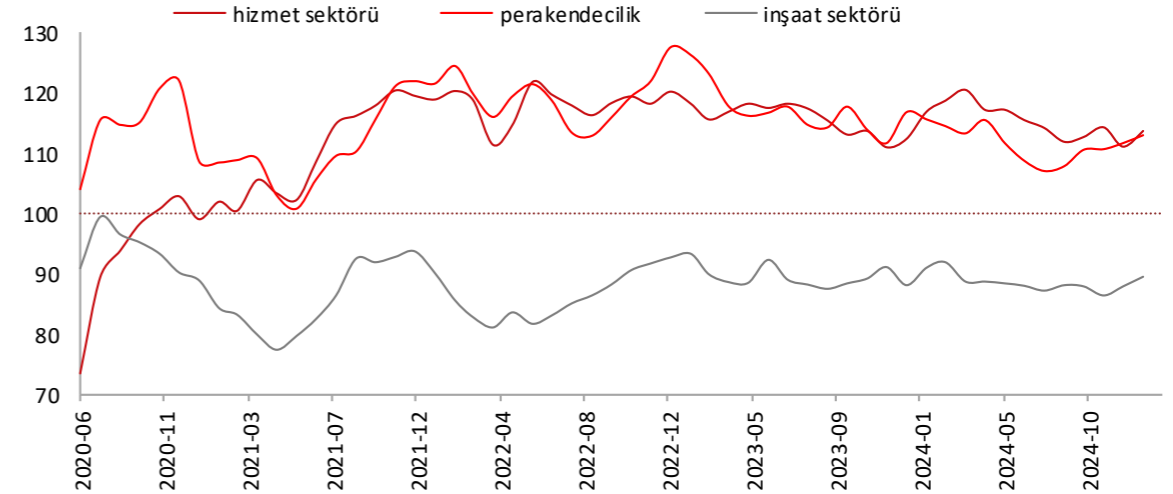
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Reel Sektör Güven Endeksi (mevsimsellikten arındırılmış)



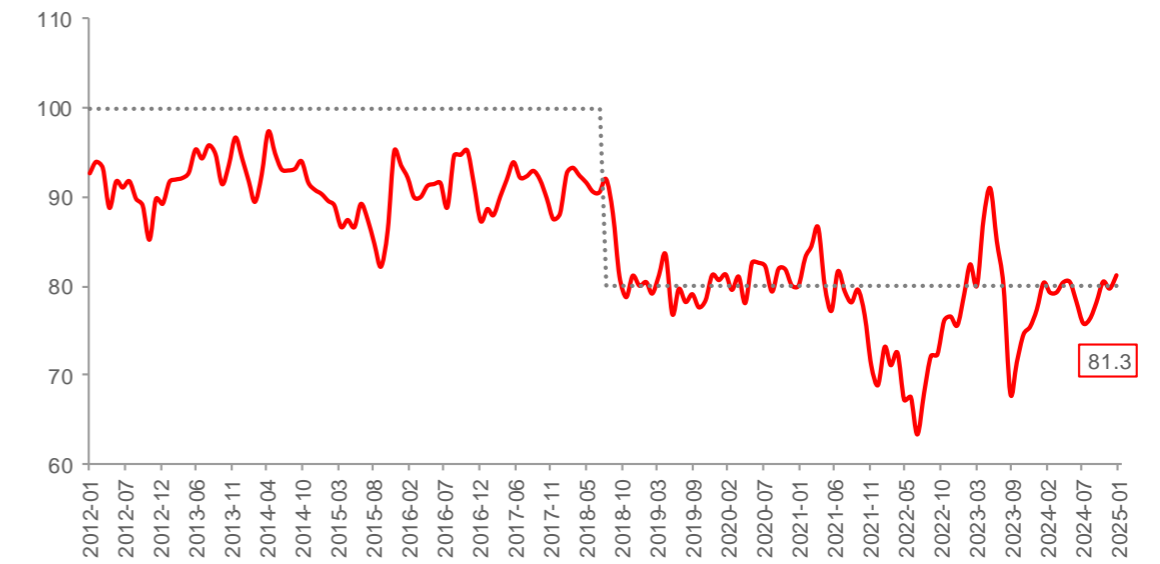
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Sektörel Güven Endeksleri (mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

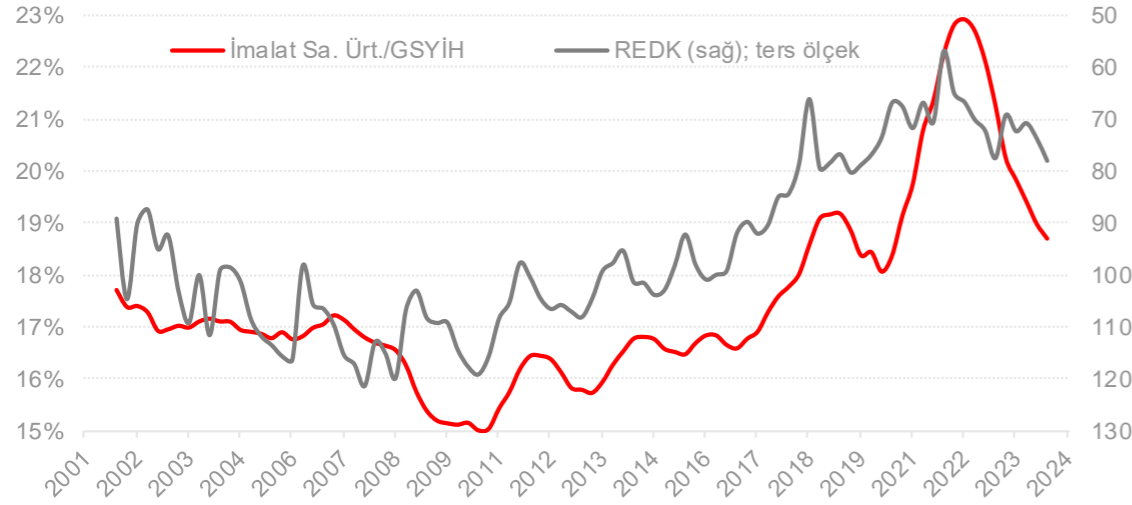
Tüketici Güven Endeksi (mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

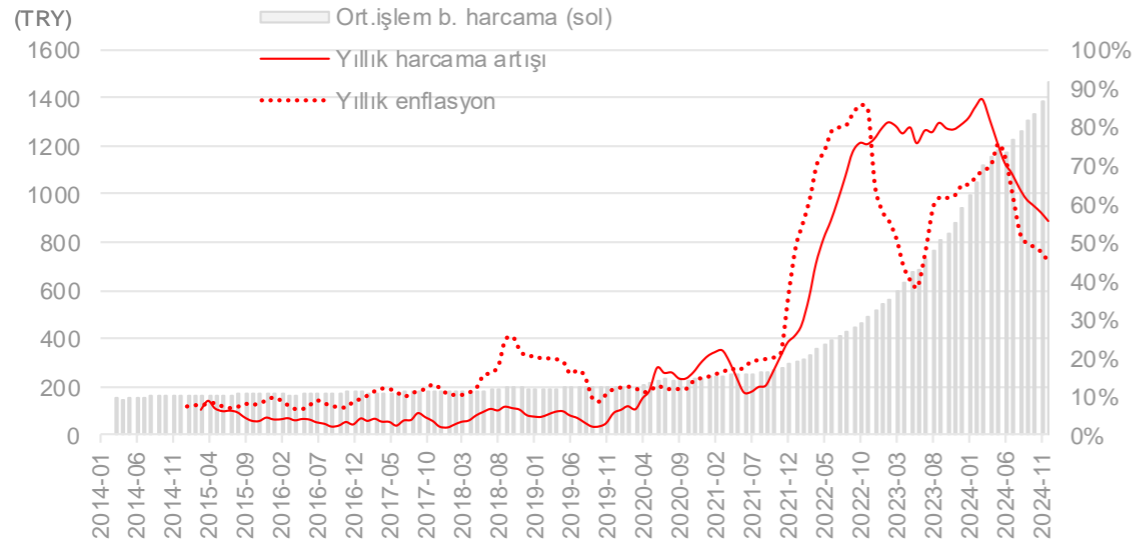
Tüketim eğiliminde bir miktar yavaşlama görülüyor

İmalat Sanayi'nin payı TL'deki değerlenme ile azalıyor



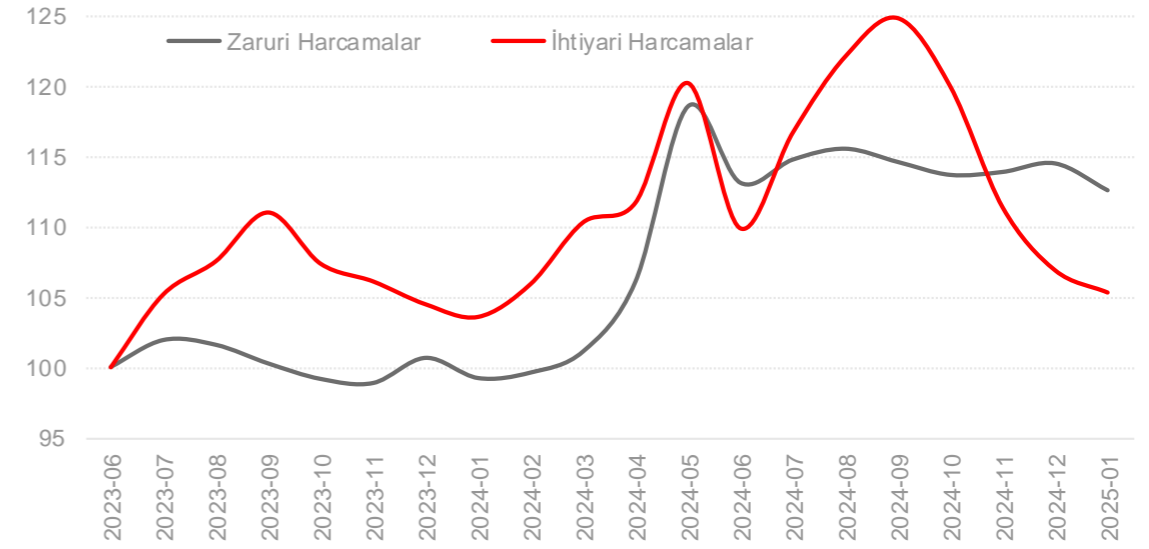
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Kredi kartı ile yapılan işlemler enflasyonun üzerinde büyüyor



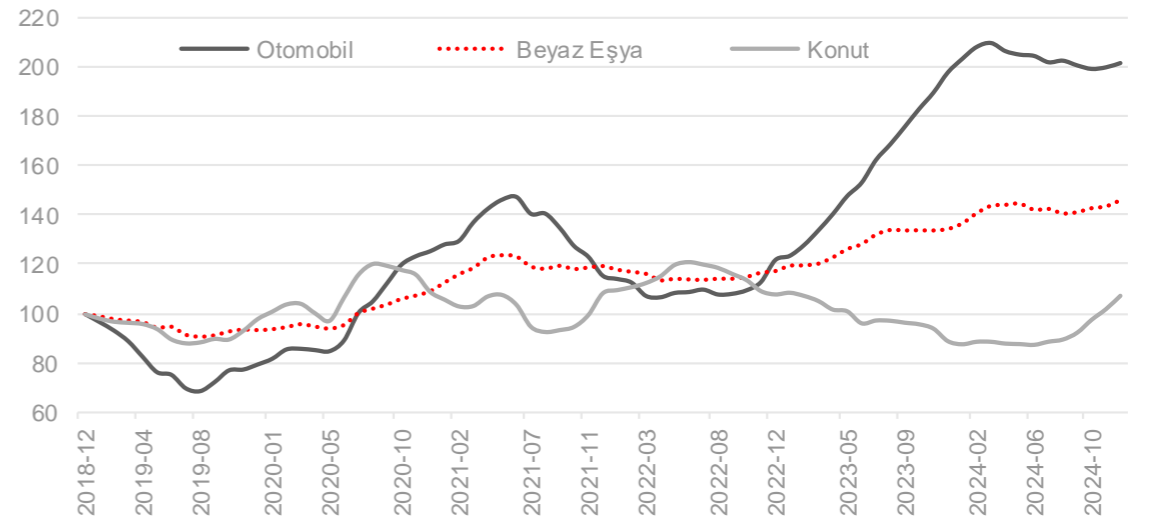
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

Aylık kredi kartı harcamaları (TÜFE'ye göre düzeltilmiş, Haz.'23: 100)



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

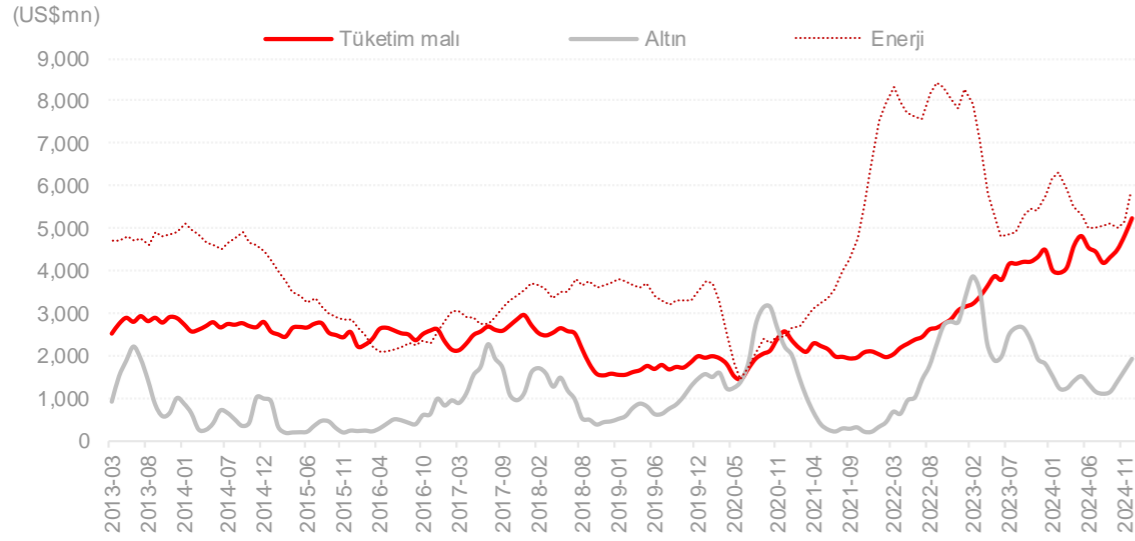
Seçili sektörlerde endekslenmiş 12 aylık yurt içi satışlar (Haz.'18: 100)



Kaynak: HMB, Ak Yatırım Araştırma

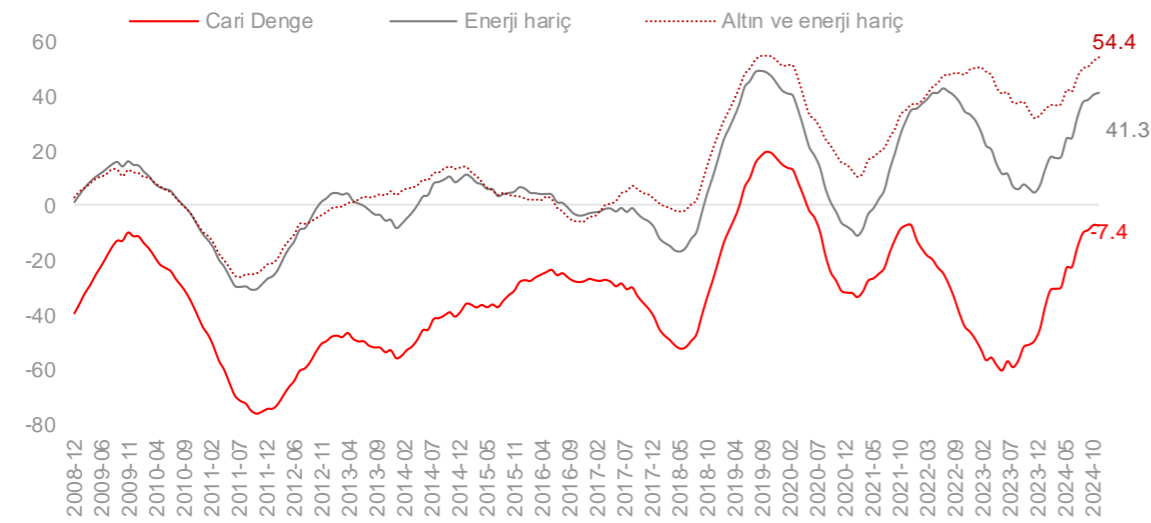
Cari dengede olumlu eğilim kur tarafında yardımcı olacak

Seçili ürünlerde aylık ithalat (3ay ortalaması)



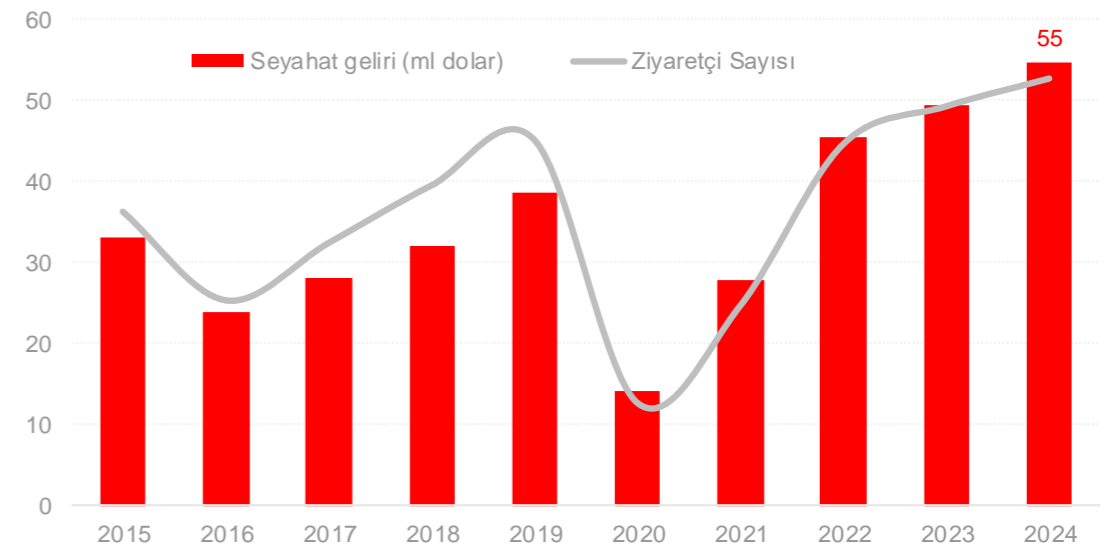
Kaynak: TÜİK; Ak Yatırım Araştırma

Düşen altın ve enerji ithalatı cari dengede toparlanma sağladı



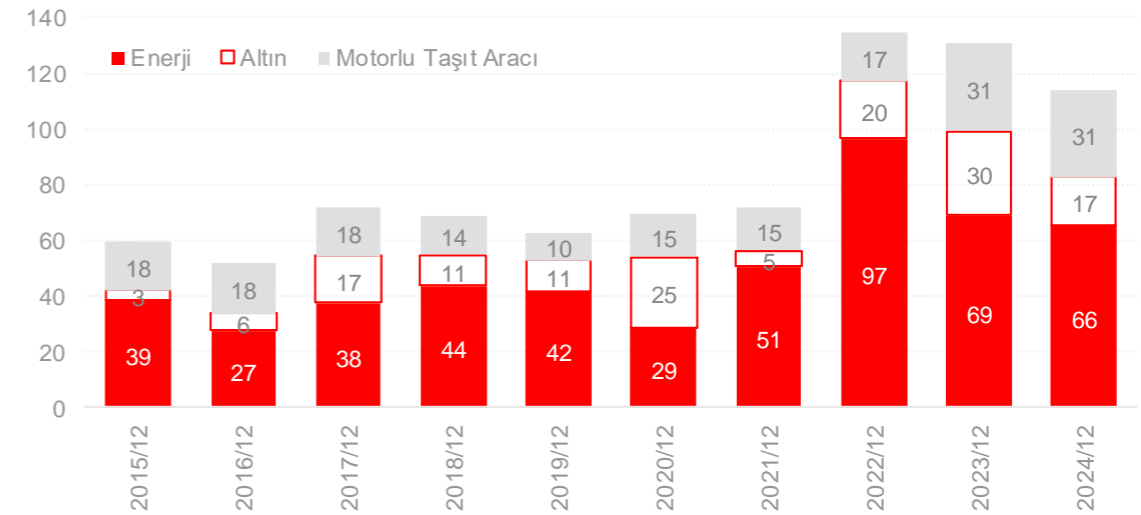
Kaynak: TÜİK; Ak Yatırım Araştırma

2024'de turizm geliri %10'un üzerinde arttı



Kaynak: TÜİK; Ak Yatırım Araştırma

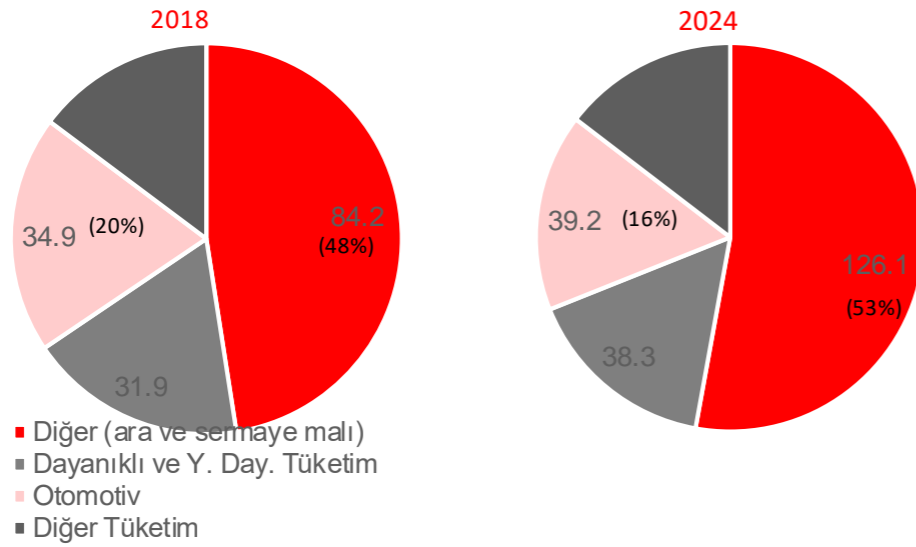
Seçili ürün gruplarında ithalat (milyar dolar, 2024/12)



Kaynak: TÜİK; Ak Yatırım Araştırma

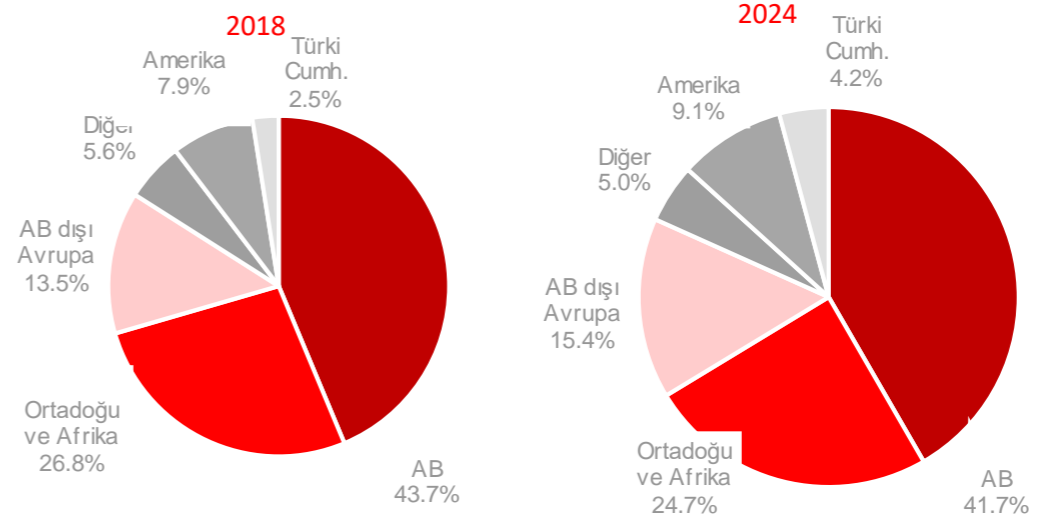
İhracat pazarlarında 2025'e girerken sınırlı toparlanma var

İhracatın en hızlı arttığı kalem ara/sermaye malı oldu (milyar dolar)



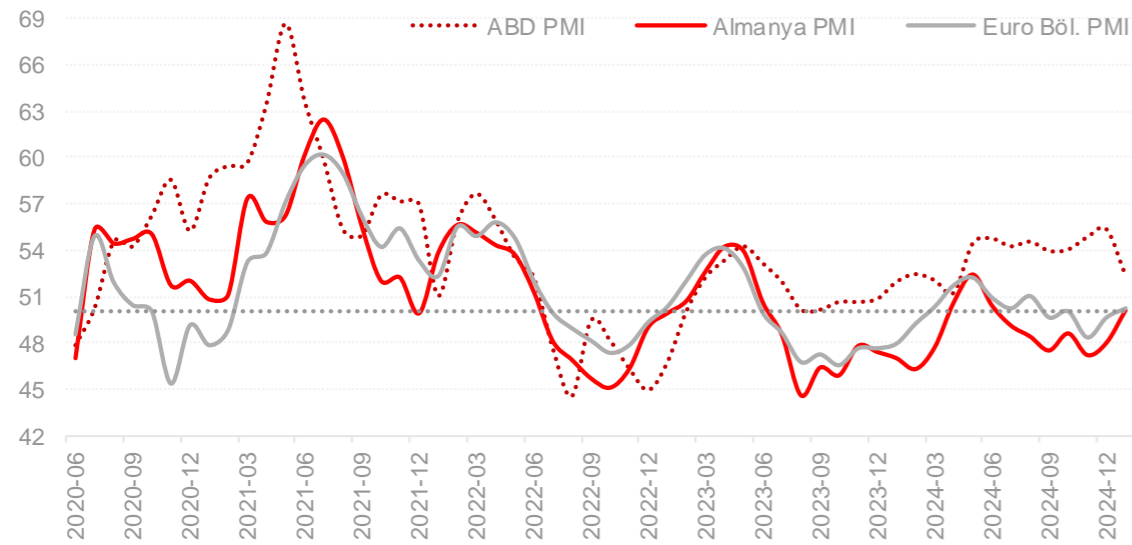
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

İhracat pazarlarında sınırlı bir çeşitlenme gözledek



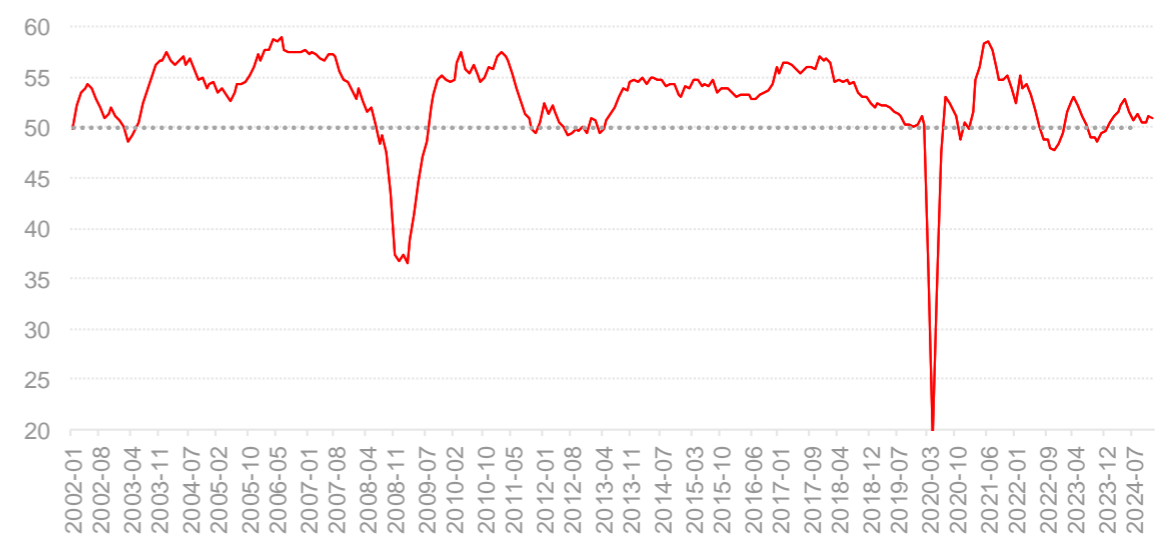
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

AB bileşik PMI rakamları son iki ayda toparlanma gösterdi



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

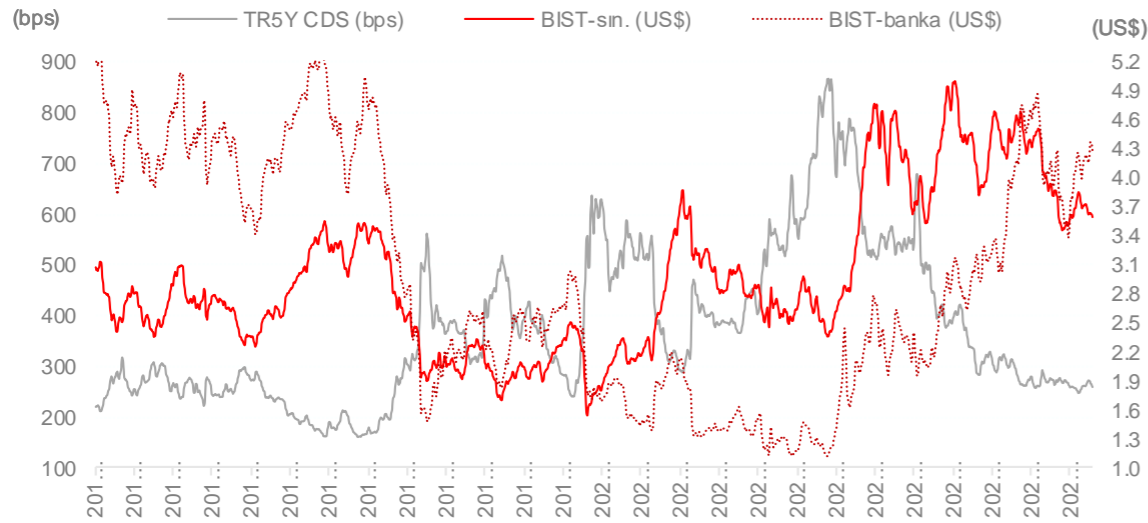
ISO ihracat iklim endeksi son iki yıldır yatay bir seyir izliyor



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

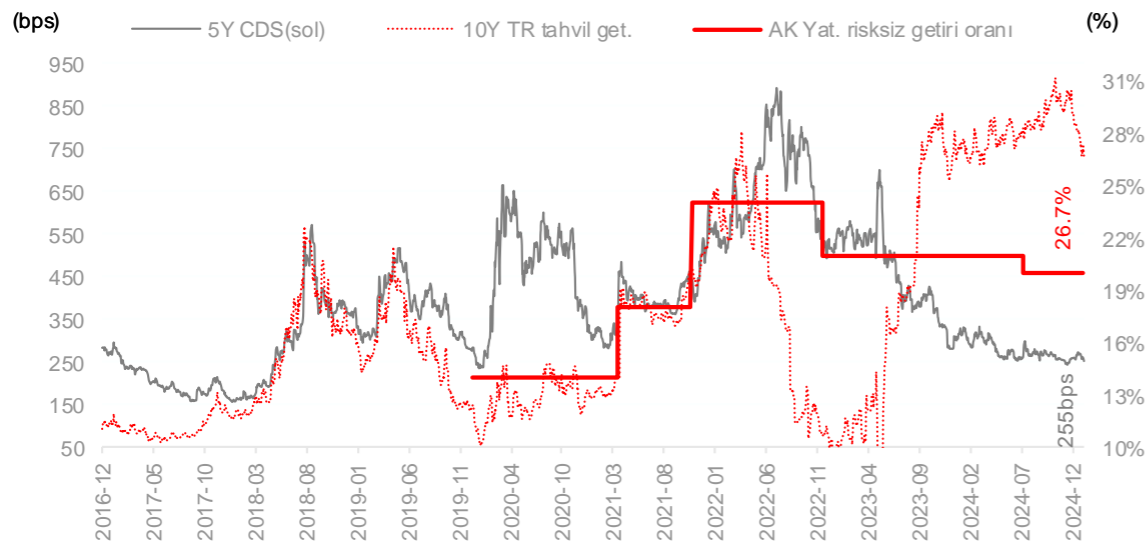
2023 başından bu yana risk priminde önemli gelişme sağlandı

Banka endeks getirisi Kasım'dan bu yana sanayi endeksini geçti



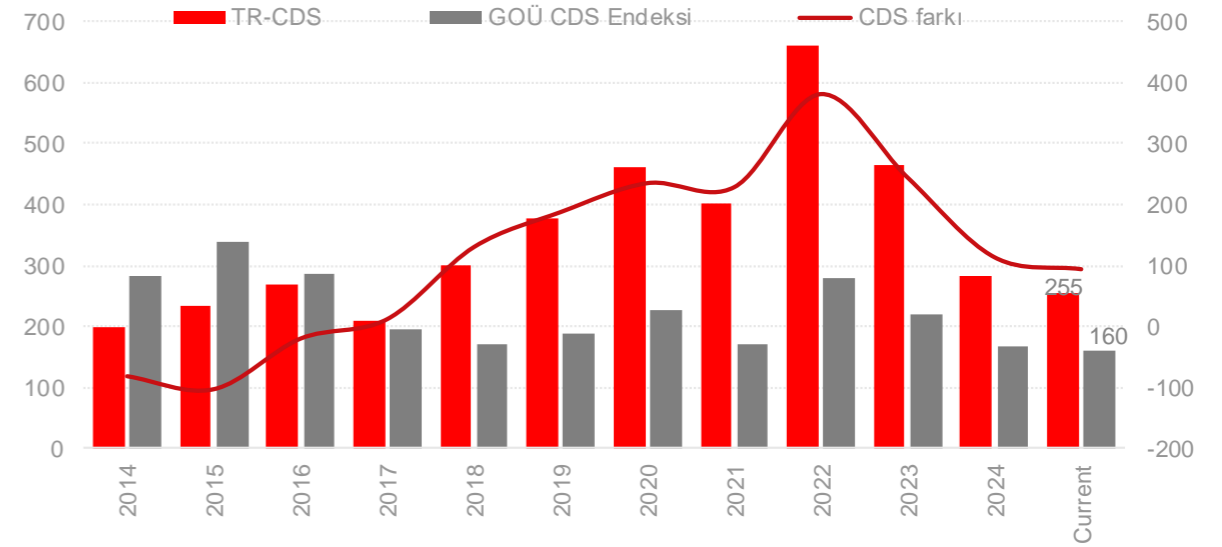
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

10 yıllık tahvil faizi ilk faiz indiriminden bu yana 300 baz puan geriledi



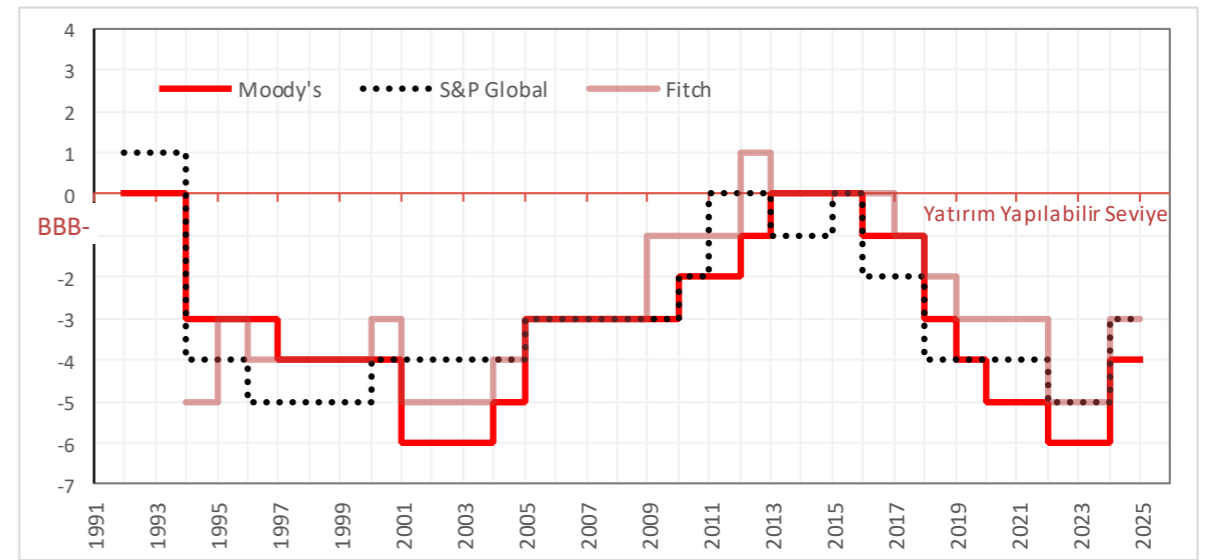
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

TR-CDS ve GOÜ göstergesi arasındaki fark 2018 sonrası en düşüğe



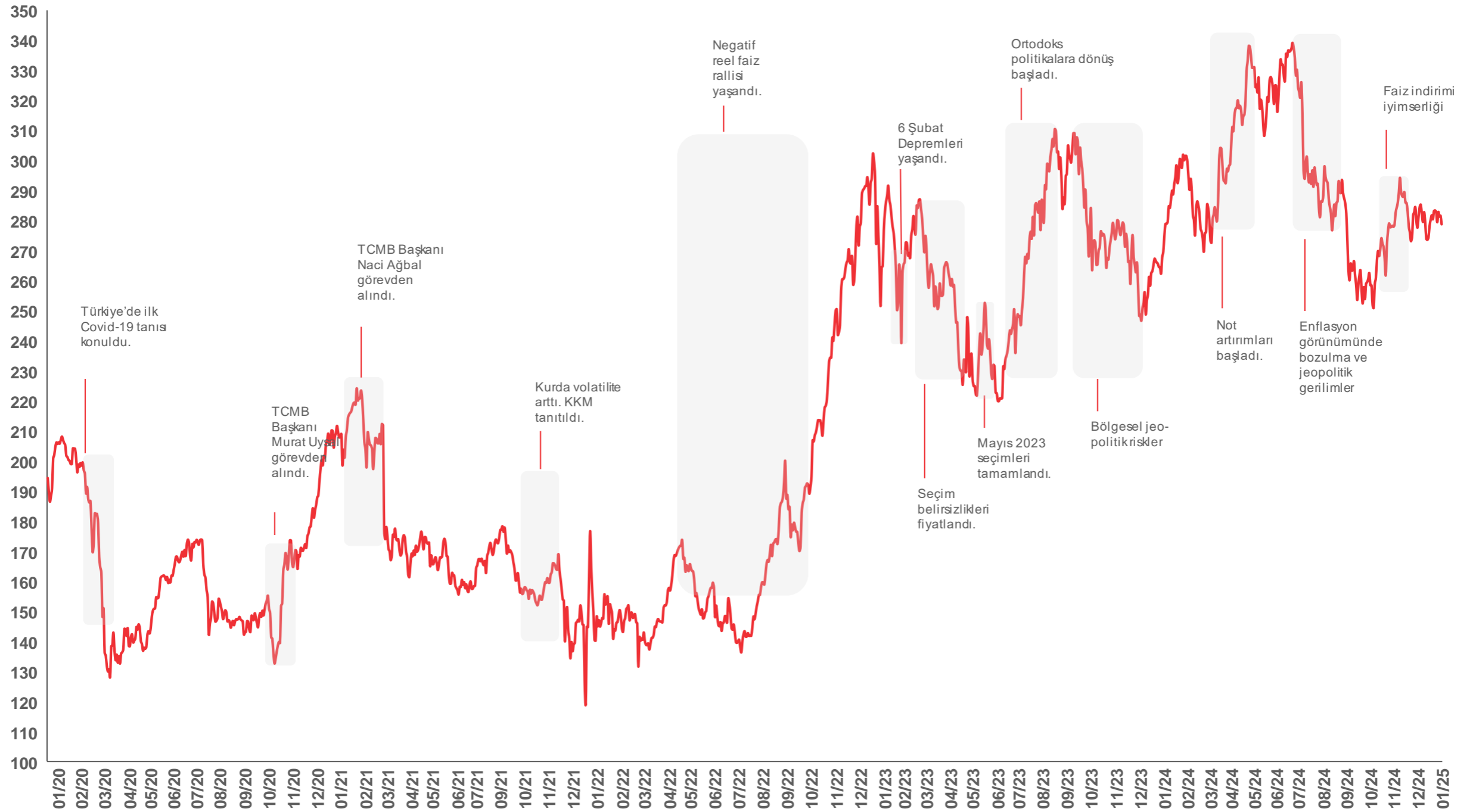
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'nin kredi notu yatırım seviyesinin üç basamak altında



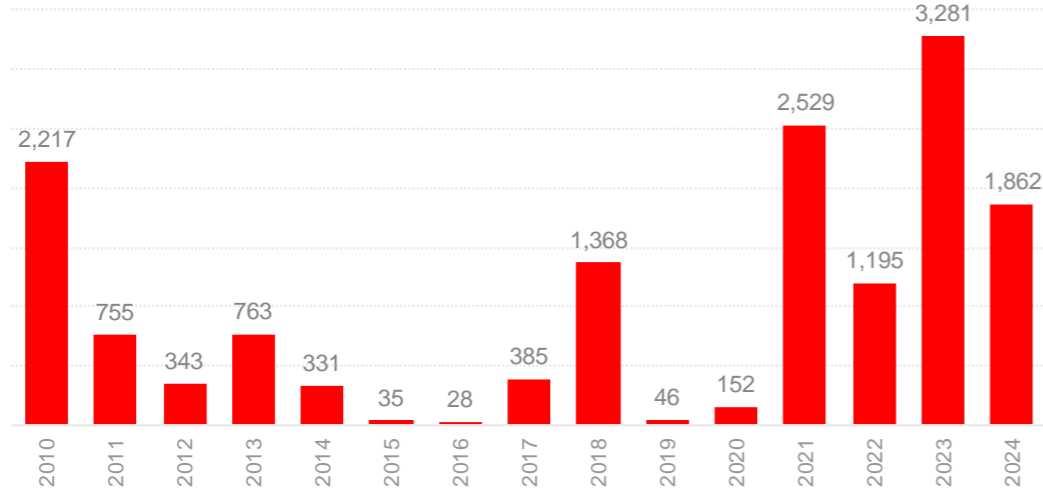
Kaynak: Şirket web sayfası, Ak Yatırım Araştırma

BIST-100'dem önemli tarihler (dolar bazlı endeks)



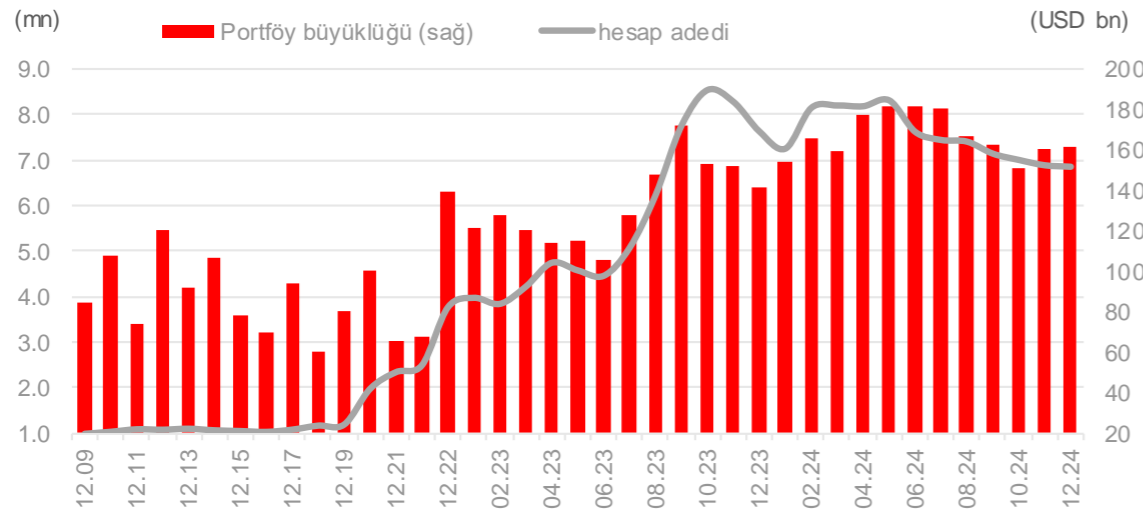
Düşen getiri ile birlikte yerli yatırımcı sayısı azaldı

2024'te yapılan halka arzların hacmi önceki yıla göre biraz azaldı



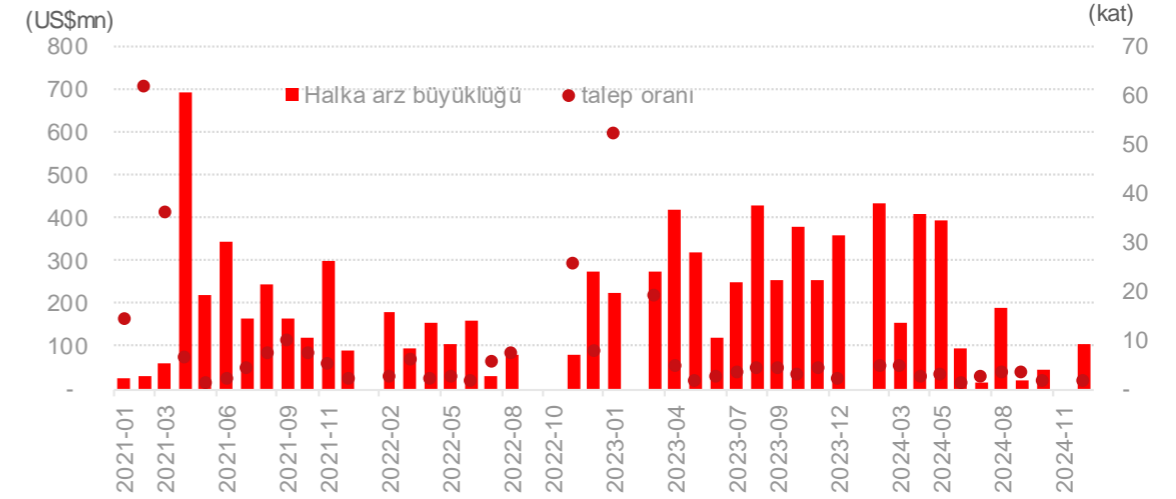
Kaynak: SPK, Ak Yatırım Araştırma

Yatırımcı sayısı 2024 ortasına göre 1,5 milyon azaldı



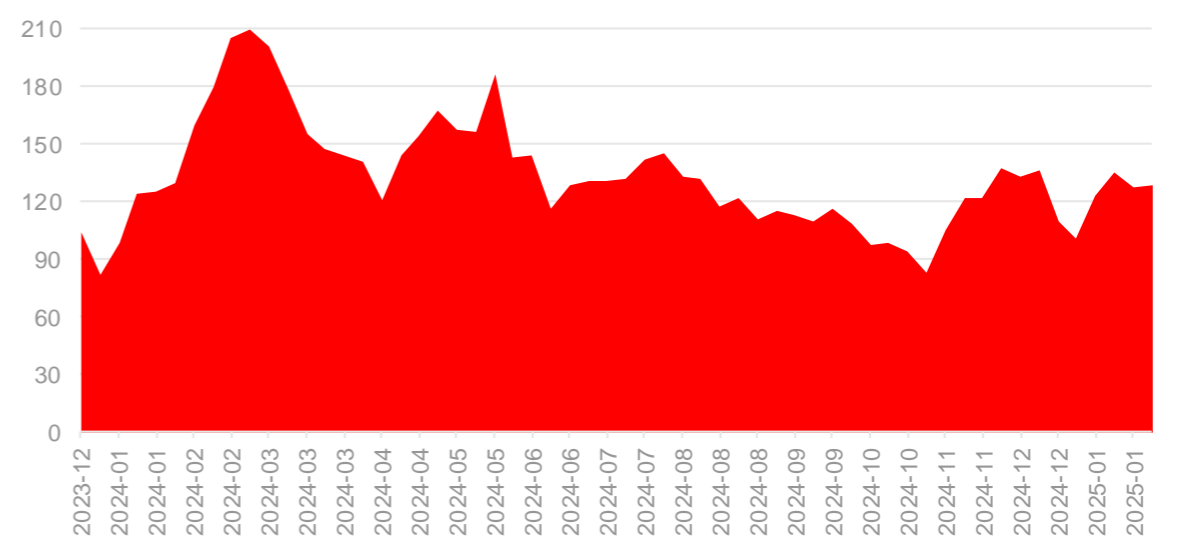
Kaynak: MKK, Ak Yatırım Araştırma

Halka arzlarla piyasadan çekilen likidite (ay bazında)



Kaynak: SPK, Ak Yatırım Araştırma

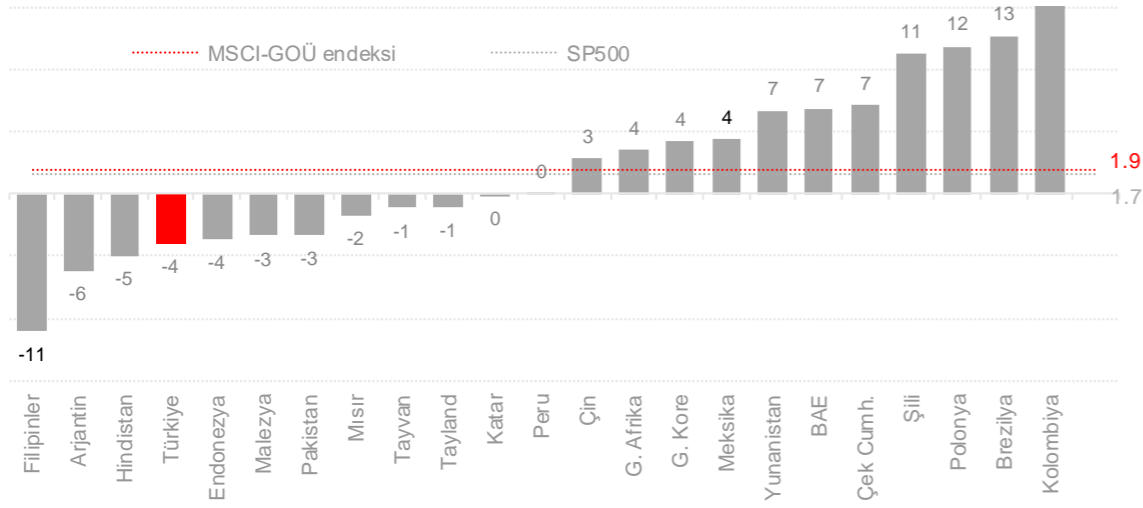
Borsa işlem hacmi önceki yılın altında seyrediyor



Kaynak: Matriks, Ak Yatırım Araştırma

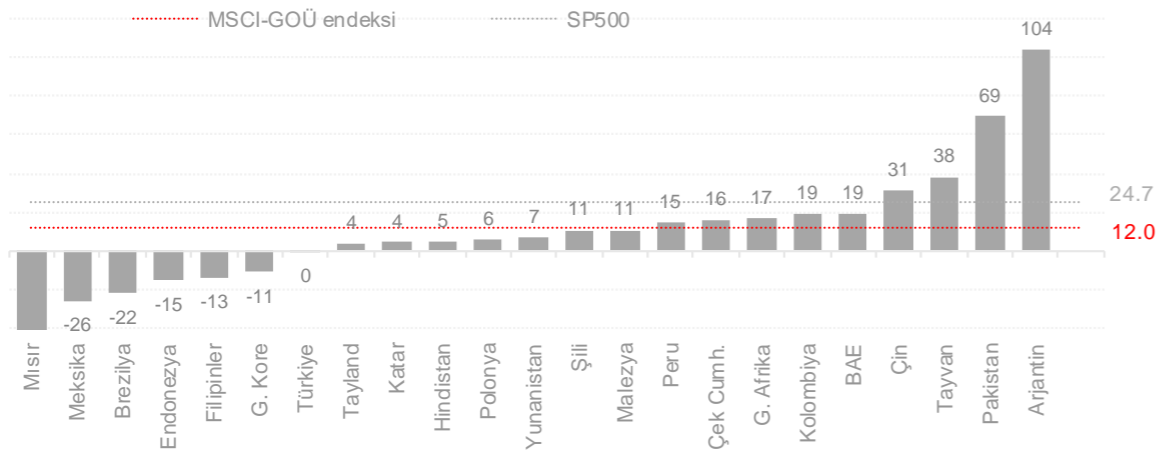
BIST'in son bir yıllık performansı GOÜ ortalamasının altında kaldı

MSCI-GOÜ endekslerinde aylık getiriler



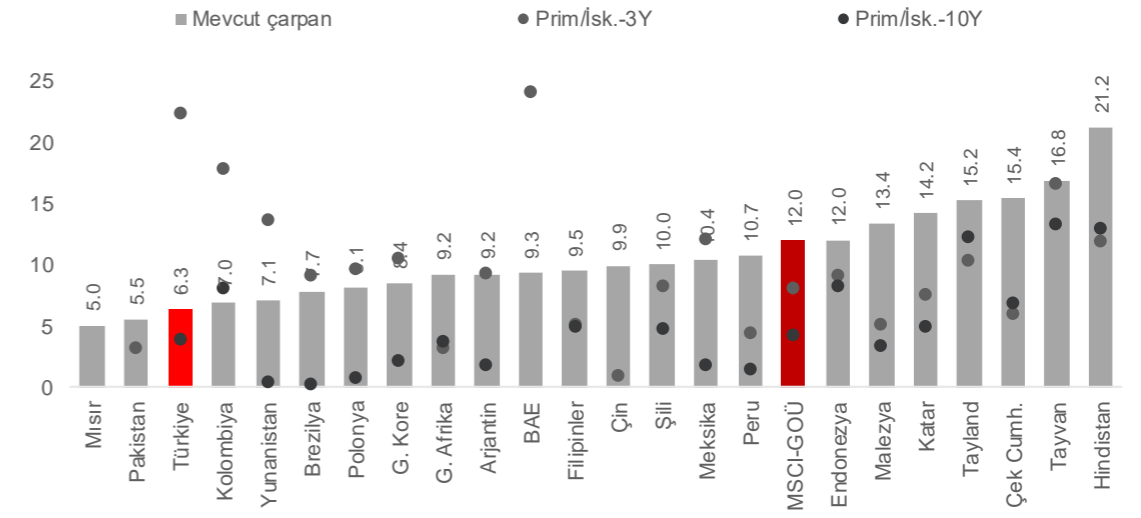
Kaynak: Bloomberg; Ak Yatırım Araştırma

MSCI-GOÜ endekslerinde yıllık getiriler



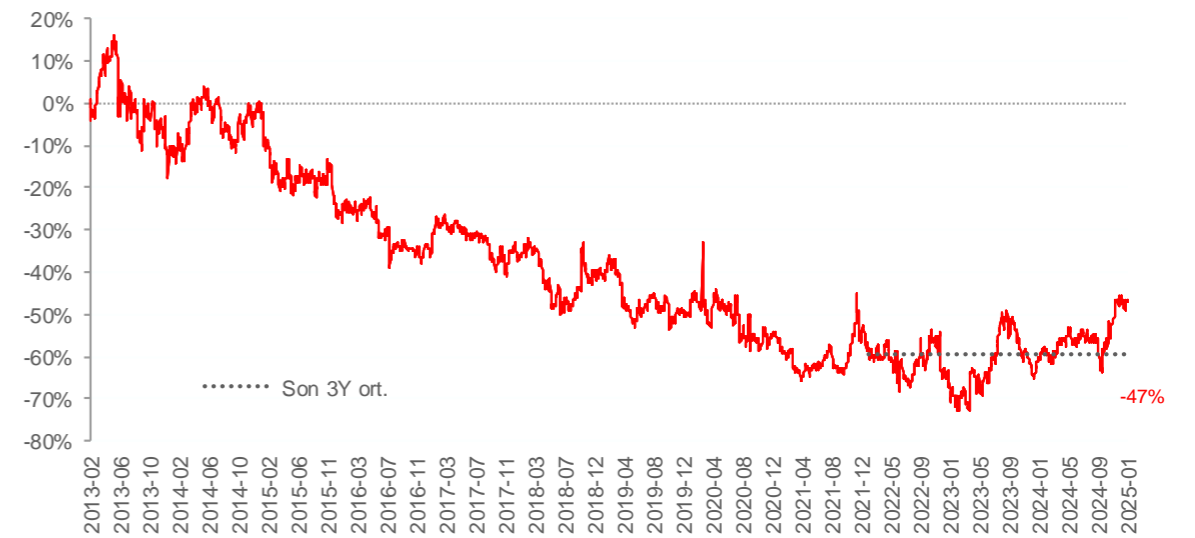
Kaynak: Bloomberg; Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'nin MSCI-GOÜ piyasaları ile F/K karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg; Ak Yatırım Araştırma

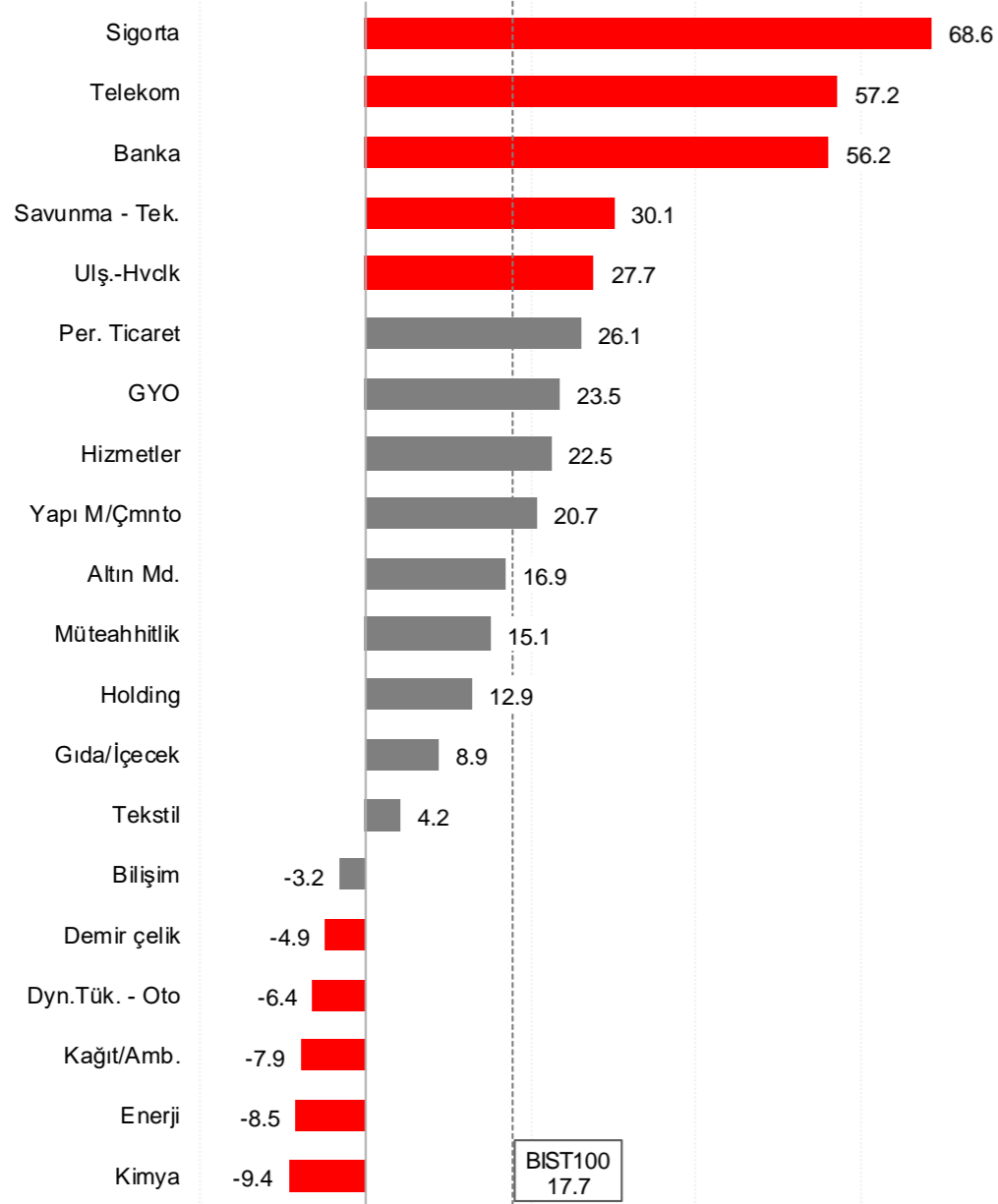
Türkiye'nin MSCI-GOÜ ortalamasına göre tarihsel F/K istontosu



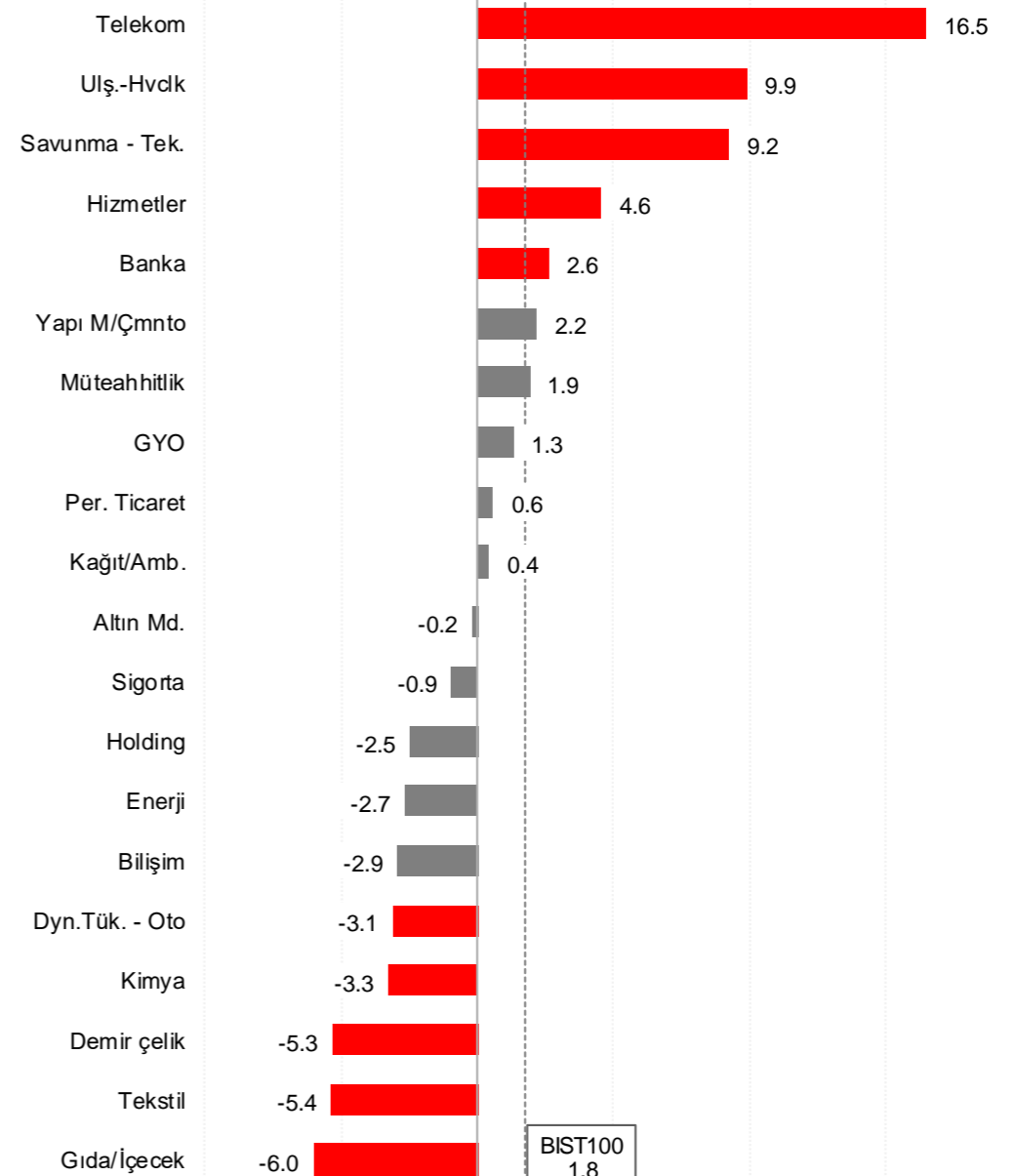
Kaynak: Bloomberg; Ak Yatırım Araştırma

Son bir yılda sigorta, telekom ve bankacılık en iyi performans gösteren sektörler oldu

BIST sektör endekslerinde yıllık getiriler



BIST sektör endekslerinde aylık getiriler

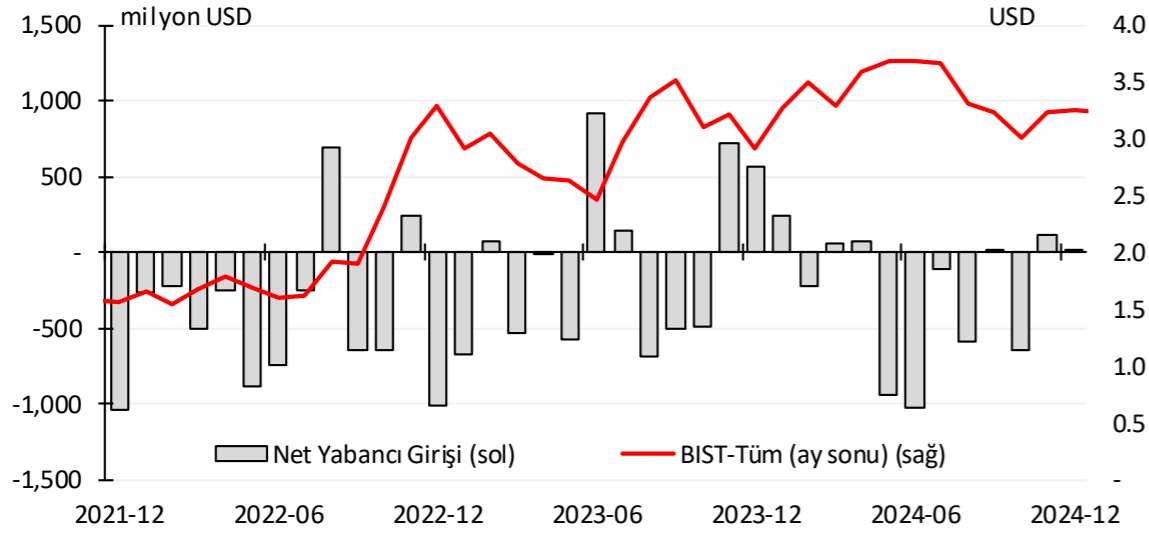


Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

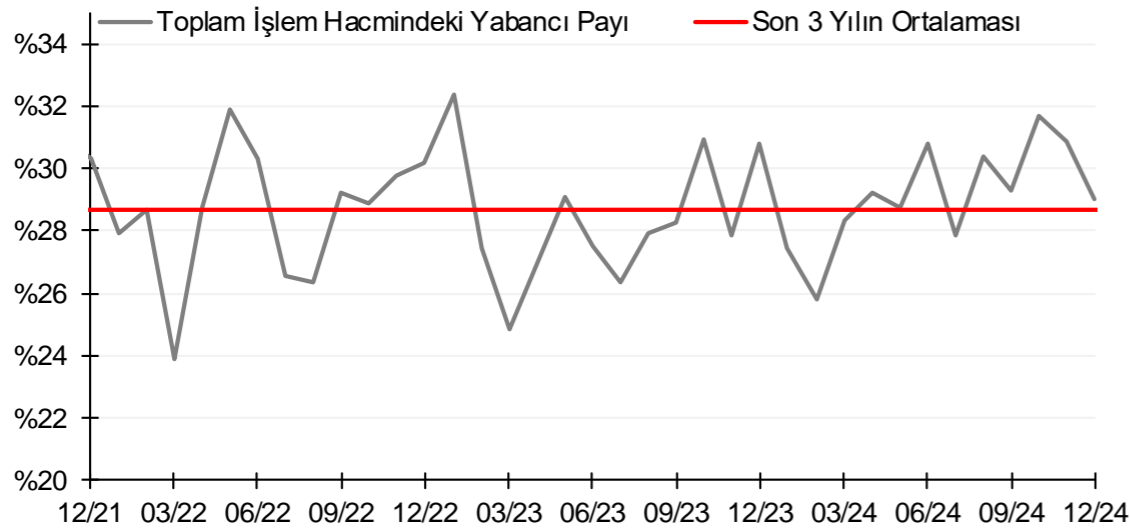
Yurt Dışı Yerleşik İşlemleri

Net Yurt Dışı Yerleşik Girişi ve BIST-TÜM



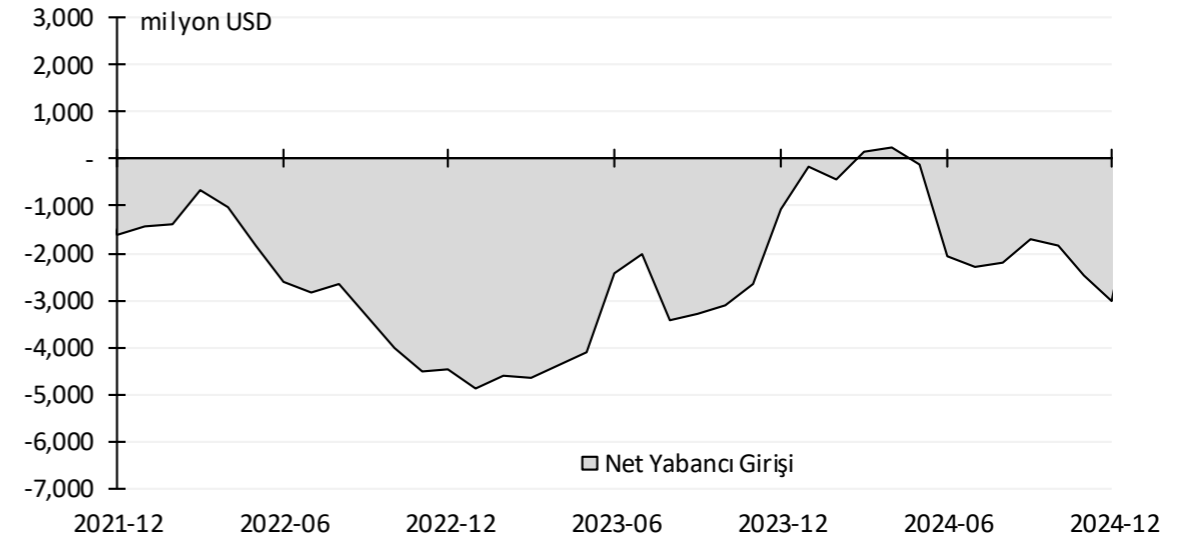
Kaynak: Rasyonet; Ak Yatırım Araştırma

Yurt Dışı Yerleşiklerin Toplam İşlem Hacmindeki Payı



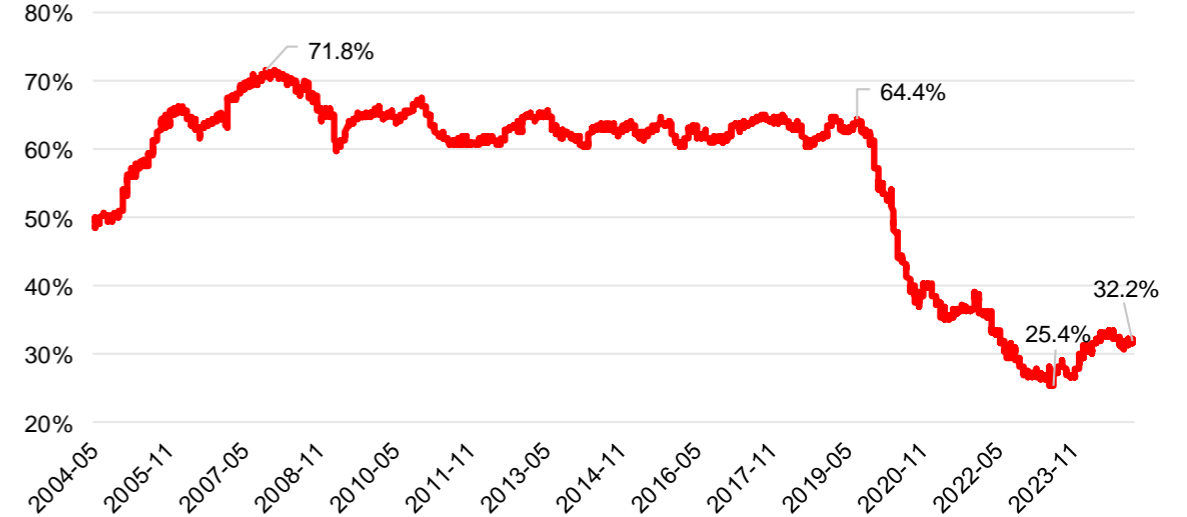
Kaynak: Rasyonet; Ak Yatırım Araştırma

Net Yurt Dışı Yerleşik Akışı, S12A



Kaynak: Rasyonet; Ak Yatırım Araştırma

Yabancı Takas Oranı



Kaynak: Rasyonet; Ak Yatırım Araştırma

Öneri Revizyonları ve Enflasyon Muhasebeli Tahminler (1/2)

Şirket Kodu	PD (Milyon TL)	REVİZYONLAR						Getiri Potansiyeli (%)	HESAPLANAN ÇARPANLAR				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ						YILLIK BÜYÜME						
		HEDEF FİYAT			ÖNERİ				F/K		FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		2025T		2025T			2026T			2025T			2026T			
		Güncel	Önceki	Değişim	Güncel	Önceki	Değişim		2025T	2026T	2025T	2026T	Verim (%)	Brüt (TRYmn)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro (%)	FAVÖK (%)	Net Kar (%)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	
Banka	1,566,457							4.0	2.8	1.0	0.7	0.9%	14,500														
ALBRK	17,100	9.50	8.00	19%	N.	E.Ü.	↓	39%	2.8	2.4	0.7	0.5	0.0%	0	n.a.	n.a.	6,000	n.a.	n.a.	7,000	n.m.	n.m.	43%	n.m.	n.m.	17%	
GARAN	523,320	180.00	156.50	15%	E.Ü.	E.Ü.	↔	44%	4.1	3.1	1.2	0.9	2.7%	14,000	n.a.	n.a.	128,000	n.a.	n.a.	170,000	n.m.	n.m.	39%	n.m.	n.m.	33%	
HALKB	139,600	20.40	18.70	9%	N.	N.	↔	5%	4.7	2.8	0.8	0.6	0.0%	0	n.a.	n.a.	30,000	n.a.	n.a.	50,000	n.m.	n.m.	100%	n.m.	n.m.	67%	
ISCTR	341,250	19.40	17.00	14%	E.Ü.	E.Ü.	↔	42%	4.0	2.7	0.8	0.6	0.0%	0	n.a.	n.a.	84,400	n.a.	n.a.	125,000	n.m.	n.m.	103%	n.m.	n.m.	48%	
TSKB	38,024	19.90	17.20	16%	E.Ü.	E.Ü.	↔	47%	2.8	2.3	0.8	0.6	1.3%	500	n.a.	n.a.	13,600	n.a.	n.a.	16,500	n.m.	n.m.	35%	n.m.	n.m.	21%	
VAKBN	261,185	30.30	26.00	17%	N.	E.Ü.	↓	15%	3.9	2.8	0.9	0.7	0.0%	0	n.a.	n.a.	67,300	n.a.	n.a.	93,300	n.m.	n.m.	71%	n.m.	n.m.	39%	
YKBANK	245,978	42.40	35.40	20%	E.Ü.	E.Ü.	↔	46%	4.2	3.1	1.0	0.8	0.0%	0	n.a.	n.a.	58,000	n.a.	n.a.	80,600	n.m.	n.m.	100%	n.m.	n.m.	39%	
Sigorta	142,300								4.6	3.9	1.6	1.2	4.0%	5,677													
ANSGR	53,900	169.00	144.00	17%	E.Ü.	E.Ü.	↔	57%	3.8	3.2	1.2	0.9	5.8%	3,133	n.a.	n.a.	14,114	n.a.	n.a.	16,688	n.m.	n.m.	35%	n.m.	n.m.	18%	
TURSG	88,400	24.70	19.40	27%	E.Ü.	E.Ü.	↔	40%	5.3	4.5	1.9	1.3	2.9%	2,544	n.a.	n.a.	16,693	n.a.	n.a.	19,553	n.m.	n.m.	31%	n.m.	n.m.	17%	
Holding	410,562								5.0	3.3	n.a.	n.a.	2.6%	10,840													
KCHOL	410,562	315.00	315.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	95%	5.0	3.3	n.a.	n.a.	2.6%	10,840	n.a.	n.a.	81,673	n.a.	n.a.	123,157	n.m.	n.m.	130%	n.m.	n.m.	51%	
Mali Kesim Dışı	3,733,339								9.0	7.0	4.8	3.8	3.4%	126,843	7,610,226	1,007,805	488,702	9,163,787	1,273,788	646,064	30%	35%	23%	20%	26%	32%	
AEFES	93,316	n.a.	n.a.	n.a.	G.G.	G.G.	n.m.	n.a.	4.7	3.9	4.9	4.6	1.8%	1,689	312,946	55,842	19,944	366,379	66,097	24,179	32%	33%	16%	17%	18%	21%	
AKSA	44,911	13.90	13.90	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	20%	17.3	11.2	5.4	4.4	4.0%	1,786	38,867	7,997	2,594	44,514	9,284	3,996	14%	22%	19%	15%	16%	54%	
ARCLK	86,426	199.00	224.00	-11%	E.Ü.	E.Ü.	↔	56%	16.9	8.9	5.4	4.4	0.0%	0	587,994	38,220	5,101	685,499	47,985	9,729	37%	71%	202%	17%	26%	91%	
ASELS	402,420	100.00	81.00	23%	N.	E.Ü.	↓	13%	22.1	12.4	9.7	7.5	0.2%	770	157,808	41,125	18,235	189,648	54,301	32,482	31%	39%	31%	20%	32%	78%	
AVPGY	24,840	78.00	70.00	11%	N.	E.Ü.	↓	26%	3.1	2.6	4.4	2.2	7.2%	1,799	6,362	4,088	7,921	7,703	5,228	9,444	-14%	-28%	4%	21%	28%	19%	
AYGAZ	34,509	221.00	221.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	41%	11.7	9.1	n.a.	n.a.	3.9%	1,334	102,124	1,810	2,950	120,680	1,483	3,792	30%	5%	-9%	18%	-18%	29%	
BIMAS	326,370	818.00	803.00	2%	E.Ü.	E.Ü.	↔	52%	11.5	9.0	8.2	5.7	3.7%	12,224	736,160	42,640	28,258	942,055	61,992	36,195	40%	87%	42%	28%	45%	28%	
CCOLA	153,894	84.00	81.00	4%	E.Ü.	E.Ü.	↔	53%	7.4	6.5	5.3	4.5	1.2%	1,846	192,411	35,935	20,750	229,640	42,436	23,695	38%	35%	17%	19%	18%	14%	
DOAS	40,436	365.00	340.00	7%	E.Ü.	E.Ü.	↔	99%	4.1	2.9	1.4	1.2	9.2%	3,713	186,670	15,931	9,833	221,271	18,852	13,800	2%	4%	46%	19%	18%	40%	
EREGL	151,760	26.00	25.50	2%	N.	N.	↔	20%	9.1	5.8	8.0	5.5	2.2%	3,383	256,475	33,431	16,604	314,869	49,549	26,070	28%	54%	17%	23%	48%	57%	
FROTO	310,204	1,530.00	1,515.00	1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	73%	6.8	5.8	6.9	5.5	7.7%	24,009	853,243	67,900	45,828	1,037,483	88,269	53,944	39%	52%	24%	22%	30%	18%	

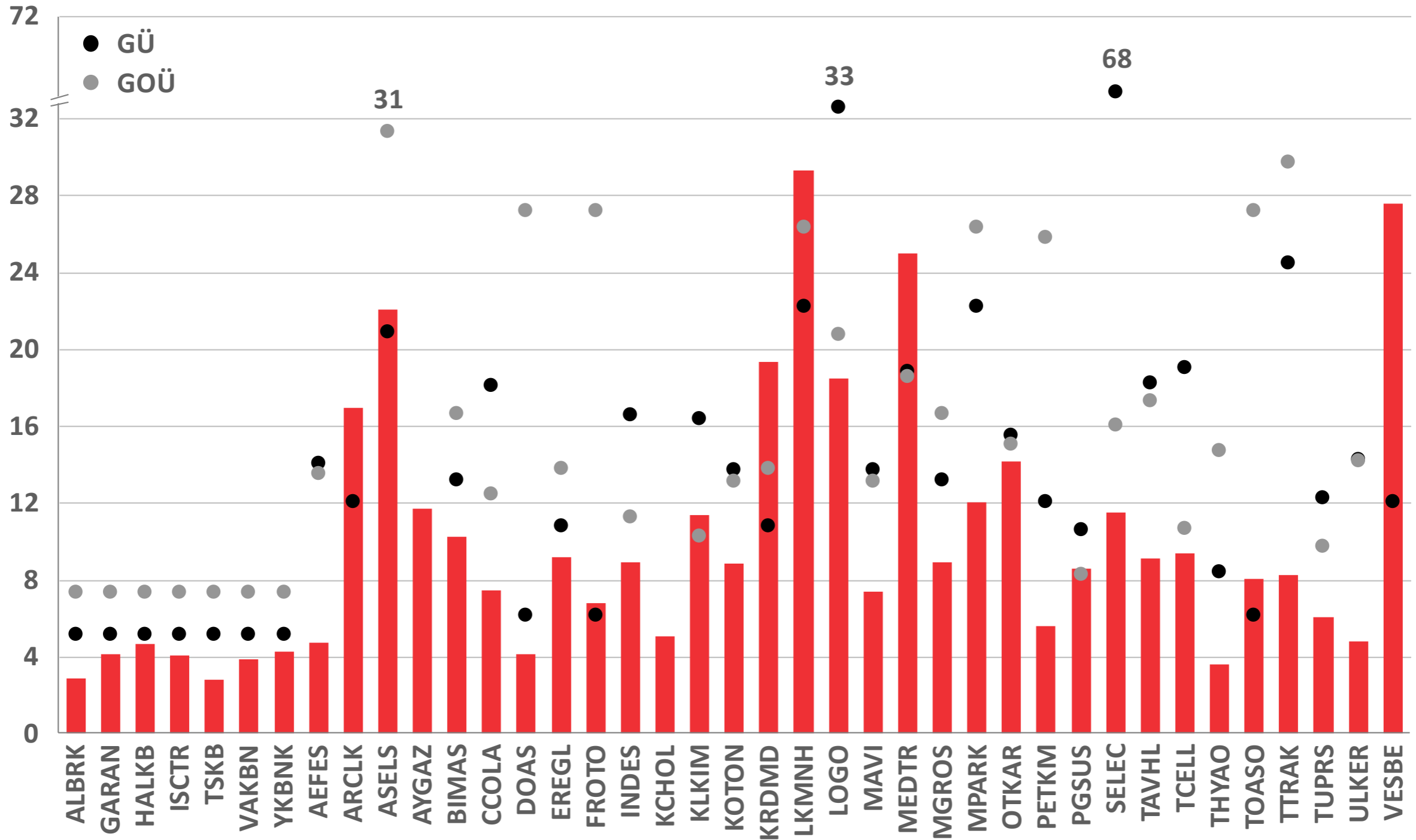
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Öneri Revizyonları ve Enflasyon Muhasebeli Tahminler (2/2)

Şirket Kodu	PD (Milyon TL)	REVİZYONLAR						Getiri Potansiyeli (%)	HESAPLANAN ÇARPANLAR				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ						YILLIK BÜYÜME					
		HEDEF FİYAT			ÖNERİ				F/K		FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		2025T		2025T			2026T			2025T			2026T		
		Güncel	Önceki	Değişim	Güncel	Önceki	Değişim		2025T	2026T	2025T	2026T	Verim (%)	Brüt (TRYmn)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro (%)	FAVÖK (%)	Net Kar (%)	Ciro (%)	FAVÖK (%)	Net Kar (%)
Mali Kesim Dışı	3,733,339							9.0	7.0	4.8	3.8	3.4%	126,843	7,610,226	1,007,805	488,702	9,163,787	1,273,788	646,064	30%	35%	23%	20%	26%	32%	
GWIND	15,282	51.62	51.62	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	82%	5.8	7.0	10.3	10.0	0.0%	0	3,640	3,033	2,617	4,291	3,536	2,181	58%	61%	47%	18%	17%	-17%
INDES	5,588	12.50	10.80	16%	E.Ü.	E.Ü.	↔	68%	8.9	7.8	0.7	0.6	3.9%	218	85,312	3,693	627	97,842	4,122	713	25%	35%	33%	15%	12%	14%
KLKIM	14,214	46.00	44.00	5%	E.Ü.	E.Ü.	↔	49%	11.4	8.1	5.1	3.8	1.7%	239	9,921	2,381	1,249	12,405	2,853	1,764	34%	37%	31%	25%	20%	41%
KOTON	14,660	32.00	32.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	81%	8.9	6.2	2.8	2.3	0.0%	0	32,821	7,454	1,654	40,432	9,225	2,356	28%	20%	21%	23%	24%	42%
KRDMD	20,832	35.00	37.00	-5%	N.	E.Ü.	↓	31%	19.3	11.9	3.5	2.5	0.0%	0	71,561	8,435	1,575	78,829	10,337	2,558	29%	95%	n.m.	10%	23%	62%
LKMNH	4,644	22.50	20.50	10%	N.	N.	↔	5%	29.3	18.8	5.6	4.5	0.8%	38	4,463	1,003	158	5,413	1,216	247	41%	43%	-17%	21%	21%	56%
LOGO	11,210	171.00	158.00	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	45%	18.5	11.4	4.4	3.4	4.9%	546	5,764	2,055	607	7,159	2,552	982	40%	36%	213%	24%	24%	62%
MAVI	27,331	139.00	147.00	-5%	E.Ü.	E.Ü.	↔	102%	7.4	6.6	2.5	1.9	4.5%	1,234	48,931	9,187	3,697	60,924	11,602	4,145	26%	29%	9%	25%	26%	12%
MEDTR	5,093	63.50	63.00	1%	E.Ü.	N.	↑	48%	25.0	11.6	7.4	5.2	1.6%	81	2,702	581	204	3,432	806	440	27%	38%	89%	27%	39%	116%
MGROS	103,925	915.00	751.00	22%	E.Ü.	E.Ü.	↔	59%	8.9	7.2	4.1	2.9	2.9%	3,050	409,075	23,243	11,681	515,368	31,652	14,406	41%	61%	62%	26%	36%	23%
MPARK	75,116	550.00	493.00	12%	E.Ü.	E.Ü.	↔	40%	12.0	9.4	5.0	3.8	0.0%	0	56,497	14,382	6,239	66,752	16,992	7,972	40%	38%	15%	18%	18%	28%
OTKAR	48,240	744.00	744.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	85%	14.1	7.6	13.3	7.8	0.0%	0	52,692	4,999	3,411	60,553	9,043	6,334	52%	n.m.	n.m.	15%	81%	86%
PETKM	42,831	28.56	28.56	0%	N.	N.	↔	69%	5.5	5.0	4.7	4.0	0.0%	0	111,391	9,411	7,723	121,238	9,811	8,650	40%	327%	56%	9%	4%	12%
PGSUS	116,250	345.00	340.00	1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	48%	8.6	6.8	6.0	5.1	0.0%	0	142,184	39,397	13,571	176,316	48,534	16,994	27%	25%	17%	24%	23%	25%
SELEC	42,601	97.00	85.50	13%	E.Ü.	E.Ü.	↔	41%	11.5	7.0	3.4	2.3	0.8%	330	168,503	8,378	3,711	197,635	8,852	6,060	24%	46%	125%	17%	6%	63%
TAVHL	97,087	398.00	373.00	7%	E.Ü.	E.Ü.	↔	49%	9.1	5.7	5.7	3.8	0.0%	0	75,185	22,942	10,646	99,667	32,883	17,115	29%	32%	55%	33%	43%	61%
TCELL	232,320	149.00	150.00	-1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	41%	9.4	5.0	3.2	3.1	2.7%	6,357	218,942	94,157	24,825	269,115	115,008	46,206	33%	33%	-3%	23%	22%	86%
THYAO	432,975	500.00	515.00	-3%	E.Ü.	E.Ü.	↔	59%	3.6	3.5	4.2	3.5	4.0%	17,490	945,387	168,837	120,947	1,166,253	206,962	124,739	27%	19%	3%	23%	23%	3%
TOASO	115,100	325.00	345.00	-6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	41%	8.0	5.1	6.8	4.0	3.6%	4,146	197,954	17,832	14,320	287,200	28,647	22,537	64%	92%	142%	45%	61%	57%
TRGYO	57,500	90.00	77.00	17%	E.Ü.	E.Ü.	↔	57%	4.2	3.0	4.8	2.6	4.8%	2,786	13,455	8,283	13,713	18,157	11,288	18,963	29%	34%	185%	35%	36%	38%
TTKOM	178,500	84.00	83.00	1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	65%	35.0	13.4	3.1	2.6	0.0%	0	222,198	88,747	5,103	275,079	115,264	13,361	38%	43%	-17%	24%	30%	162%
TTRAK	67,845	1,040.00	1,100.00	-5%	E.Ü.	E.Ü.	↔	53%	8.2	7.5	4.7	4.0	7.5%	5,104	85,716	14,127	8,247	105,738	16,895	9,027	29%	26%	29%	23%	20%	9%
TUPRS	267,054	260.00	260.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	88%	6.1	3.9	2.2	1.5	12.2%	32,521	1,003,385	81,849	44,109	1,085,571	95,483	67,681	12%	7%	7%	8%	17%	53%
ULKER	43,944	188.00	206.00	-9%	E.Ü.	E.Ü.	↔	58%	4.8	4.1	3.9	3.6	0.0%	0	112,978	20,110	9,175	134,041	23,859	10,696	36%	32%	29%	19%	19%	17%
VESBE	24,112	26.00	31.00	-16%	E.Ü.	E.Ü.	↔	73%	27.6	9.2	4.5	3.8	0.6%	150	98,507	8,373	875	114,637	10,891	2,608	28%	39%	191%	16%	30%	198%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Öneri Listemizdeki Hisse Senetlerinin ve Küresel Benzerlerinin 2025T F/K Çarpanları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Uluslararası Piyasalar

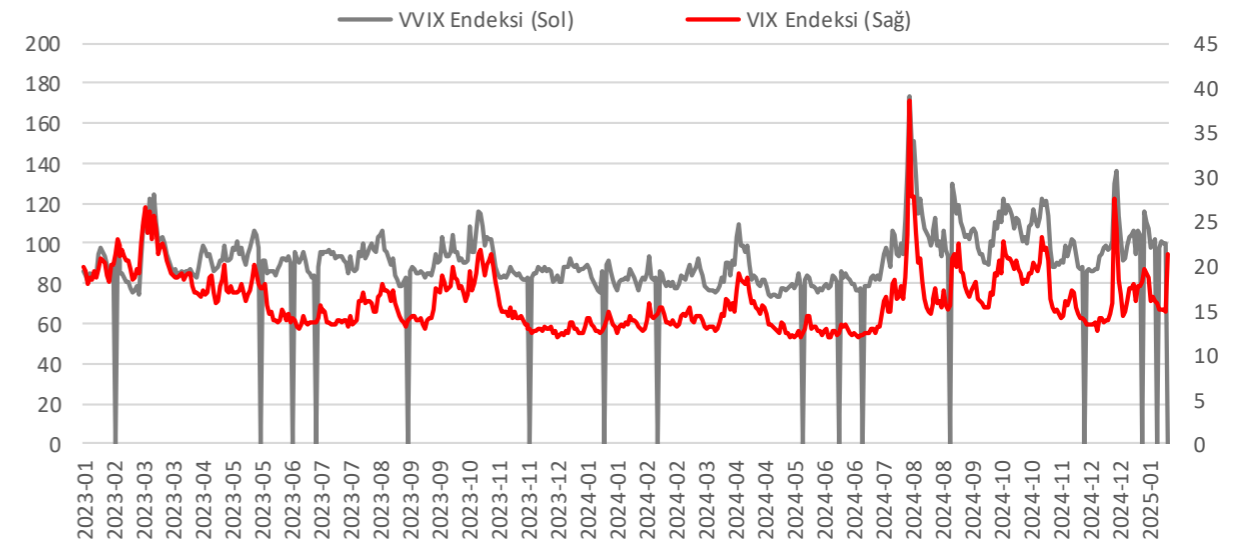
Küresel finansal oynaklık ABD kaynaklı artabilir

Boğa piyasasının 2025 yılında da ara düzeltmeler ile sürmesini bekleriz. ABD hisse senedi endekslerinde düzeltme riskinin arttığı fikrine katılmakla birlikte, son iki yılda yapay zeka temalı fiyatlamaların balon olarak nitelenemeyeceği düşüncesindeyiz. Bloomberg'e göre S&P 500 için global yatırım bankalarının 2025 yıl sonu medyan tahmini 6.600 seviyesinde bulunuyor. Endekslerin Trump'ın ekonomik büyümeye odaklı politikaları, Fed'in faiz indirim sürecine olan bakışı, yapay zekanın ticarileşmesi ve ticaret savaşı riskleri etrafında geçmiş iki seneye kıyasla daha dalgalı bir seyir izlemesi şaşırtıcı olmaz. ABD hisse senedi piyasaları için en büyük risk faktörünü ise gümrük vergileri eşliğinde ticaret savaşlarının başlaması olarak görüyoruz.

Enflasyonist ve büyümeye dönük riskler göz ardı edilmemeli. ABD seçimleri öncesi 103 seviyelerinde olan dolar endeksi Ocak ayında 110'a yükseldi. ABD 10 yıllık hazine tahvil getirisi de seçim öncesi %4,2'lerden %4,8 civarına kadar çıktı. Trump 2.0 politikalarının; (i) gümrük vergileri, (ii) kurumlar ve gelir vergisi, (iii) regülasyonların azaltılması ve (iv) göçmen politikaları etrafında şekilleneceği biliniyor olsa da, bunların hangi yoğunlukta ele alınacağı henüz net değil. Özellikle 2025 yılının ilk yarısında büyümeyi önceleyen ve ticarete engeller getiren politikalar iki adet kuyruk riski yaratabilir. İlki global büyüme tarafında olumlu etki ve global enflasyonda düşüşü sınırlayıcı ve (ii) ironik şekilde büyümeyi zayıflatıcı bir etki ve güvenli limanlara yatırım talebinin artması.

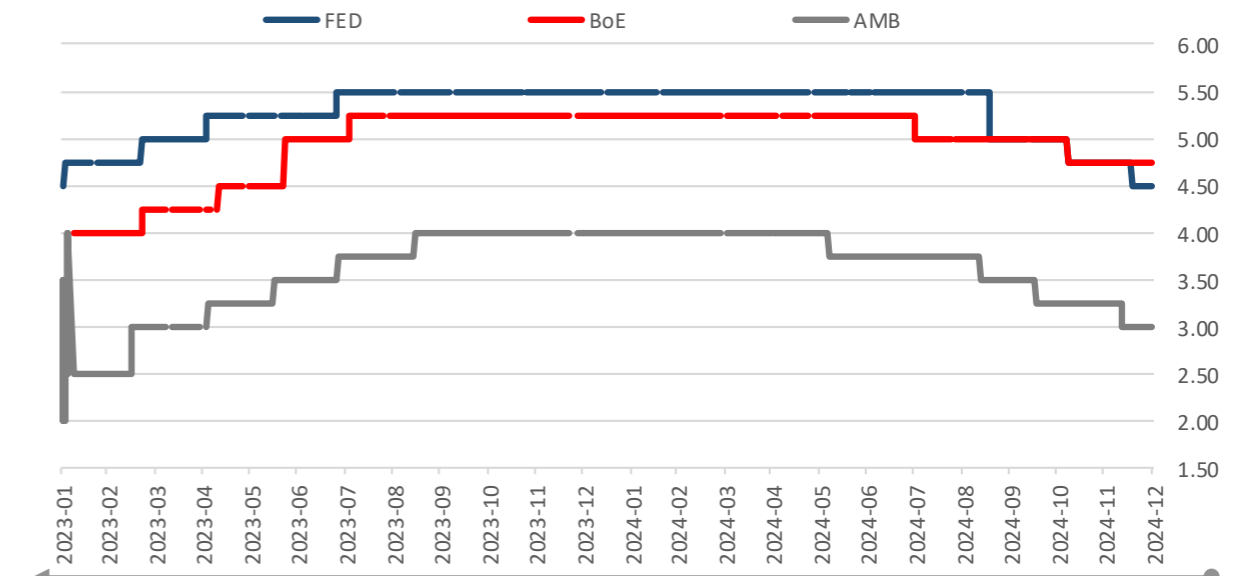
Dolar endeksi ve hazine tahvil getirilerinin yönünü Trump politikaları belirleyecek Global yatırım bankalarının 2025 sonu için EURUSD tahminleri 0,98 – 1,14 gibi geniş bir bantta yer alıyor (Kaynak: Bloomberg). Biz de baz senaryomuzu 1,06-1,08 aralığı olarak değerlendirip dengenin yukarıda saydığımız birinci risk senaryosunda 1,10-1,12 ve ikinci risk senaryosunda 1,00-1,02 aralığında oluşabileceğini öngörüyoruz. ABD'nin kamu finansmanı, borçlanma araçlarına global talebin seyri ve Fed'in faiz kararları 10 yıllık hazine tahvil getirilerinin yönünü belirleyecektir. 2025 başı itibarıyla 10 yıllık tahvillerde yıl sonu faiz beklentileri %3,00 ile %5,50 arasında geniş bir bantta yer alıyor. Medyan tahmin ise %4,20 seviyesinde bulunuyor. Nötr faiz oranının %3,5 civarında oluşacağı varsayımıyla 2025 yılı için 3 faiz indirimi beklentimizi koruyoruz. Yılın ilk yarısında ise Fed'in Trump'ın ilk 100 günlük politikalarını görmek isteyeceğini düşünüyoruz.

VIX Endeksi ve VVIX Grafikleri



Kaynak: Bloomberg VVIX: VIX'in volatilitesi

FED, AMB ve BoE Politika Faizleri Grafiği



Kaynak: Bloomberg

Çin'in görünümü endüstriyel emtiada belirleyici olacak

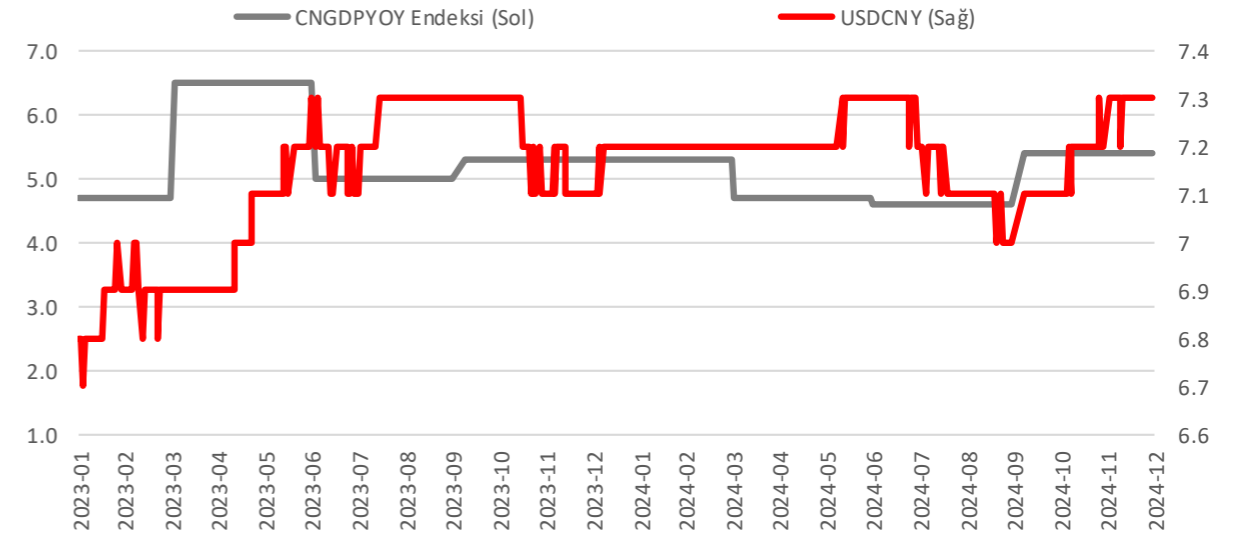
2023 yılı verilerine göre global ham ve işlenmiş petrol talebinin %16'sı Çin'den geldi. Hem Uluslararası Enerji Ajansı hem de OPEC raporları petrol fiyatlarının 2025'teki seyri konusunda Çin'in büyüme risklerine dikkat çekiyor. Güncel projeksiyonlarda 2025'te petrol talebinin 104 milyon varil/gün ve arzının 104,7 milyon varil/gün olması öngörülüyor (Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı). Trump 2.0'ın Çin büyümesi üzerinde yaratabileceği risklerin dışında ayrıca ABD'nin petrol üretimini artırma ihtimali de var. Brent petrol için Bloomberg'e 2025 yıl sonu için girilen tahminler arasında en düşük USD55 ile Citigroup tarafından paylaşıldı. BofA ve Deutsche Bank da sırasıyla USD60 ve USD62 düzeyinde bir petrol fiyatı öngörüyor. Diğer kurumlarda ise yıl sonu Brent tahmini ağırlıklı USD70 civarında bulunuyor.

Gümrük vergileri Çin ekonomisi için büyük risk. 2025 büyümesine ilişkin Çin'in resmi hedefi %5,0'te ve piyasa beklentilerinin medyanı %4,5'te bulunuyor (Kaynak: Bloomberg). 575 milyar dolarlık ABD-Çin ticaret hacmi dikkate alındığında, vergi düzenlemeleri Trump'ın seçimler öncesi dile getirdiği %60'a ulaşmasa da küresel sonuçlar üretecektir. Uluslararası yatırım bankalarının projeksiyonlarında %20'lik bir gümrük vergisinin Çin büyümesi üzerinde %0,7'lik (Goldman), %60'lık bir gümrük vergisinin %1,5'lik (UBS) bir kayıp oluşturabileceği hesaplanıyor.

Bütçe açığının GSYİH'nin %4'ü olarak hedeflenmesi Çin yönetiminin büyüme konusunda maliye politikasında 2025'te 2024'e göre daha destekleyici olacağını gösteriyor. Ayrıca Kasım ayında açıklanan 5 yıllık dönemi kapsayan 10 trilyon yuan tutarındaki mali paket ve sermaye piyasalarında hisse geri alım programları gibi uygulamalar da Çin'in geçiş dönemi politikaları hakkında ipuçları veriyor. Ancak aşağı yönlü risklere karşı atılan bu adımların işlevselliği Trump 2.0'ın gümrük adımlarına bağlı kalacaktır.

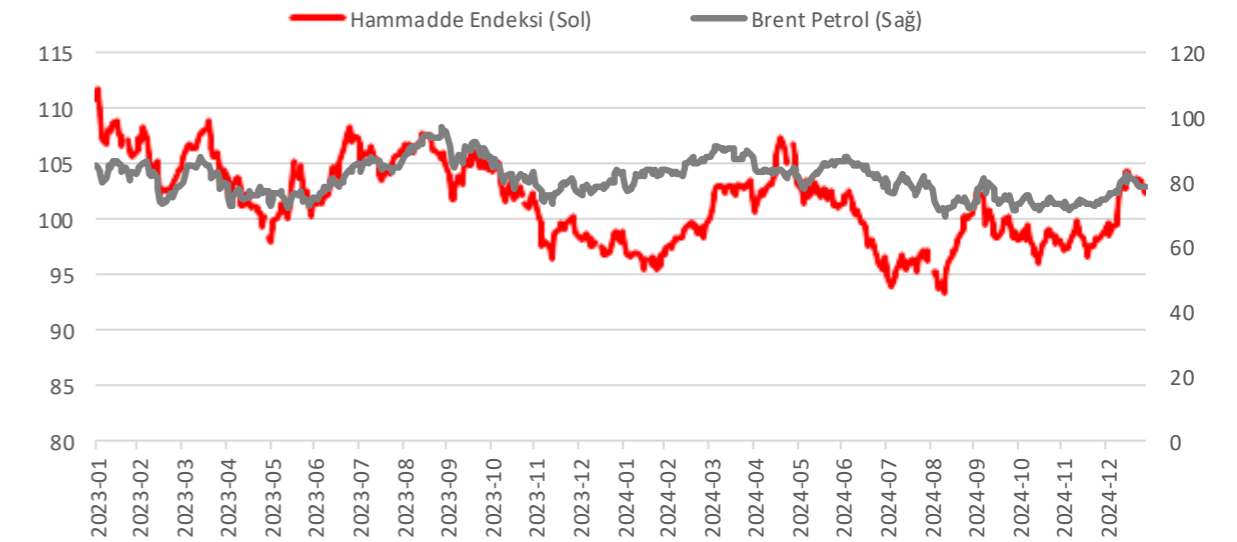
Çin'in bakır talebi de 2023'te toplam talebin %50'den fazlasını oluşturmuştu. Çin kaynaklı talebin 2030'da zirveyi göreceği genel kabul görse de, 2025 endüstriyel emtia da dalgalı, aşağı yönlü risklerin arttığı ve olası yükselişlerin kalıcılığının sorgulanacağı bir yıl olacaktır. Bu resme ayrıca Trump 2.0'la beraber yeşil enerji dönüşümü riskleri de eklenebilir.

Çin Büyümesi ve USDCNY Grafikleri



Kaynak: Bloomberg

Bloomberg Hammadde Endeksi ve Brent Petrol Grafikleri



Kaynak: Bloomberg

Ticaret ortağımız Avrupa'da da güçlü toparlanma beklenmiyor

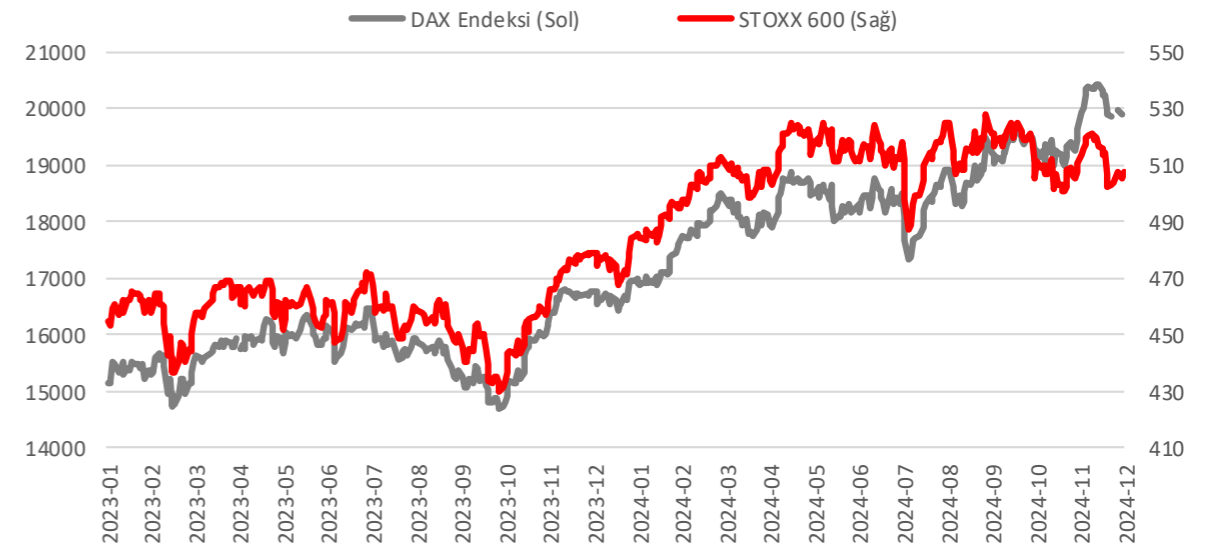
Avrupa'da reel büyüme 2023 son çeyreğinde %0,1'den 2024 üçüncü çeyreğinde %0,9'a yükselse de, 2024 bölgede toparlanmanın özellikle de ABD'ye kıyasla çok mütevazı kaldığı, hizmetler sektöründeki canlanmaya karşın imalat sanayinde zayıflığın sürdüğü, politik risklerin de arttığı bir yıl oldu. Avrupa Merkez Bankası 2024'te dört faiz indirimi ile mevduat faizini 100 baz puan düşürdü. Mevcut enflasyon ile karşılaştırıldığında hala reel faiz pozitif seyrediyor ve 2025 piyasa fiyatlamaları yine dört adet indirim ile 100 baz puanlık düşüş öngörüyor.

Avrupa'nın ekonomik sorunları Dax ve Stoxx 600 endekslerinde değerlendirme çarpanlarını da baskıladı. Stoxx 600 endeksinin 12 aylık beklenen F/K oranı 13,3x seviyesindeyken S&P 500'ün 22x. Draghi'nin rekabetçilik raporunda ABD ve Çin'i teknoloji ve inovasyon tarafında yakalayabilmek adına gereken yıllık yatırım/harcama miktarı GSYİH'nin %5'i olarak öngörülüyor. Avrupa Bölgesi, global ekonominin %17'sine denk gelirken, en büyük teknoloji şirketlerinin piyasa değerleri ABD ve Çin'li rakiplerinin gerisinde. Öyle ki 2024'te muhteşem yedili hisseleri değerini toplam USD\$5.5 trilyon artırırken, DAX'ın toplam piyasa değeri ancak USD1,8 trilyon oldu.

Fransa'da yakın zamanda gerçekleşen iktidar değişikliği ve Şubat'ta seçime gidecek olan Almanya'da Trump zaferi sonrası korumacılık eğilimlerinin güçleneceği bir senaryo bölge için 2025'in de çalkantılı olabileceğine işaret ediyor. Trump 2.0'in gümrük vergi düzenlemeleri Avrupa için riskler taşıyor ve bölge Türkiye'nin bir numaralı ticaret ortağı olarak kritik öneme sahip. ABD 501,6 milyar avro ile toplam AB ihracatının %20'sini karşılıyor, Çin ise 516,2 milyar avro ile bölgenin ithalatında ilk sırayı alıyor. Avrupa'nın Çin'den ithalatı 2002'ye kıyasla yedi kat arttı ve Trump yönetiminin Avrupa'ya da %10-%20 arası gümrük vergisi uygulama riski bulunuyor. Daha büyük risk ise, ticaret savaşlarının hızlandığı bir senaryoda Avrupa'nın ABD-Çin denkleminin arasında kalması.

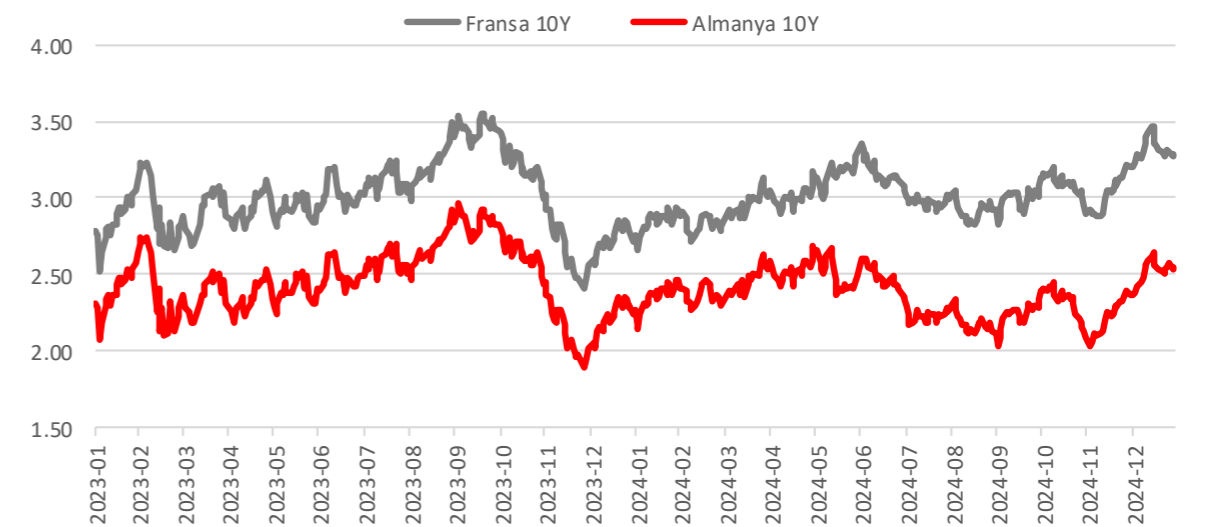
Global yatırım bankalarının AB bölgesi için 2025'te %1,0 büyüme, %2,2 çekirdek enflasyon ve %6,4 işsizlik öngörüyor (Bloomberg). Aynı kurumlar riskler nedeniyle 2025'te DAX'ın yatay hareket etmesini bekliyor. Dolayısıyla, Trump 2.0 riskleri, politik çalkantılar ve rekabetçilik problemleri nedeniyle Avrupa hisse senetleri 2025'te de muhtemelen ABD'nin gerisinde kalacak.

Dax ve STOXX 600 Endeksleri Grafikleri



Kaynak: Bloomberg

Almanya ve Fransa 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirileri Grafikleri



Kaynak: Bloomberg

Değerli metaller ve bitcoin 2025'e olumlu beklentilerle başlıyor

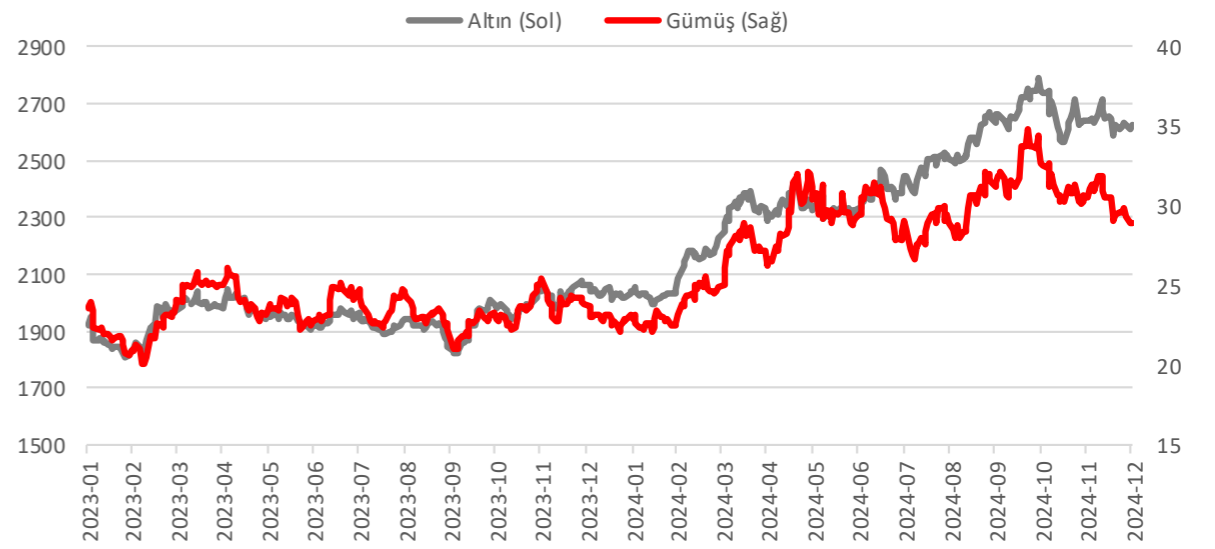
Trump'ın seçilmesinin ardından hafif kâr satışları görse de altın 2024'ü 40 kapanış rekoru ve %27,2 değer artışı ile 2010'dan beri en iyi performansı göstererek tamamladı. Altına destek borsa yatırım fonları ve son üç yıldır, 2010'lu yıllarla kıyaslanamayacak düzeyde alım yapan merkez bankalarından geliyor. Dolar endeksi de özellikle ABD seçimlerinden sonra ivmelenerek 2024 yılını %7 primle sonlandırdı. Jeopolitik risklerin devam etmesi, Trump'ın politikalarının yarattığı belirsizlikler, global bazda borçluluk problemi, merkez bankalarının alımları ve portföylerde çeşitlendirme ihtiyacı değerli metallerin 2025'de de gücünü korumasını sağlayabilir.

Aralık ayıyla beraber, FED'den 2025'e dair faiz indirim beklentileri azalsa da FED'in niceliksel sıkılaştırmayı, 2025'in ilk yarısından başlayarak sonlandırması değerli metaller için yeni bir sayfa açabilir. Bu bekleyişe paralel olarak 2025 sonu için altında fiyat hedefi BofA, Goldman, JP Morgan ve UBS tarafından \$2.900-\$3.000/ons olarak duyuruldu. 2024 yılında Bloomberg Endüstriyel Metaller Endeksi -%1,6 geriledi. Toplam talebin %50'sinin endüstriyel kullanımdan geldiği gümüş de altına kıyasla daha az primliydi. Gümüş, yine de yılı %21,5 prim ve 2020'den beri en iyi yıllık performans ile kapattı.

Uluslararası yatırım bankalarının 2025 sonu için gümüş fiyat tahminleri de ons başına USD33,8 - USD40 aralığında bulunuyor. Altın/Gümüş paritesinin 2022'den beri 75-95 aralığında istikrar kazandığı dikkat çekiyor. Global büyüme beklentilerinde olumsuz bir değişim olmazsa bu oranın 90'lı seviyelerden 75 seviyesine doğru hareketlenmesi değerli metallerdeki alımların kalıcılığını teyit edecektir.

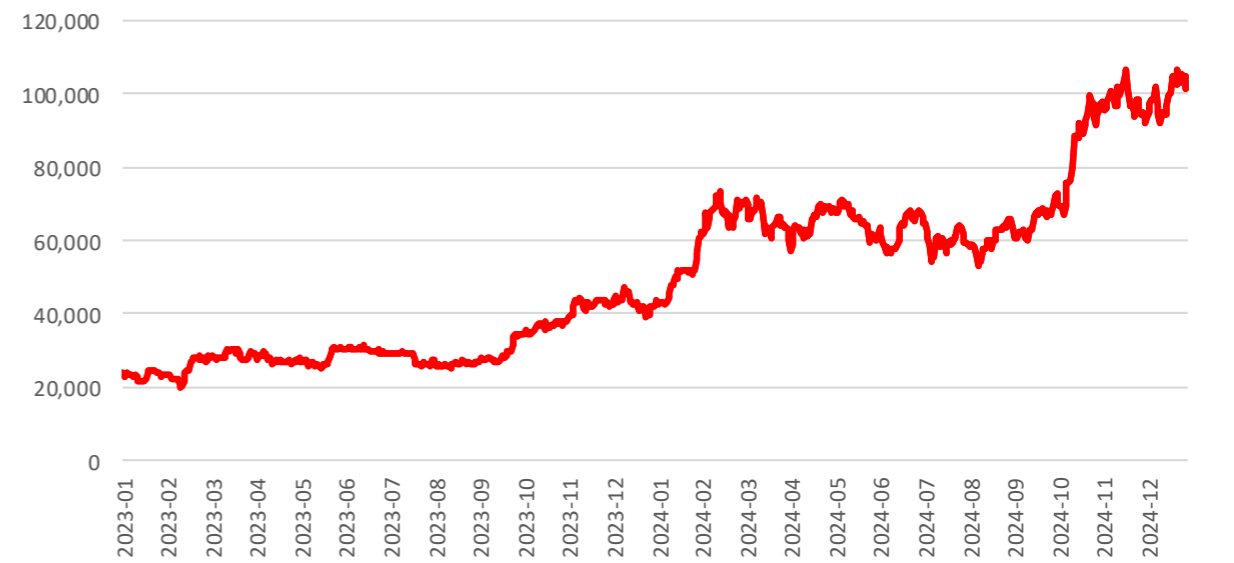
2024 yılının getiri şampiyonu ise Bitcoin oldu. Spot BYF onayları, Fed'in gevşeme sürecine girmesi ve Trump zaferi ile Bitcoin USD108k'nın üzerine çıkarak rekor seviyeye ulaştı. Yılı %120 getiri ile sonlandıran dijital altına dair 2025 beklentileri de kuvvetli. Piyasa bitcoinin 2025'de USD200k civarına ulaşmasını bekliyor. Geçmiş döngülerden gelen rakam ise USD240k kadar çıkıyor (Kaynak: Ark Invest). Beyaz Saray içinde kripto piyasası adına bir pozisyon oluşturulması (Yapay zeka ile beraber) ve cumhuriyetçi partinin kripto piyasasına olumlu bakışı bu tarafta destekleyici olacaktır.

Altın ve Gümüş Günlük Grafikleri (\$/ons)



Kaynak: Bloomberg

Bitcoin Günlük Grafik (\$)



Kaynak: Bloomberg

Banka & Sigorta

Banka kârlarında artışa rağmen getiri potansiyeli sınırlı

BIST-banka endeksi dokuz yıllık zayıf performansın ardından sanayi endeksini 2023'te %20,5, 2023'te %33,9, 2024'te %47,5 ve YbG %0,8 geride bıraktı. Bankaların olumlu ayrışmasının faiz indirim döngüsünün öz kaynak getirine olumlu yansıtacağı ve düşen risk priminin öncelikle banka çarpanlarında bir genişlemeye imkan vereceği beklentisiyle 2025'te de sürebileceğini düşünüyoruz. Ancak bankaların 2025 beklentileri ve mevcut risk değerlendirmeleri dikkate alındığında getiri potansiyeli azalmış görünüyor. Bununla birlikte kârların beklentimizin üzerinde gelişmesi ve / veya CDS'in mevcut seviyeden 50-100 puan gerilemesi değerlemelerimize ek getiri potansiyeli sunabilir. Diğer taraftan aktif kalitesi kaynaklı kâr baskısı enflasyondaki düşüş eğiliminde olabilecek katılıklar baz senaryomuz için aşağı yönlü risk oluşturabilir.

Bankalar için, gelecekteki gelirlerin hisse senedi değeri üzerindeki etkisini yansıtmak amacıyla 'artık gelir değerlemesi' modelini kullanıyoruz. Bu modelde risksiz getiri beklentisini 7 yıllık tahmin dönemi için %20 olarak ve tahmin dönemi sonrası için %12 olarak aldık. Ayrıca hisse senedi risk primini tahmin dönemi için %5,5, nihai dönem için %5,0 olarak belirledik. Son olarak her banka için son beş yılın haftalık getirilerine göre beta hesapladık. Buna göre bankalar için öz sermaye maliyeti tahmin dönemi için %25,2 – %26,3 aralığında ve nihai dönem için %17,0 (beta @1,0x ile) olmaktadır.

Dört büyük bankanın 12 ay ileri F/DD çarpan ortalaması 2021'de 0.2x ile tarihi dibini görüp geçtiğimiz temmuz ayında 1,3x'e kadar yükseldi. Kasım'da 0,8x'e kadar gerileyen ortalama çarpan şu anda 1,1x seviyesinde bulunuyor. Beklentiler dikkate alındığında orta vadede banka değerlemelerinin bu aralıkta gerçekleşmesini makul buluyoruz. Banka değerlemelerinin 2013 öncesi dönemde ulaştıkları 1,5x F/DD çarpanının tekrarlanması için o dönem olduğu gibi kredi artışlarının daha güçlü, öz kaynak getirisinin istikrarlı şekilde enflasyonun üzerinde seyrettiği, ülke risk priminin 200 baz puanının altında istikrar sağladığı ve enflasyonun tek haneli seviyelerde kaldığı bir görünüm gerekebilir kanısındayız.

Banka Özet Değerlemeleri

	Kapanış Fiyatı	12 aylık hedef		Getiri Potansiyeli	Öneri		P.Değ. USD mn	F/K			F/DD			Özkaynak Kârlılığı		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni		2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Albaraka Türk	6.84	8.00	9.50	39%	Endeks Ü. G.	Nötr	501	476	4.3	3.0	2.6	1.0	0.8	0.6	27.5%	30.6%
Garanti Bank	124.60	156.50	180.00	44%	Endeks Ü. G.	Endeks Ü. G.	14,950	14,576	5.8	4.2	3.1	1.6	1.2	0.9	32.6%	33.7%
Halkbank	19.43	18.70	20.40	5%	Nötr	Nötr	4,094	3,888	9.8	4.9	2.9	1.0	0.8	0.6	11.1%	19.5%
Isbank	13.65	17.00	19.40	42%	Endeks Ü. G.	Endeks Ü. G.	9,898	9,505	8.5	4.2	2.8	1.2	0.9	0.7	14.6%	23.8%
TSKB	13.58	17.20	19.50	44%	Endeks Ü. G.	Endeks Ü. G.	1,066	1,059	3.8	2.8	2.3	1.2	0.8	0.6	37.5%	34.8%
Vakıfbank	26.34	26.00	30.30	15%	Endeks Ü. G.	Nötr	7,614	7,275	6.9	4.0	2.9	1.3	1.0	0.7	20.5%	27.5%
Yapı Kredi Bank	29.12	35.40	42.40	46%	Endeks Ü. G.	Endeks Ü. G.	7,256	6,851	8.9	4.5	3.2	1.3	1.0	0.8	15.7%	26.5%

Bankalarda ortalama öz kaynak getirisi 2025 ve 2026'da %30'a yaklaşır

Banka kârlarının 2025'de öngörülerimizin belirgin üzerinde gelmesini makro beklentilerimiz ve bankaların 2025'e dair kendi bütçe hedefleri doğrultusunda zayıf bir ihtimal olarak görüyoruz. TCMB'nin önümüzdeki toplantılarda 250 baz puanlık indirimlerle devam ettirmesini, yılın ikinci yarısında da miktarını azaltmasını beklediğimiz faiz indirimleriyle net faiz marjının genişlemeye devam etmesini, ve böylece banka kârlarının ortalama 2025'te %70 ve 2026'da %40 artmasını (2026'da faiz indirimlerine devam edilmesi ve makro ihtiyati tedbirlerde yumuşama ile) bekliyoruz. Banka kârlarında artışa rağmen, öz kaynak getirisinin 2025'te ortalama enflasyonun hafif altındaki seviyelerde kalması olası görünüyor.

Bankalarda (i) 2025'te yıllık 300 baz puan civarı artışı (2024'teki 300 baz puanlık daralmanın ardından), (ii) TL kredilerde yıllık %30'un biraz altında ve YP kredilerde %15 büyüme sağlanacağını, (iii) 2025'te makro ihtiyati tedbirlerde kayda değer değişiklik olmayacağını, (iv) makro ihtiyati tedbirlerde 2026'da yapılacak yumuşama ve daha küçük adımlarla ilave faiz indirimleri yapılarak banka net net faiz marjının 2026'da yıllık bazda 50-100 baz puanlık artmasını ön görüyoruz.

Buna ek olarak, (v) kredi kartları ve bireyselde takibe dönüşümlerin sürmesini, ayrıca KOBİ kredilerinin kalitesinde de bir miktar bozulmanın gözlenmesini bekliyoruz, bu da net kredi riskini 2025'te ortalama 175-200 baz puana, ve 2026'da da 200 baz puan civarına taşıyabileceğini tahmin ediyoruz, (vi) net komisyonlarda 2025'teki artışın 2024'ün belirgin altında ve ortalama TÜFE artışına yakın olmasını, (vii) enflasyonun gecikmeli etkileri dolayısıyla faaliyet giderlerindeki artışın ise yıllık %50'ye yakın gerçekleşmesini bekliyoruz, (viii) ayrıca 2025'te geride kalan yıl bazı bankalarda gördüğümüz vergi aktifleri olmayacağını, dolayısıyla sektörde efektif oranının yükseleceğini tahmin ediyoruz.

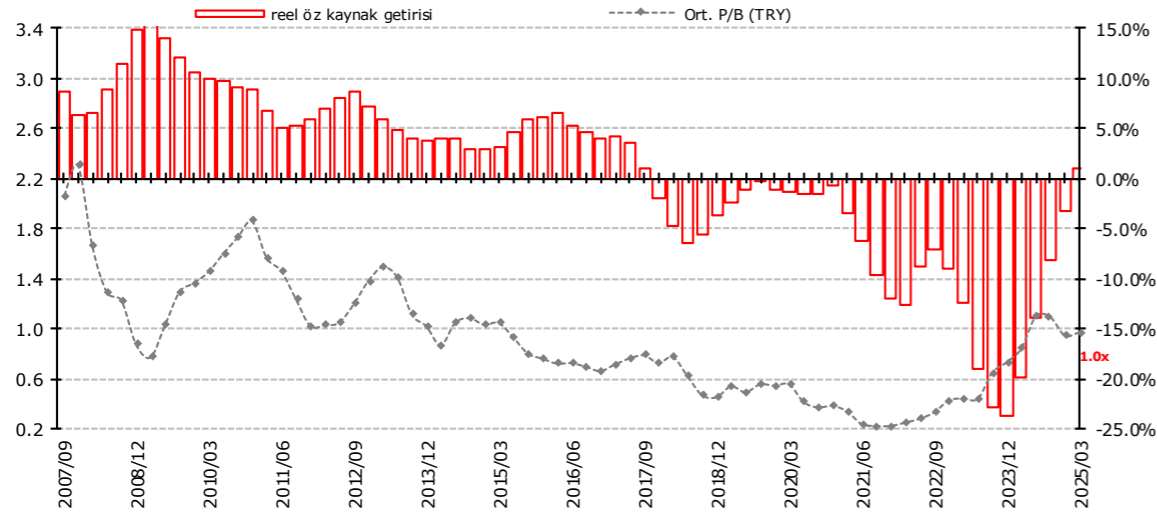
Banka Net Kâr Güncellemeleri (milyon TL)

	2024F		2025		2026		2022	2023T	2024T	2025T	2026T
	eski	yeni	eski	yeni	eski	Yeni					
GARAN	94,000	92,175	151,000	128,000	212,750	170,000	348%	49%	6%	39%	33%
ISCTR*	48,000	41,500	104,800	84,400	176,500	125,000	357%	17%	-43%	103%	48%
YKBNK*	32,000	29,017	71,500	58,000	119,000	80,600	403%	29%	-57%	100%	39%
HALKB	14,300	15,000	33,000	30,000	63,000	50,000	879%	-31%	48%	100%	67%
VAKBN	44,600	39,400	82,000	67,300	127,000	93,300	475%	4%	57%	71%	39%
TSKB	10,000	10,050	13,600	13,600	16,300	16,500	272%	74%	43%	35%	21%
ALBRK	4,500	4,200	5,500	6,000	7,000	7,000	1208%	151%	23%	43%	17%
Toplam	247,399	231,342	461,401	387,301	721,550	542,401	394%	26%	-15%	67%	40%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

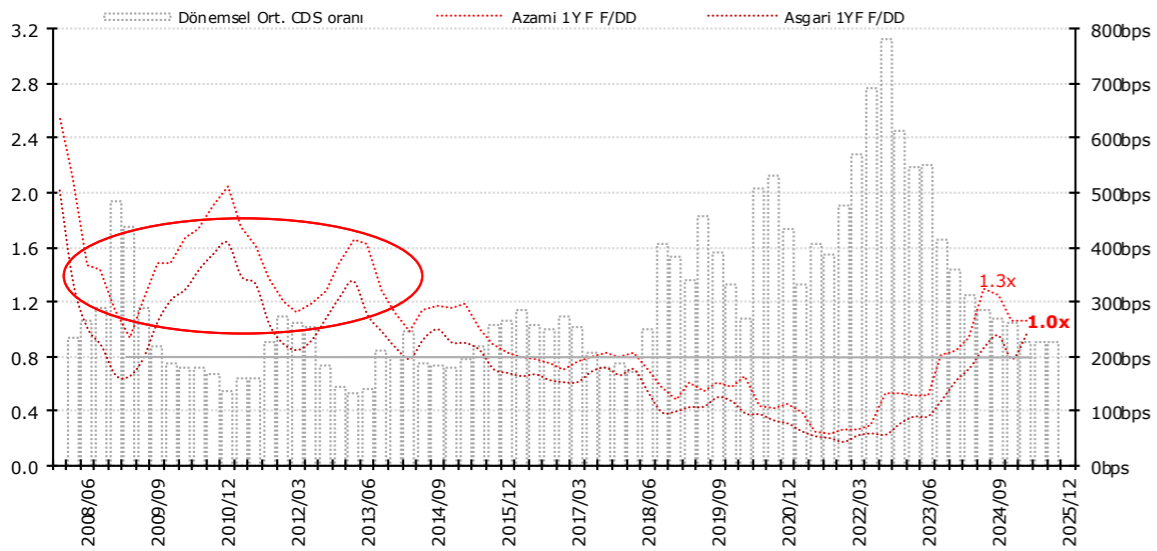
Banka Değerlemeleri

Bankaların 12 ay ileri için tarihsel F/DD çarpanı ve öz kaynak getirisi



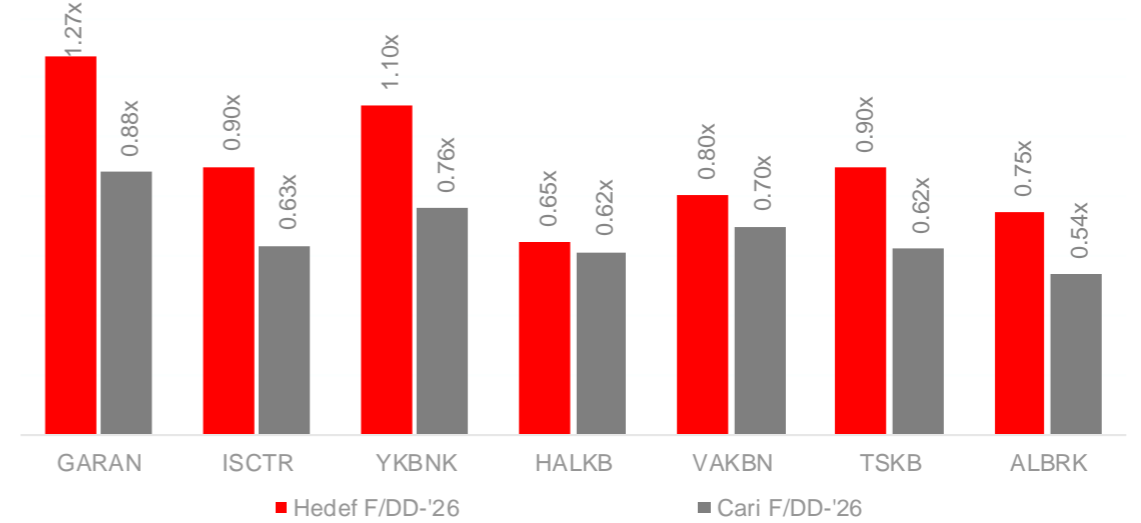
Kaynak: Rasyonet, şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Çarpan genişlemesi CDS'de düşüş ile gelebilir



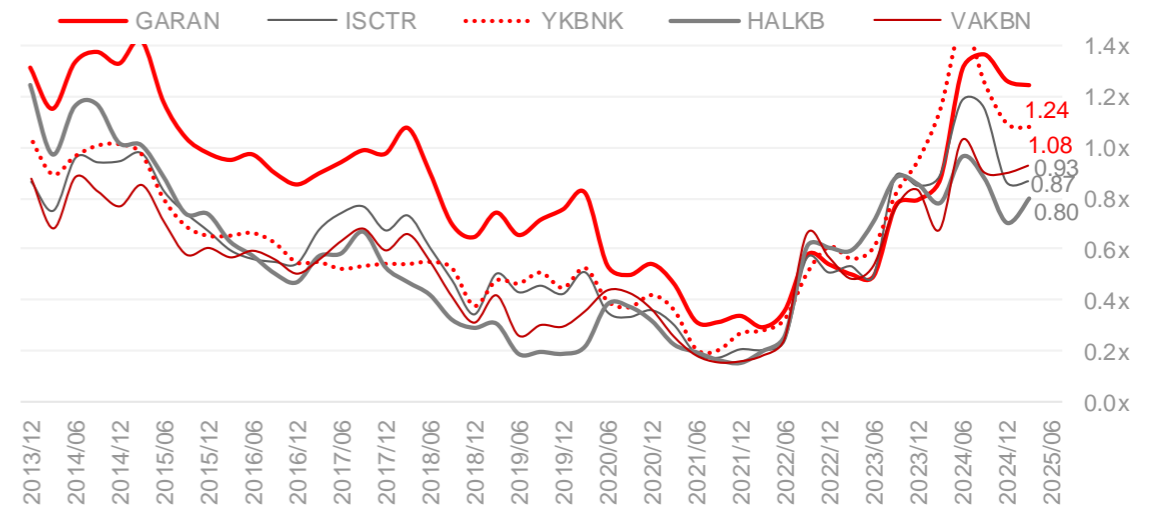
Kaynak: Rasyonet, şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Banka bazında cari ve 12 aylık hedef fiyatın ima ettiği ileri F/DD



Kaynak: Rasyonet, şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Banka 1Y ileri F/DD çarpanı 0.7x- 1.4x aralığında değişken



Kaynak: Rasyonet, şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

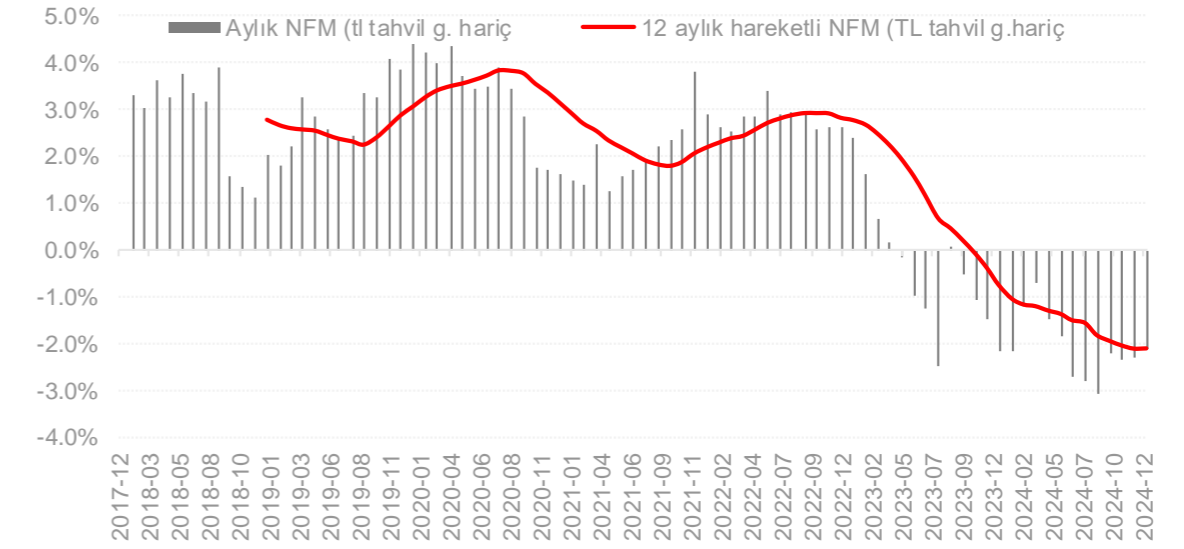
Net faiz marjında güçlenmenin miktarı faiz indirimlerine bağlı olacak

Makro projeksiyonlarımız faizde kademeli düşüş öngörüyor. TCMB'nin faiz indirim sıklığı ve miktarı ile kredi büyümesini ve piyasa likiditesini kontrol etmeye dönük makro ihtiyati tedbirlerin sürmesi bankaların 2025 net faiz marjı gelişimi üzerinde etkili olacaktır. Faiz politikası açısından 2025 yılı nispeten daha rahat bir görünüm sunsa da, fiyatlama davranışlarındaki katılık ya da dışsal faktörlere bağlı zorluklar yılın sonuna doğru daha çok gündeme gelebilir. Baz senaryomuzda TÜFE'nin 2025 sonunda %27,5 ve 2026 sonunda %16 olmasını ve bu senaryo ile uyumlu şekilde kademeli faiz indirimleri ile TCMB faizinin de 2025 sonunda 30,5% ve 2026 sonunda %20,0 olmasını öngördük.

Son çeyrekteki NIM toparlanması sınırlı kaldı. TCMB verilerine göre 2024'ün son çeyreğinde bankalarca verilen kredilerin faizleri önceki çeyreğe kıyasla ortalama TL ticari kredilerde 250 baz puan, tüketici kredilerinde 500 baz puan ve yabancı para kredilerde yaklaşık 40 baz puan azaldı. Diğer taraftan son çeyrekte mevduat faizi yataya yakın seyretti. Kredi portföyünün yeniden fiyatlanmasıyla bu çeyrekte sektörün net faiz marjı artışının 50-70 baz puan arası sınırlı kalacağını, artışın yerli özel bankalarda yabancı ve kamu bankalarına göre biraz daha güçlü olacağını tahmin ediyoruz.

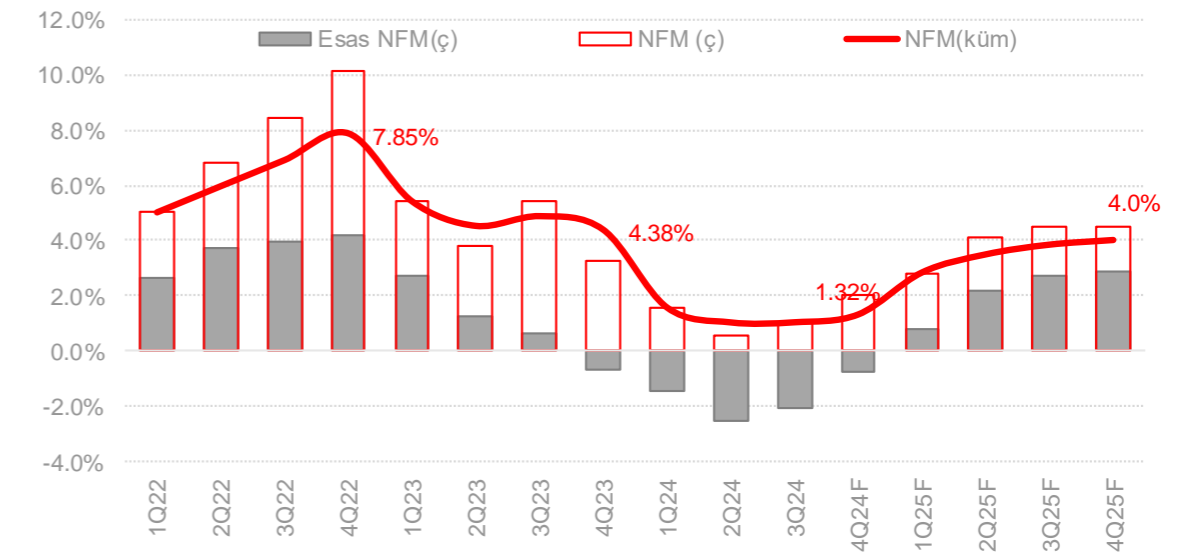
Kredilerde büyüme, önden yüklemeli faiz indirimleri ve makro ihtiyati tedbirlerde yumuşama marja ek katkı sağlar. Son iki çeyrekteki hafif toparlanma ile birlikte bankaların net faiz marjının 2024'te önceki yıla göre 300 baz puanın hafif üzerinde gerilemesini bekliyoruz. Böylece sektörün net faiz marjında son iki yıllık gerileme 650 baz puana ulaşacak. TCMB'nin yıl boyunca ölçülü faiz indirimlerinin olumlu etkisiyle NFM'nin 2025'te 250-300 baz puan arası ve 2026'da 100 baz puana yakın artmasını bekleriz. Net faiz marjındaki toparlanma aylık kredi artış limitlerinin yumuşatılması, ZK oranlarının yıl içerisinde düşmesi durumunda daha güçlü olabilir. Ayrıca enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak TÜFE tahvillerin nominal getirilerindeki düşüş de net faiz marjına olumsuz yansıyacaktır.

Mevduat Bankaları Net Faiz Marjının Aylık Gelişimi



Kaynak: BDDK, Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

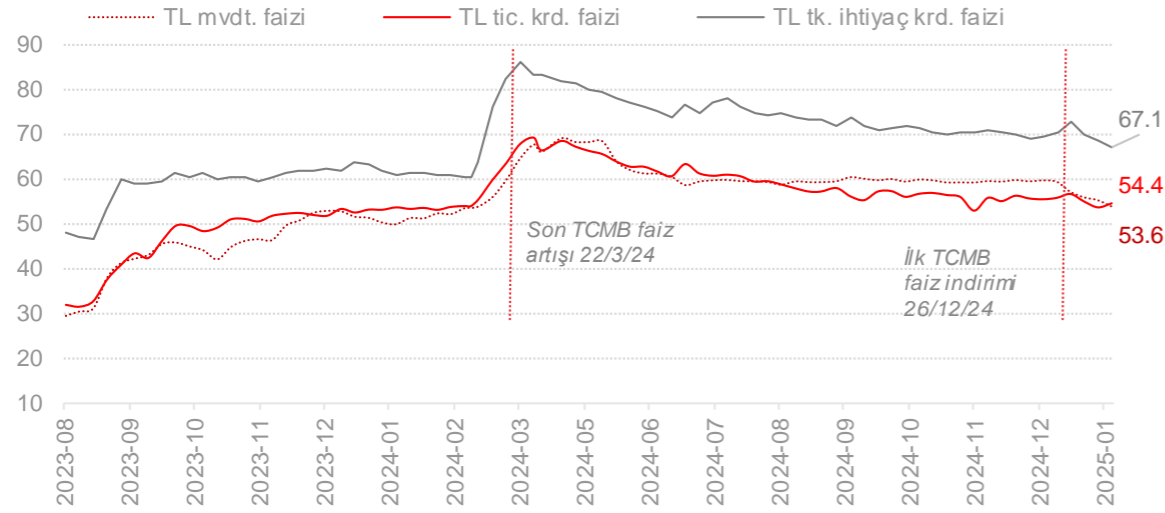
Özel bankalarda çeyrelsel net faiz marjı gelişimi



Kaynak: Şirket finansallar, Ak Yatırım Araştırma

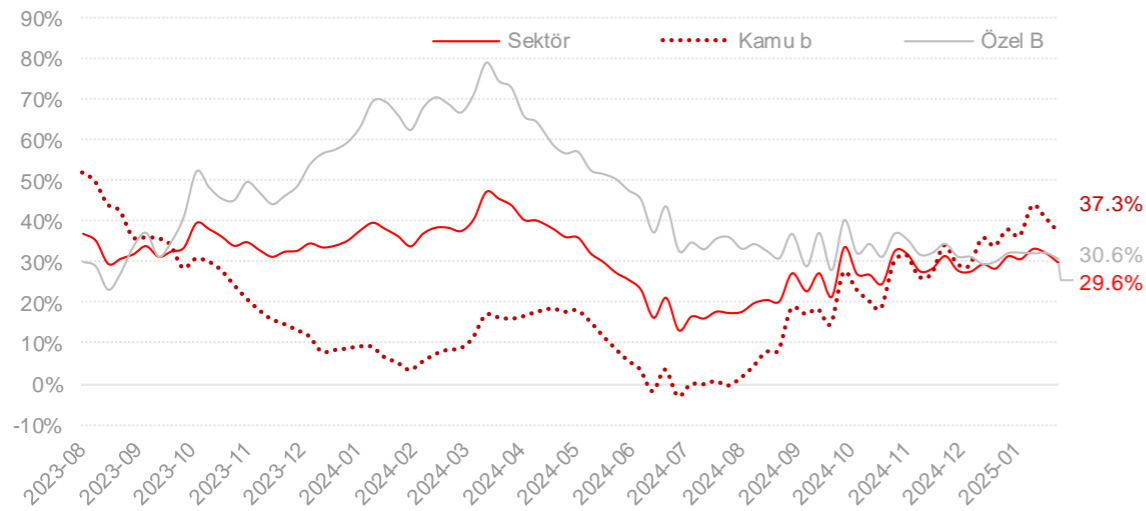
Bankacılık Sektörü Göstergeleri

Aralık faiz indirimi sonrası banka getiri makası bir miktar genişledi



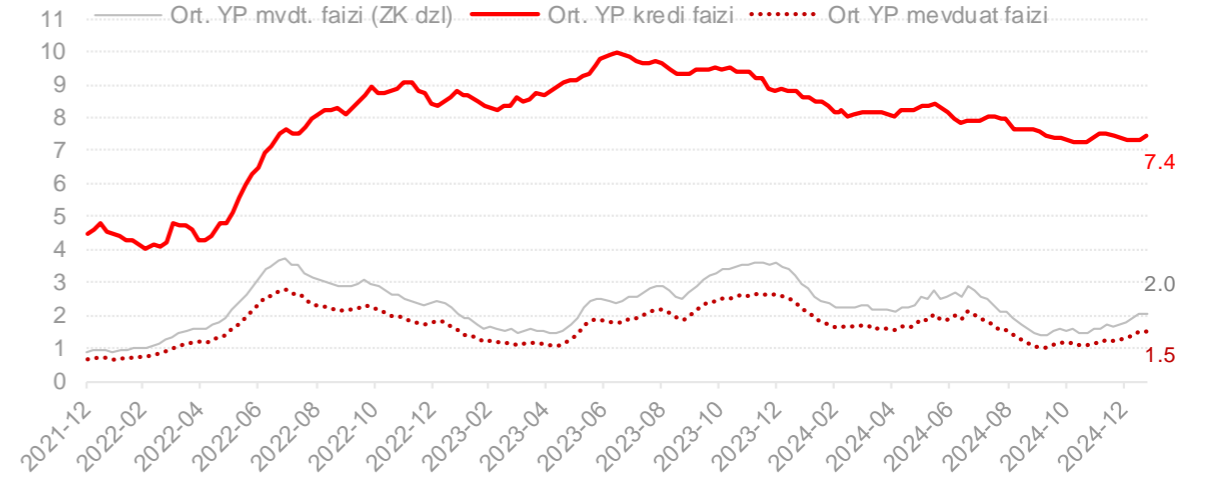
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

13 haftalık yıllıklandırılmış TL kredi artışı %30 civarında istikrarlı



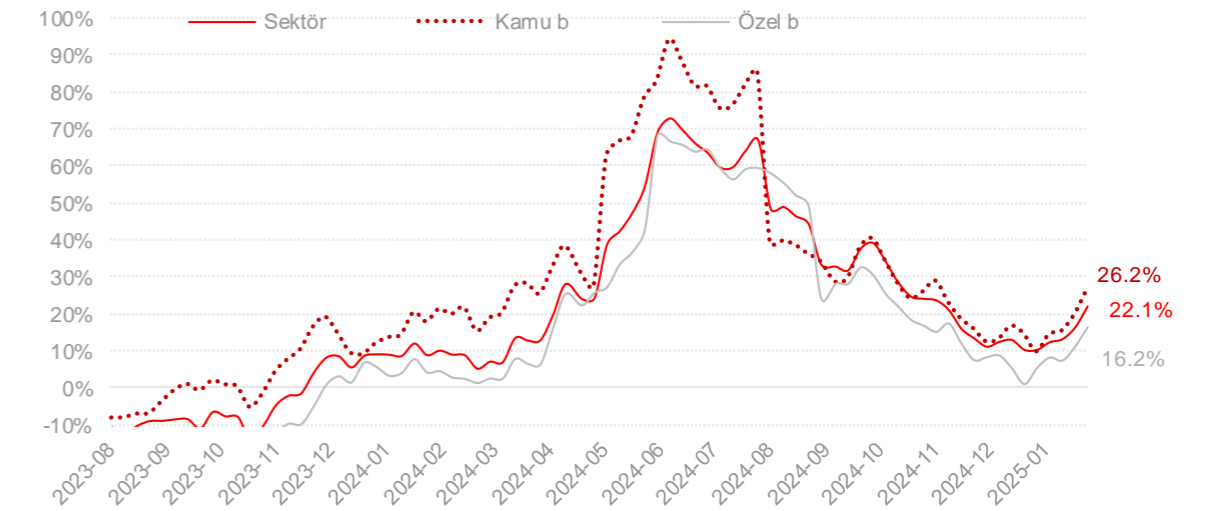
Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

Yabancı para kredilerde faiz gerilese de getiri makası gücünü koruyor



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

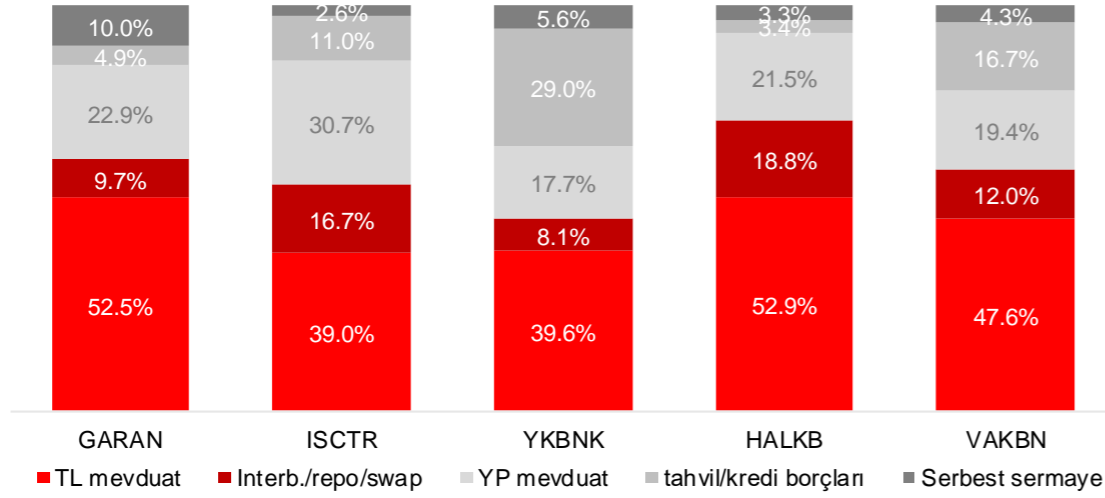
YP kredilerde 13 haftalık yıllıklandırılmış artış 2025 başında yine hızlandı



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

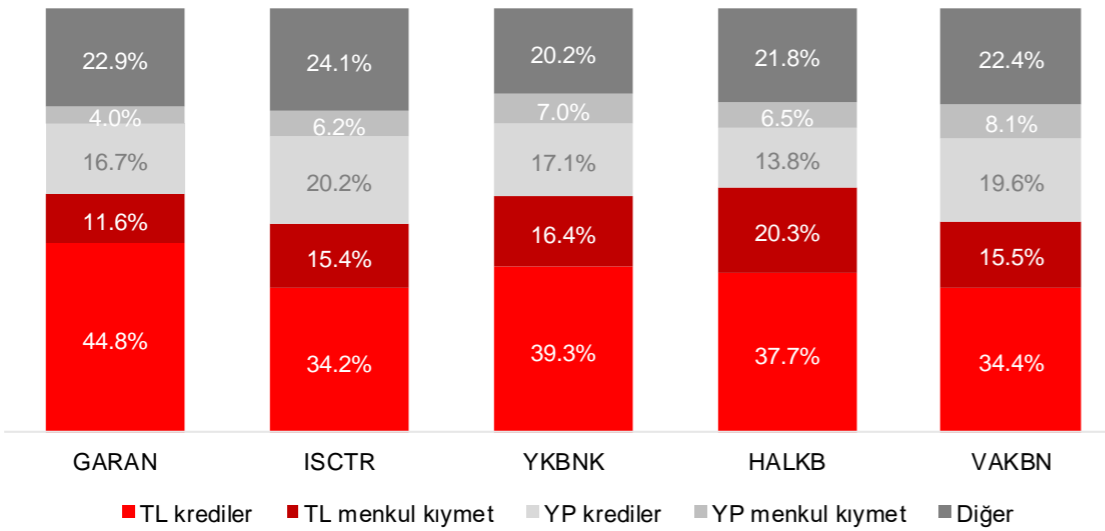
Net faiz marjında banka bazlı ayrışma

Bankaların pasif yapısı



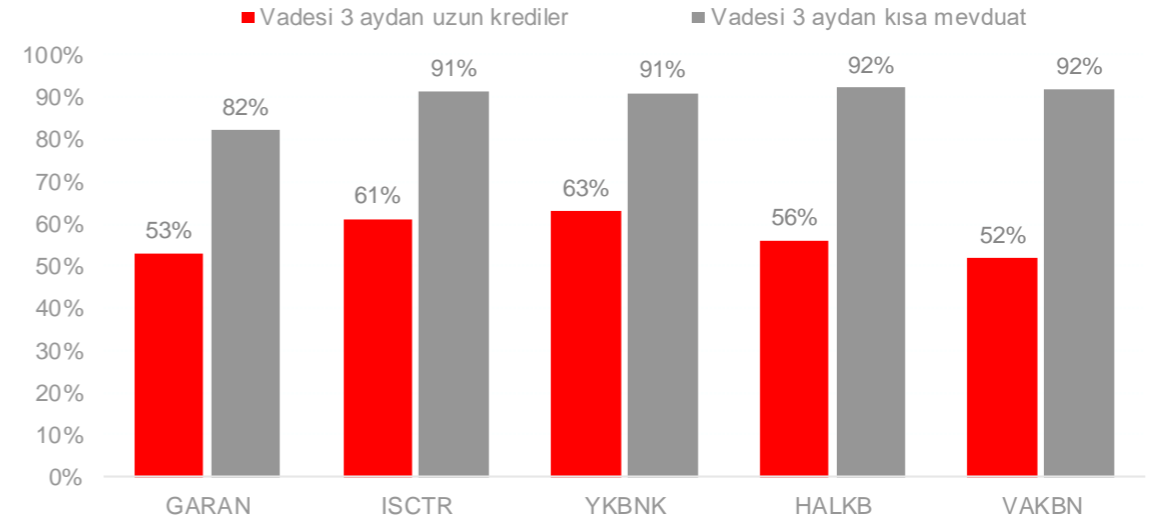
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Araştırma

Bankaların aktif yapısı (faiz getirili aktifler)



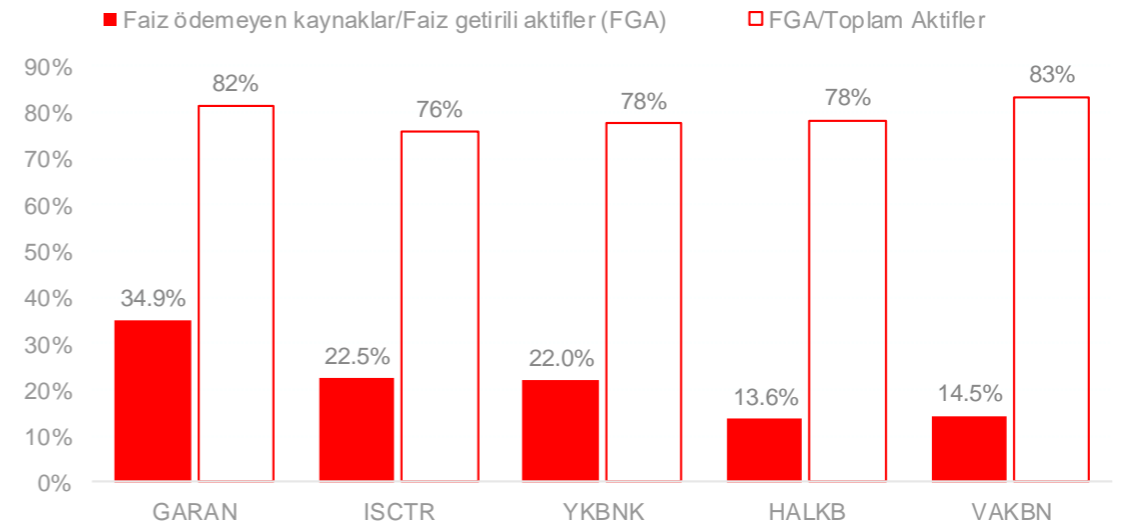
Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Bankalar faiz indirimleri öncesi vadeyi uzatmaya çalışıyor



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

Faizsiz fonlama imkanı net faiz marjı için kritik



Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Aktif kalitesinde bozulma 2025'te daha belirgin hissedilir

Kredi risk maliyeti rekor düşük seviyelerden yükselecek. Özel bankaların ortalama net kredi risk maliyeti pandemiye takip eden 2021-2023 döneminde önceki yıllar ortalaması olan 250 baz puandan 65-80 baz puan aralığına geriledi. Bu düşüşü sağlayan negatif reel faiz oranları, borç yeniden yapılandırılmaları ve güçlü kredi genişlemesi oldu. Parasal sıkılaştırma ile birlikte kredi risk maliyetinin 2024'te 100-125 baz puan aralığında olmasını, 2025'te 175 baz puana, 2026'da ise 200 baz puana ulaşmasını bekliyoruz.

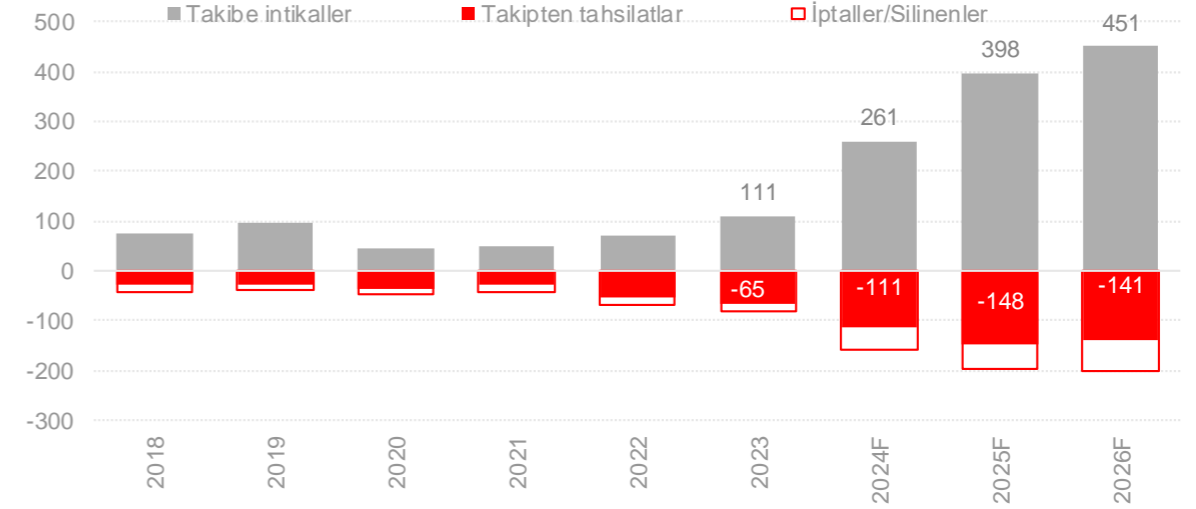
Sorunlu kredi girişleri 2024'te hızlandı. BDDK ve TBB verilerine göre net sorunlu girişini 2022 ve 2023 yılları için 100 milyar TL'nin altında ve 2024'ün ilk dokuz ayı için 104 milyar TL olarak hesaplıyoruz. Son çeyrekle birlikte 2024'te takibe intikallerin (net) 150 milyar TL olmasını ve 48 milyar TL'lik TGA'nın silinmesiyle yıl sonu TGA hacminin 293 milyar TL ve TGA oranının önceki yıla göre 20 baz puan artarak %1,8 olmasını bekliyoruz. (Aktiften silinen TGA olmasaydı, yıl sonunda bu oran %2,1 civarında olacaktı).

Sorunlu kredi oranının 100 baz puan artmasını bekleriz. Kredi koşullarının sıkılaştırılması ve ekonomideki yavaşlamayla birlikte takibe intikallerinin 2025'te net 250 milyar TL, 2026'da ise net 310 milyar TL olmasını bekliyoruz. Takipteki alacaklardan sırasıyla 2025'te 50 milyar TL ve 2026'da 60 milyar TL silineceğini varsayarsak, bankacılık sektörünün sorunlu kredi hacmini 2025 sonu için 493 milyar TL (TGA oranı: %2,3) ve 2026 sonunda 743 milyar TL (TGA oranı %2,8) olarak tahmin ediyoruz.

- Kredi kartlarından takibe dönüşümler hızlandı. BDDK verilerine göre sorunlu kredi kartı borçları 2024 yılında 41 milyar TL artarak yıl sonunda 57 milyar TL'ye ulaştı. Silinen sorunlu kredi tutarının da en az yarısının kredi kartları kaynaklı olabileceğini düşünüyoruz. Kredi kartlarında takibe intikallerin 2025 başı itibarıyla da devam ediyor. Sorunlu krediler için 13 haftalık yıllıklandırılmış artış tüm krediler için %65 ve kredi kartları için %213 düzeyinde bulunuyor.

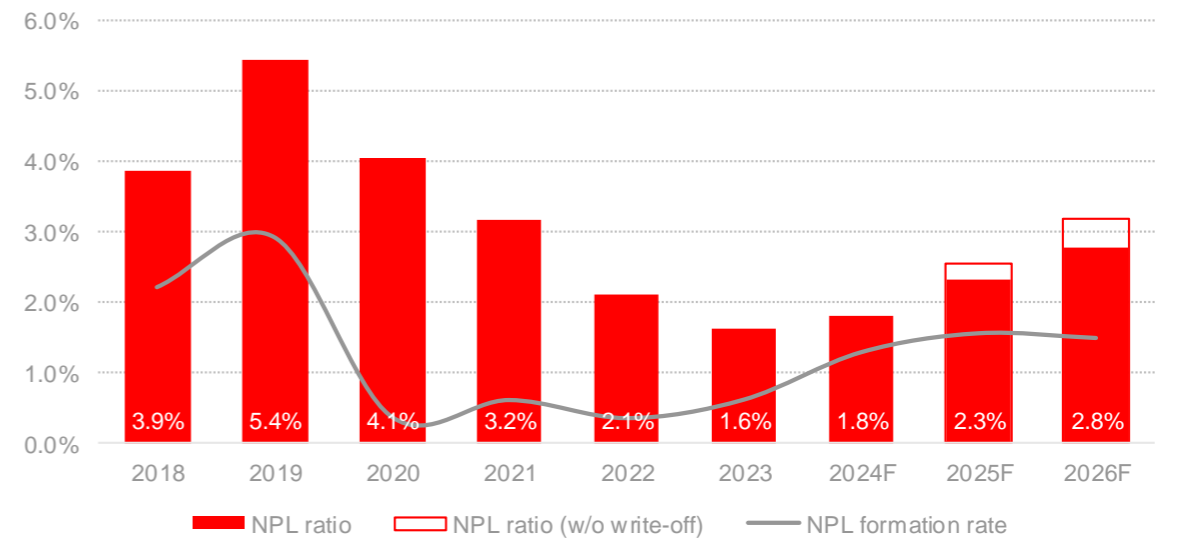
Enerji ve inşaat sektörlerine ait sorunlu kredi toplamı 60 milyar TL ile ticari kredilerdeki tahsili gecikmiş alacakların 1/3'ünden fazlasını oluşturuyor. Bu sektörlerde sorunlu kredi oranı %3,2 ve %3,9 ile ortalamanın üzerinde bulunuyor. Emlak komisyonculuğu da %5,6 ile en sorunlu kredi oranına sahip ve ticari sorunlu kredilerin %5,5'ini oluşturuyor.

Yıllar itibarıyla TGA'ya intikaller ve TGA'dan çıkışlar



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

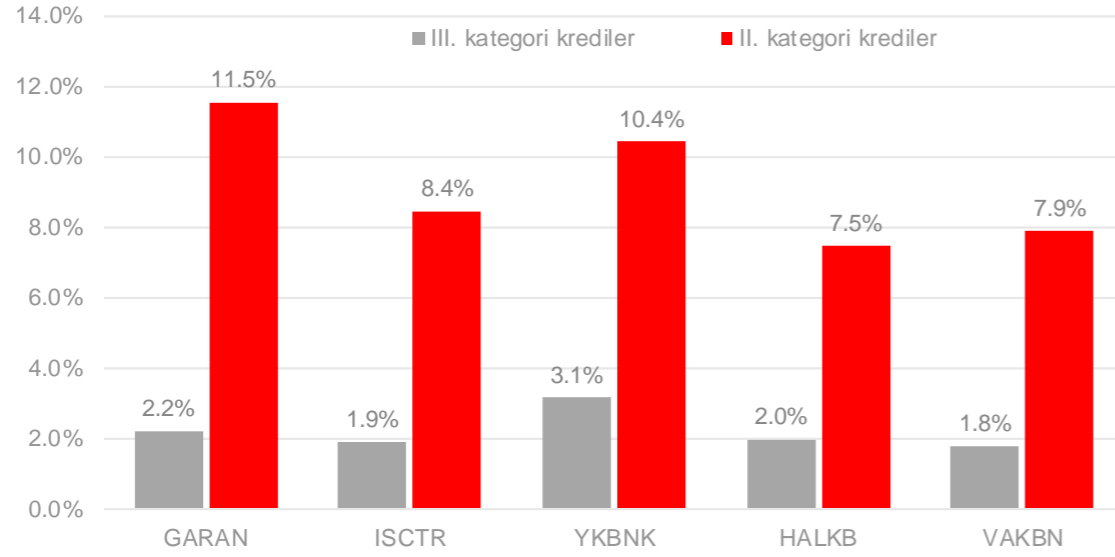
TGA oranı ve TGA oluşum eğilimi



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

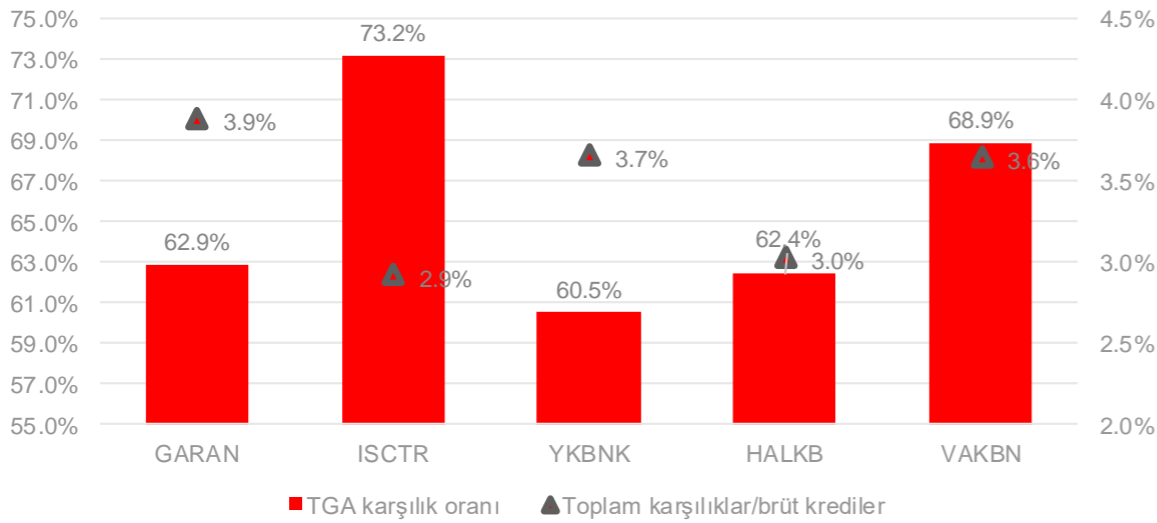
Bankacılık Sektörü Göstergeleri

Riskli kredilerin toplam portföye oranı



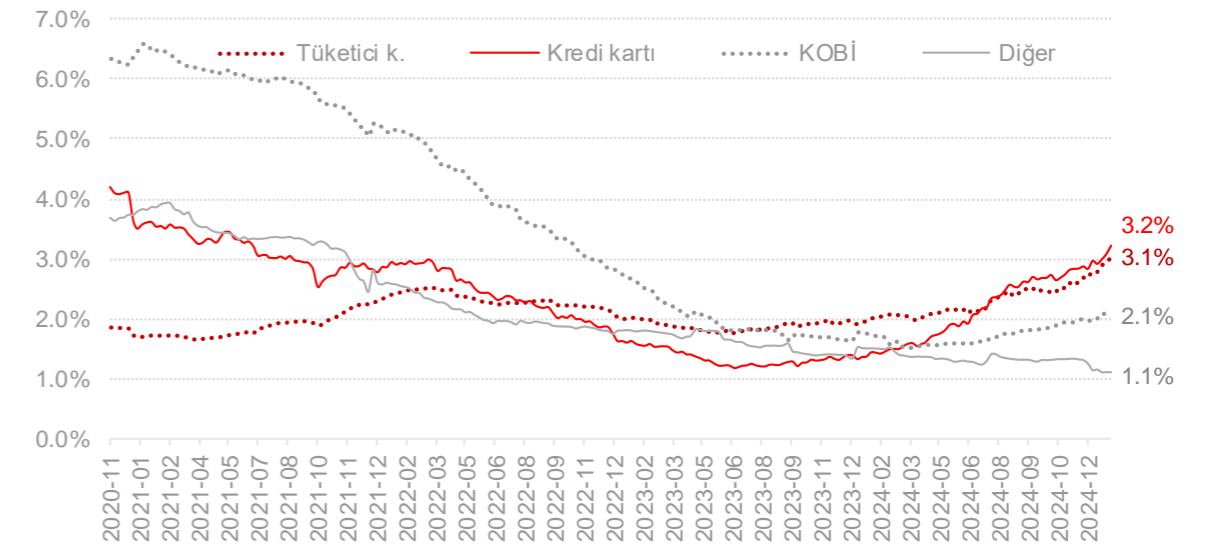
Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Mevduat bankalarında ayrılan karşılıkların kredilere oranı



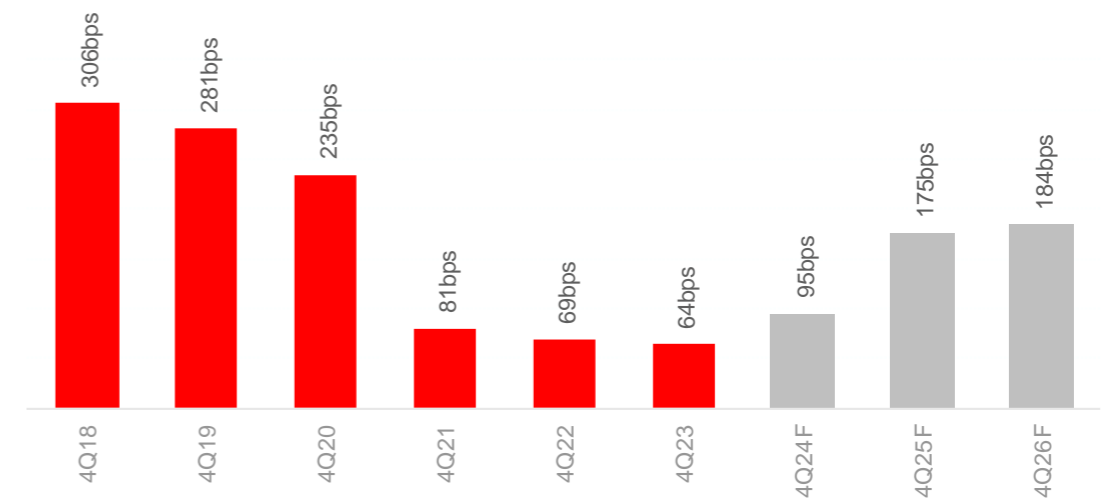
Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Bireysel kredilerde TGA kredi genişleme dönemi öncesine yükseldi



Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Takip edilen bankalarda ortalama net kredi risk maliyeti



Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Enflasyonun gecikmeli etkileri komisyon geliri / faaliyet gideri oranını baskılayacak

Bankalar 2023-2024 döneminde kredi artış limitleri ve faiz sınırlamalarından kaynaklanan marj kayıplarının bir bölümünü komisyon gelirleri ile kısmen telafi etmeyi başardı. Sektör verilerine göre 2024'de net komisyon gelirinde %113 ve faaliyet giderlerinde %73 artış oldu (2024 ortalama yıllık TÜFE artışı: %58,5). Araştırma kapsamındaki örneklem özel banka grubunda da bu kalemlere ilişkin 2024'deki artışların ortalama aynı düzeyde olduğunu hesaplıyoruz.

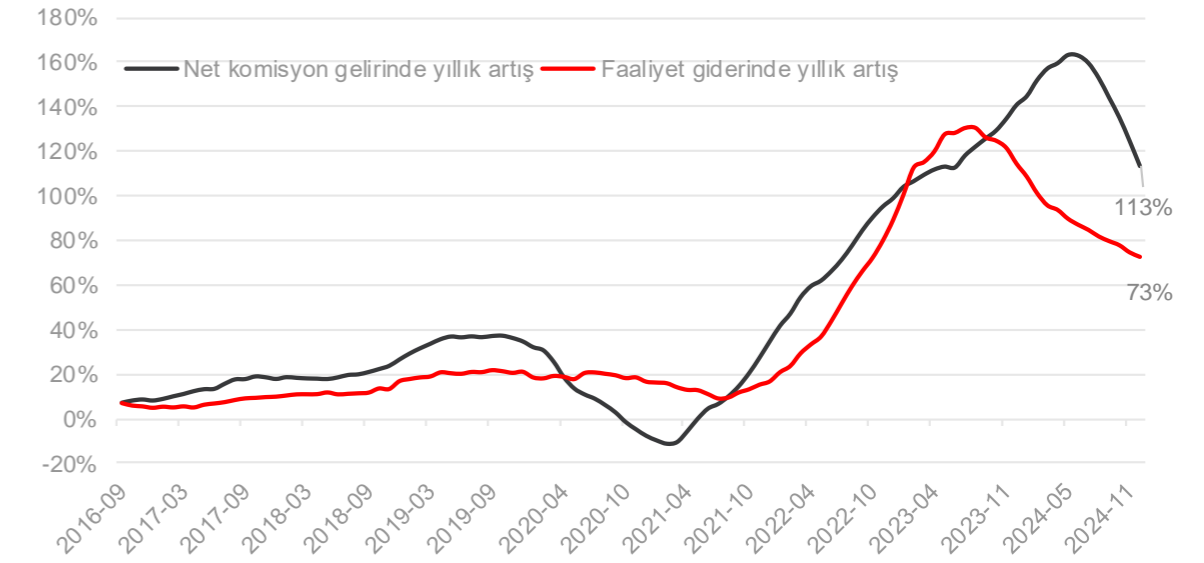
2024'te net ücret ve komisyonlara en güçlü destek kredi kartlarından geldi. Bu grupta, gerek enflasyonun etkisi, gerek nakit para kullanımının azalması gerekse de artan politika faizine bağlı ücretlendirme artışları büyümeyi destekledi. Böylece kredi kartları kaynaklı komisyon gelirleri 2024'te yıllık %183 ile toplam net komisyon geliri artışını belirgin şekilde geçti.

Sektörün faaliyet giderlerinde ise enflasyonist etkiler yanında 2023 yılında deprem bağışları ve 2024 yılında EYT'li personelin birikmiş kıdem ve izin tazminatlarının etkisiyle son iki yıldır enflasyonun üzerinde artışlar gördük. Ancak yine de son üç yılda komisyon gelirlerindeki yıllık artışlar, faaliyet giderlerindeki artışları güçlü bir şekilde geçti ve bankacılık sektöründe komisyon gelirlerinin / faaliyet giderlerine oranı ortalama %45 seviyelerinden %80'lere kadar yükseldi

2025 yılı görünümünde kredi kartları kaynaklı komisyon geliri artışı faiz indirimlerinin etkisi, ihtiyari tüketimin azalması ve aktif kalitesinde bozulma sonucu harcama limitlerinin sıkılaştırılması gibi sebeplerle 2024'teki kadar güçlü olmayacaktır. Ayrıca ticari kredi artışında da aylık sınırlamaların süreceğini öngörüyoruz. Bu nedenle komisyon geliri artışının ortalama %42 gibi yıllık ortalama enflasyona daha yakın ama üzerinde gelmesini bekleriz. Buna karşılık bankaların faaliyet giderleri tarafında geçmişe dönük endekslemenin etkilerinin 2025'te daha belirgin hissedeceğini özellikle kira ve teknoloji alımı gibi uzun vadeli hizmet alımlarındaki kontrat yenilemeleri nedeniyle yıllık artışın komisyon geliri artışına yakın hatta belki hafif üzerinde olacağını düşünüyoruz.

Buna bağlı olarak 2025 bankaların üç yılın ardından komisyon geliri/faaliyet gideri rasyosu artış beklemediğimiz bir yıl olarak dikkat çekiyor.

Parasal sıkılaştırma sonrası komisyon gelir artışı faaliyet giderinin üzerinde



Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Bankalarda komisyon gelirlerinin faaliyet giderine oranı tarihi zirvede



Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Araştırma

TL kredilerde artışın yıllık ortama enflasyonun altında kalmasını bekliyoruz

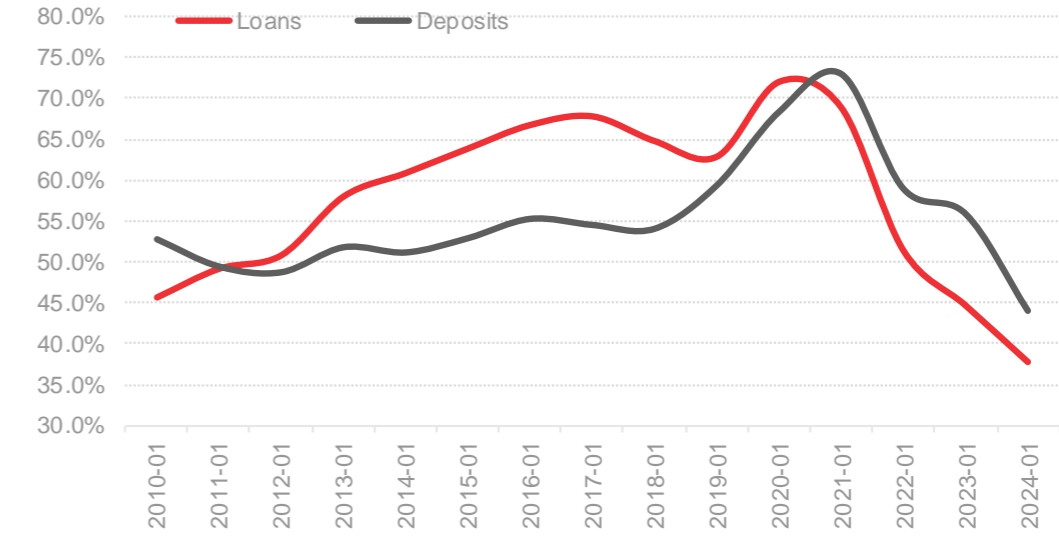
Yüksek enflasyonun etkileri ve finans dışı sektörün borçlarını azaltmasıyla banka kredilerinin toplam GSYH içindeki payı 2020 sonundaki %72 seviyesinden 2024 sonunda %38'e düştü. Aynı zamanda kredi kompozisyonu da değişti. Özellikle hızla değişen alışveriş trendleri ve banknot dolaşımındaki gerileme, toplam kredi kartı kredilerinin toplamdaki payını 2020'deki %6 ve 2023 sonundaki %13'ten, 2024 sonunda %15'e çıkardı. Ticari kredilerin payı üç yıl önceki %78 seviyesinden 2024 sonunda %72'ye geriledi.

2024'te kredi büyümesi %37'nin biraz üzerinde gerçekleşti. Özellikle TL krediler, TCMB'nin aylık büyüme limitinin etkisiyle önceki yıla göre %29 ile son üç yılın en zayıf artışını kaydetti. 2021 ortasından 2023 sonuna kadar dolar bazında dörtte bir oranında daralan YP krediler ise 2024 yılında yaklaşık %30 oranında artarak 2021 ortası seviyelerine geri döndü.

Öte yandan toplam mevduat artışı (önceki üç yılın tersine) 2024 yılında kredi büyümesinin altında gerçekleşti. Döviz korumalı mevduatın döviz yatırım fonu ve/veya TL mevduata dönüşmesiyle döviz mevduatının toplam içindeki payı yaklaşık %40 düzeyine geriledi. TL mevduattaki yıllık artış ise %38 oldu.

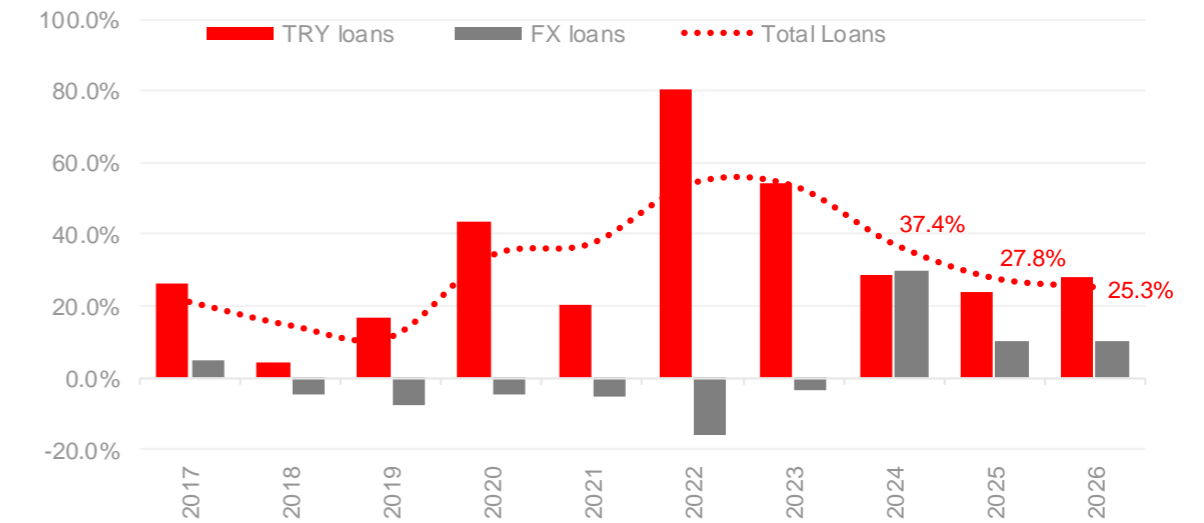
2025 yılında kredi büyümesinin TL tarafında %30'un hafif altında, YP tarafında ise dolar bazında %15 civarında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Mevduatta ise büyümenin TL için %27, YP mevduat için (ABD Doları bazında) %7,5 olacağını tahmin ediyoruz. Kamu bankaları sermaye yeterlilik oranlarının göreceli olarak daha düşük olması nedeniyle kredi artışında daha muhafazakar davranabilir. 2025 yılında yıllık artışın kredi kartlarında ve taksitli tüketici kredilerinde ortalama enflasyonun üzerinde, diğer kalemlerde düşük yüzde yirmili seviyelerde olmasını bekliyoruz.

Kredi mevduatın toplam GSYİH içindeki payı



Kaynak: BDDK, TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Yıllık kredi artışları

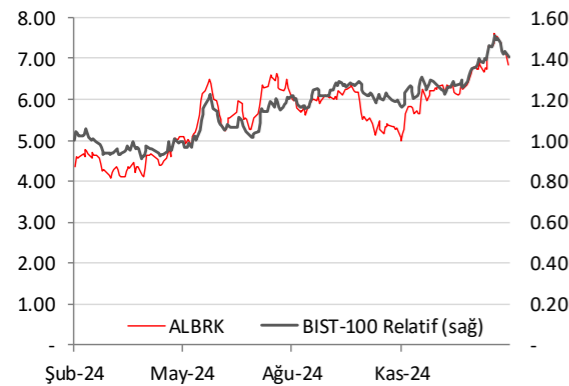


Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Araştırma

Albaraka Türk

Bloomberg Kodu	ALBRK TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	9.50
Güncel Fiyat, TL	6.84
Getiri Potansiyeli	39%
Halka Açıklık Oranı	38%
Piyasa Değeri, mn TL	17,100

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	13,413	11,834	16,934	20,253
Net Kâr, mn TL	3,429	4,200	6,000	7,000
Özkaynak, mn TL	13,387	17,595	23,595	31,733
Toplam Aktif, mn TL	232,169	301,030	376,283	448,605
Ort. FKA, mn TL	180,538	260,989	326,956	398,965
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	1.8%	1.6%	1.8%	1.7%
Ort. Özk. Karlılığı	31.9%	27.1%	29.1%	25.3%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	62.3%	-11.8%	43.1%	19.6%
Net Kâr, y/y	151.1%	22.5%	42.9%	16.7%
Özkaynak, y/y	64.9%	31.4%	34.1%	34.5%
Toplam Aktif, y/y	58.7%	29.7%	25.0%	19.2%
Ort. FKA, y/y	42.8%	44.6%	25.3%	22.0%
Değerleme Verisi				
F/K	2.5	4.1	2.8	2.4
F/DD	0.6	1.0	0.7	0.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	0.9%	29.1%	61.7%	6.4%
AÖİH, mn TL	4.0%	17.3%	43.4%	7.0%
	88	83	108	88



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Albaraka Türk hisse fiyatı için 12 aylık fiyat hedefimizi %19 artışla 9,50 TL seviyesine yükselttik. Hisse yıllık getiride banka sektör endeksinin üzerinde %62 getiri sağladı. Güçlü hisse performansının ardından enflasyonda düşüşün etkisini rakiplere göre sınırlı bulduğumuzdan yatırım görüşümüzü 'Nötr' olarak güncelliyoruz. 12 aylık fiyat hedefimiz için ima edilen 2026 F/DD oranı 0,75x seviyesinde ve bankanın tarihi en yüksek 1 yıl ileri F/DD oranı 0,86x'de bulunuyor.

Albaraka Türk, son üç yıldaki yüksek enflasyon döneminde ortalamanın üzerinde öz kaynak getirisi ile olumlu ayrıştı. Bu performans, katılım payı marjı ya da komisyon geliri artışından değil bilançonun iki ayrı hesabında takip edilen konut, AVM ve ofis yatırımları ile işlenmiş gıda sektöründe faaliyet gösteren iştirakinden sağladığı yüksek yeniden değerlendirme gelirlerinden geldi. Banka bu sayede son üç yılda %45-38 aralığında öz kaynak getirisi sağlamakla kalmadı ayrıca, son üç yılda öz kaynaklarının yaklaşık 1/3'ü büyüklüğünü aşan toplam 5,4 milyar TL serbest karşılık ayırdı.

Albaraka'nın enflasyonun gerileme sürecinde gayrimenkul yatırım portföy getirisinin gerileyebileceğini, katılım payı marjının ise mevduat bankalarına kıyasla gecikmeli artabileceğini düşünüyoruz. Bankanın iş yapısı gereği perakende kredilerinin toplam içerisindeki payı %10 düzeyindeyken, özel mevduat bankalarında bu oran kredilerin 1/3'ünü aşıyor. Bankanın aylık kredi büyüme sınırına tabii olmayan bu kalemdaki büyümesi sınırlı kaldığı için toplam TL kredi artışının da 2024 ve 2025'te sektör ortalamasının altında kalacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca katılım bankacılığında artan kamu rekabeti, reel faiz artışı ile birlikte artan fonlama maliyetleri ve ticari kredilerdeki aylık büyüme sınırlamaları bankanın esas net kâr payı marjında özel bankalardakine yakın düzeyde, 360 baz puan civarında bir daralmaya neden oldu.

Albaraka Türk'ün 2024'te de 7,5 milyar TL varlık değerlendirme geliri (önceki yıla göre %15'in hafif altında artış) elde ederek, bunun 2,0 milyar TL'sini serbest karşılık olarak ayırdıktan sonra 4,2 milyar TL net kâr sağlamasını diğer taraftan 2025 ve 2026 yıllarında enflasyona ve sektör koşullarına bağlı olarak gayrimenkul değerlendirme katkısının TÜFE'nin belirgin altında %10-15 aralığında olacağı ve serbest karşılık ayrılmayacağı varsayımıyla net kârın 6,0 ve 7,0 milyar TL ve öz kaynak getirisinin %30 ve %25 düzeyinde olması beklenebilir.

Hisse senedi endeks ağırlığı düşük kalsa da Albaraka Türk BİST30 katılım endeksinde yer alan tek finans şirketi olma özelliği ile kurumsal yatırımcıların yakından takip ettiği hisseler arasında yer alıyor. Hissede kurumsal yatırımcı payı 2019 sonunda %30'dan 2024 başında %55'e ve 2025 başı itibarıyla %68'e yükseldi. Bununla birlikte, hisse nispeten küçük halka açık piyasa değeri (200 milyon doların altı) ve işlem hacmi (3 aylık dönemin günlük ortalaması 3 milyon doların altında) ile fiyatta dalgalanma riski taşıyor.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

Garanti Bankası

Bloomberg Kodu	GARAN TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	180.00
Güncel Fiyat, TL	124.60
Getiri Potansiyeli	44%
Halka Açıklık Oranı	14%
Piyasa Değeri, mn TL	523,320

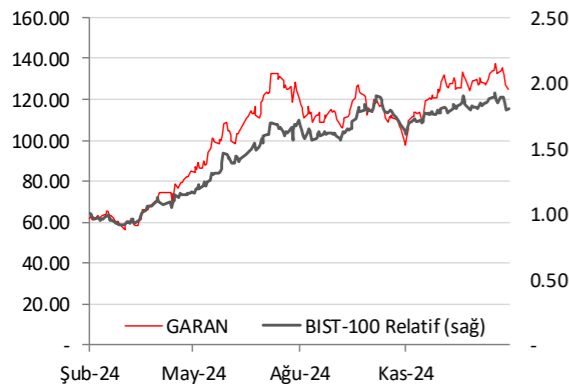
Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	102,633	107,054	203,217	266,014
Net Kâr, mn TL	87,332	92,175	128,000	170,000
Özkaynak, mn TL	244,797	329,926	443,926	594,276
Toplam Aktif, mn TL	1,930,055	2,607,672	3,422,348	4,124,199
Ort. FKA, mn TL	1,415,117	2,093,594	2,715,541	3,384,195

Kârlılık	2023	2024	2025T	2026T
Ort. Aktif Karlılığı	5.7%	4.1%	4.2%	4.5%
Ort. Özk. Karlılığı	43.9%	32.1%	33.1%	32.7%
Temettü Verimi	5.4%	3.2%	2.7%	3.7%

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T
Düz. NFK, y/y	11.7%	4.3%	89.8%	30.9%
Net Kâr, y/y	49.3%	5.5%	38.9%	32.8%
Özkaynak, y/y	60.3%	34.8%	34.6%	33.9%
Toplam Aktif, y/y	67.5%	35.1%	31.2%	20.5%
Ort. FKA, y/y	57.8%	47.9%	29.7%	24.6%

Değerleme Verisi	2023	2024	2025T	2026T
F/K	1.9	4.5	4.1	3.1
F/DD	0.7	1.3	1.2	0.9

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-3.5%	18.0%	103.9%	0.2%
BİST-100 Relatif	-0.5%	7.3%	80.8%	0.7%
AOİH, mn TL	3,388	2,975	2,507	3,365



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Garanti için 12 aylık fiyat hedefini %15 artışla 180,00 TL olarak güncelledik. Hissede yatırım görüşümüzü 'Endeks Üzeri Getiri' olarak koruyoruz. Bulduğumuz hedef değer 2026 F/DD çarpanı olarak 1,27x seviyesini ima ediyor. Garanti Bankası'nın son on yıl için 1 yıl ileri F/DD oranı ise en yüksek 1,4x oldu. Garanti hissesi özellikle mart ayından net faiz marjı gelişim (sektördeki 300 baz puanlık daralmaya karşı 160 baz puan daralma) sonra BİST'den ve sektöründen olumlu ayrıştı.

Garanti'nin 2024'te net kârı 92,2 milyar TL ve öz sermaye getirisini %33 oldu. Özsermaye getirisi neredeyse rakiplerin iki katına ulaştı. Bankanın 2025'te 128,1 milyar TL (%34 öz kaynak getirisi) ve 2026 yılı için 163,5 milyar TL net kâr (%32 öz kaynak getirisi) ile yine rakiplerinin önüne geçeceğini öngörüyoruz. Garanti'nin 2024'de olumlu ayrışmasında, sektörde net faiz marjı 300 baz puanın üzerinde daralırken, daralmayı 160 baz puan düzeyinde tutması belirleyici oldu. Bankanın öz kaynak getirisini 2025'te de %34 ile rakiplerin üzerinde öngörüyoruz (Garanti'nin kendi bütçe hedefi %30-32 aralığı).

Net faiz marjının daha iyi yönetilmesi maliyetsiz kaynağın payının emsallerine göre daha yüksek olması ve faiz artırım döngüsü döneminde krediler ile mevduat arasındaki vade süresinin kılmasından kaynaklandı. Garanti faiz indirim döngüsü öncesi vadelerini uzatmaya başladı. , Yönetim, net faiz marjının her çeyrek artarak 2025'te 300 baz puan genişlemesini hedefliyor. Garanti, 2025'te 15 puanlık faiz indirimi, sonraki iki PPK toplantısında daha küçük adımlar bekliyor. Bu tahmin ve Ocak ayında sağlanan marj genişlemesinin 4Ç24'den fazla olduğu bilgisi dikkate alınırsa yönetimin yönlendirmesi makul görünüyor.

2024'de yıllık %50 güçlü TL kredi artışı (sektördeki %29'luk büyümeye karşılık) ardından Garanti, 2025'te ortalama TÜFE civarında (yaklaşık %33-34) sektörün üzerinde büyüme hedefledi Kredi portföyünün yüzde 60'ının TCMB'nin kredi düzenlemesi kapsamı dışında olduğunu belirten yönetim, kredi kartı kredilerinin de genel kredi büyümesini destekleyeceğini ifade etti.

4Ç24'te yeniden sınıflandırılan kurumsal krediye ilişkin karşılıkların serbest bırakılması ve tahsilatların hızlanmasıyla Garanti'nin net kredi risk maliyeti 2024'te 89 baz puana geriledi. Yönetim, 2025'te bu oranın 200-250 baz puan civarında olacağını öngörüyor. Garanti, benzer bankalar arasında %3,9 ile en yüksek kredi karşılık oranına sahip görünüyor. Bankada 2025 için 180 baz puan ve 2026 için 205 baz puan net kredi risk maliyeti öngörüyoruz ve özellikle 2026 için olumlu bir sürpriz ihtimali olabilir. Yüksek karşılık oranı sayesinde, aktif kalitesinde bozulmanın beklentiyi aşması durumunda özkaynak getirisinde düşüş tahminlerimize göre sınırlı kalır.

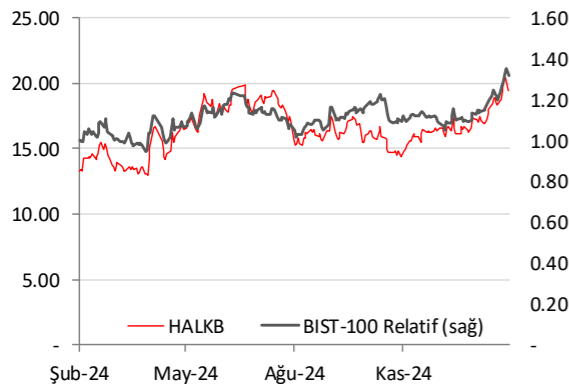
Kredi kartı üye işyeri ücretleri (ana kalem) faiz indirimi döngüsü sırasında baskı altında kalacak. Bu nedenle, Garanti'nin 2025 yılı için ortalama TÜFE'ye yakın ılımlı bir ücret artış beklentisi var (yıllık %40 büyümeye tahminimize kıyasla). Garanti, enflasyonun işletme maliyetlerine yansımından kaynaklanan bir risk de görüyor. Banka, net ücret/işletme maliyeti oranının 2024'teki %101'den %80 – 85 aralığına düşmesini bekliyor. Bu, ücret artış tahminimize göre işletme maliyetlerinde yıllık yaklaşık %65 artış anlamına geliyor.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

Halkbank

Bloomberg Kodu	HALKB TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	20.40
Güncel Fiyat, TL	19.43
Getiri Potansiyeli	5%
Halka Açıklık Oranı	9%
Piyasa Değeri, mn TL	139,600

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	25,174	15,985	83,432	130,733
Net Kâr, mn TL	10,112	15,000	30,000	50,000
Özkaynak, mn TL	128,406	141,739	176,984	226,984
Toplam Aktif, mn TL	2,195,287	2,973,582	3,659,360	4,397,194
Ort. FKA, mn TL	1,801,659	2,484,465	3,140,851	3,861,417
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	0.6%	0.6%	0.9%	1.2%
Ort. Özk. Karlılığı	9.3%	11.1%	18.8%	24.8%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	-59.6%	-36.5%	421.9%	56.7%
Net Kâr, y/y	-31.5%	48.3%	100.0%	66.7%
Özkaynak, y/y	42.9%	10.4%	24.9%	28.3%
Toplam Aktif, y/y	57.7%	35.5%	23.1%	20.2%
Ort. FKA, y/y	67.5%	37.9%	26.4%	22.9%
Değerleme Verisi				
F/K	8.5	9.3	4.7	2.8
F/DD	0.7	1.0	0.8	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	12.4%	31.2%	47.2%	19.9%
AOİH, mn TL	15.9%	19.3%	30.5%	20.6%
	772	770	951	753



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Halkbank için 12 aylık fiyat hedefini %9 atıyla 20,40 TL olarak güncelledik ve hissede yatırım görüşümüzü 'Nötr' olarak koruduk. Hissede hedef değerini ima ettiği 2026T F/DD çarpanı 0,65x düzeyinde bulunuyor. Hissenin son 10 yılda gördüğü en yüksek 12ay ileri F/DD çarpanı ise 1,0x düzeyinde bulunuyor. Bankanın öz kaynak getirisinin 2024'de %10'un hafif üzerinde ve 2025, 2026 döneminde %20-%25 aralığında, sektör ortalamasının altında olmasını bekliyoruz. Halkbank hisse getirisi son bir yılda BİST-100'ü geçmekle birlikte, banka endeks getirisinin altında kaldı. Hissede halka açık piyasa değeri 330 milyon dolarla diğer bankaların altında bulunuyor.

Halkbank yeniden fiyatlamaya kalan gün sayısı açısından araştırma kapsamımızdaki bankalar arasında en yüksek negatif vade uyumsuzluğuna sahip görünüyor. Bankanın ayrıca yüksek nominal faiz döneminde daha çok katkı sağlayan serbest kaynağı oransal olarak daha düşük düzeyde bulunuyor. Buna karşılık bankanın nispeten düşük seyreden sermaye yeterlilik rasyosu nedeniyle 2024 kredi artışının özellikle TL tarafta tek haneli düzeyde kaldığını tahmin ediyoruz. Bankanın 2025 ve 2026 yıllarında da sektöre göre daha muhafazakar bir kredi artışı sağlamasını bekleriz. Vade yapısı bankanın net faiz marjını olumlu etkilerken, kredi büyümesinin zayıf kalması ters yönde etki yapabilir.

Halkbank'ın faiz getirili aktiflerinin yüzde 40'a yakını TL kredilerden ve bu tutarın da %48'i KOBİ, %39'u kurumsal/ticari ve geri kalan %12'si perakende kredilerden oluşuyor. Bankanın kredi portföyünün getirisi yüksek getirili perakende kredilerin payının düşüklüğü ve sübvans edilen bazı ticari krediler nedeniyle sektör ortalamasının gerisinde kalıyor. Banka 3Ç24'te KOBİ kredilerinin %39'unu oluşturan ve faiz maliyetinin yarısı Hazine tarafından üstlenilen kooperatif kredilerinde faiz ayarlaması yaptı. Bunun özellikle 4Ç24'te de net faiz marjı üzerinde olumlu etkisi olmasını bekliyoruz. Fonlama tarafında ise Halkbank hem TL mevduat hem de kısa vadeli swap ve repo fonlamanın payı açısından diğer bankaların önünde yer alıyor. Kısa vadeli fonlama yapısının TCMB faiz indirim sürecinde daha hızlı bir maliyet uyarlanması sağlayacağını tahmin ediyoruz.

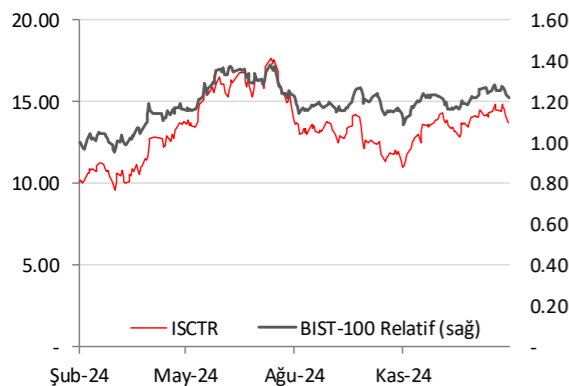
Bankanın 2024'de önceki yıla göre net faiz marjı daralmasının 100 baz puan ile sektördeki 300 baz puan daralmanın oldukça altında kalacağını tahmin ediyoruz. Buna karşılık 2025 ve 2026 yıllarında da net faiz marjındaki artışın sektöre göre düşük kredi büyümesi ve TÜFE tahvil etkisinin görece büyük olması nedeniyle sektörün bir miktar altında kalacağını öngörüyoruz.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

İş Bankası

Bloomberg Kodu	ISCTR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	19.40
Güncel Fiyat, TL	13.65
Getiri Potansiyeli	42%
Halka Açıklık Oranı	31%
Piyasa Değeri, mn TL	341,250

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	79,296	25,953	114,842	171,274
Net Kâr, mn TL	72,265	41,500	84,400	125,000
Özkaynak, mn TL	267,797	304,946	411,499	537,976
Toplam Aktif, mn TL	2,453,783	3,307,745	4,218,715	5,069,996
Ort. FKA, mn TL	1,694,257	2,611,374	3,384,289	4,170,648
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	3.7%	1.4%	2.2%	2.7%
Ort. Özk. Karlılığı	31.5%	14.5%	23.6%	26.3%
Temettü Verimi	5.6%	2.1%	-	2.5%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	-0.5%	-67.3%	342.5%	49.1%
Net Kâr, y/y	17.4%	-42.6%	103.4%	48.1%
Özkaynak, y/y	39.9%	13.9%	34.9%	30.7%
Toplam Aktif, y/y	74.2%	34.8%	27.5%	20.2%
Ort. FKA, y/y	59.9%	54.1%	29.6%	23.2%
Değerleme Verisi				
F/K	2.3	8.2	4.0	2.7
F/DD	0.6	1.1	0.8	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-3.1%	14.2%	37.0%	0.8%
BİST-100 Relatif	-0.1%	3.8%	21.4%	1.4%
AOİH, mn TL	7,374	6,520	5,409	7,353



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

İş Bankası için 12 aylık fiyat hedefimizi bilanço-yu takiben güncelleyerek %14 artışla 19,40 TL seviyesine yükselttik. 'Endeksin Üzerinde Getiri' görüşümüzü koruyoruz. Hissenin hedef fiyatı üzerinden 2026T F/DD'yi 0,9x olarak hesaplıyoruz. Hissenin son on yılda en yüksek 12 aylık F/DD çarpanı ise 1,2x seviyesini gördü.

İş Bankası dört özel banka arasında 2024'te en düşük getiri-yi sağladı. Hissenin geçen yıl zayıf kalması marj baskısının sektöre göre daha sert hissedilmesinden ve en büyük iştiraki olan Şişe Cam'ın faaliyet performansındaki gerilemeden kaynaklandı. Öyle ki 2024/9'da bankacılık faaliyetleri zarar kaydederken dönem net kârı tamamen iştirak değerlendirme kazancından, 7 milyar TL serbest karşılığın çözülmesinden ve vergi aktifinden geldi.

Son çeyrekteki toparlamaya rağmen İş Bankası'nın esas net faiz marjının 2024'te 2023'e kıyasla yaklaşık 330 baz puana yakın düşeceğini (esas net faiz marjı en çok azalan iki banka arasında), 2025'te ise dört bankanın ortalamasına paralel 400 baz puan artacağını tahmin ediyoruz. Net faiz marjının bu denli belirgin düşmesinde toplam içerisinde TL kredilerin görece düşük ve kısa vadeli TL fonlamanın görece yüksek paya sahip olması, TL kredilerinin payının rakip bankalara göre düşük kalması ve sıkışma sürecindeki uygulamalarının düşük vadeli fonlama yapısını daha belirgin etkilemesi öne çıkıyor. Buna karşılık, faiz indirimlerine geçilmesiyle birlikte bankanın net faiz marjında toparlanmayı daha hızlı göreceğini tahmin ediyoruz.

İş Bankası'nın 2024'ü 41,5 milyar TL net kâr ve %10'un hafif üzerinde zayıf bir öz kaynak getirisi ile tamamlamasını bekliyoruz. Banka için 2025 ve 2026 yıllarına ilişkin net kâr tahminlerimiz 84,4 milyar TL ve 125 milyar TL düzeyinde ve öz kaynak getiri beklentilerimiz %24 ve %26 düzeyinde bulunuyor.

İş Bankası, benzer bankalar arasında en düşük oranda teminatsız kredi kartı ve ihtiyaç kredisi toplamına ve en yüksek oranda yabancı para krediye sahip banka olarak dikkat çekiyor. Aktif kalitesindeki bozulma bireysel tarafta başladığından, bu durum İş Bankası'nın kısa vadede aktif kalitesindeki bozulmanın sektöre göre daha ılımlı seyretmesini sağlayabilir. Bankanın kredi risk maliyeti 2024/9'da benzer banka ortalamasının hafif üzerinde 93 baz puan olarak gerçekleşti (2023'te 59 baz puan). Banka'nın 2024 için net kredi risk maliyetinin 100 baz puanın altında kalacağını, 2025 ve 2026 için 130 baz puan ve 165 baz puan ile sektör ortalamasının (175baz puan ve 200 baz puan) altında kalacağını tahmin ediyoruz.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

TSKB

Bloomberg Kodu	TSKB TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	19.90
Güncel Fiyat, TL	13.58
Getiri Potansiyeli	47%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	38,024

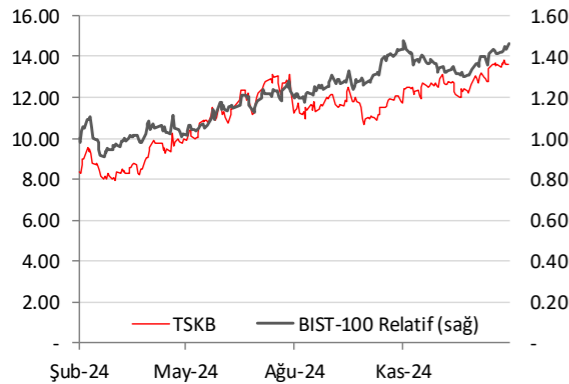
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	11,933	12,902	18,034	22,107
Net Kâr, mn TL	7,041	10,050	13,600	16,500
Özkaynak, mn TL	21,412	32,231	45,832	60,972
Toplam Aktif, mn TL	176,884	230,689	305,639	370,100
Ort. FKA, mn TL	136,777	193,091	254,589	323,852

Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	4.8%	4.9%	5.1%	4.9%
Ort. Özk. Karlılığı	41.2%	37.5%	34.8%	30.9%
Temettü Verimi	-	-	1.3%	3.6%

Büyüme				
Düz. NFK, y/y	58.3%	8.1%	39.8%	22.6%
Net Kâr, y/y	73.6%	42.7%	35.3%	21.3%
Özkaynak, y/y	67.5%	50.5%	42.2%	33.0%
Toplam Aktif, y/y	53.0%	30.4%	32.5%	21.1%
Ort. FKA, y/y	41.9%	41.2%	31.8%	27.2%

Değerleme Verisi				
F/K	2.2	3.8	2.8	2.3
F/DD	0.7	1.2	0.8	0.6

Hisse Verileri				
Nominal Getiri	6.2%	12.6%	62.1%	11.1%
BİST-100 Relatif	9.4%	2.4%	43.7%	11.8%
AOİH, mn TL	302	277	269	301



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

TSKB'nin 12 aylık fiyat hedefini %13 artışla 19,50 TL'ye yükselttik ve 'Endeksin Üzerinde Getiri' önerimizi koruyoruz. Hisse için 12 aylık fiyat hedefinin ima ettiği 2026 F/DD oranı 0.90x ve hisselerin en yüksek tarihsel 1 yıllık F/DD oranı 1.24x seviyesinde bulunuyor. Banka ayrıca en yüksek öz kaynak getirine rağmen bankalar arasında en düşük F/DD çarpanına sahip görünüyor.

Aslen, yatırımlarda kayda değer bir artış olmadıkça TSKB'nin bankacılık performansında güçlü bir yükseliş zor görünüyor. Bununla birlikte banka faizde yükseliş döneminde mevduat bankalarına göre daha korunaklı bir bilançoya sahipti. Bunu sağlayan (i) fonlamanın tamamına yakını ve varlıkların $\frac{3}{4}$ 'ünün yabancı para cinsinden olması, (ii) ortalama aktif vadesinin 5 yıl ve ortalama fonlama vadesinin 11 yıl olması, (iii) fonlamanın %85'inin «Çevresel, Sosyal, Yönetişim» temasıyla sağlanması; kredilerin %92'sinin sürdürülebilir kalkınma temalı projeleri verilmesi oldu. TSKB'nin 2025 beklentilerinde, genel yatırım artışını sınırlı görmemiz nedeniyle kredi artışının ve bilanço yapısı nedeniyle marj genişlemesinin sınırlı olmasını bekliyoruz.

TSKB'nin 2024'te 10 milyar TL'nin hafif üzerinde net kâr ve %38 düzeyinde öz kaynak getirisi sağlamasını bekliyoruz. Bankanın 4Ç24'te 250 milyon TL serbest karşılık ayırarak toplam serbest karşılık tutarını 2 milyar TL'ye (öz kaynak tutarının %6'sı) çıkaracağını tahmin ediyoruz. TSKB'nin net kârının 2025 ve 2026'de 13,6 milyar TL ve 16,5 milyar TL ve buna göre öz kaynak getirisinin %35 ve %31 olmasını bekliyoruz. TSKB 2020'lu yıllardan bu yana öz kaynak getirisini sektör ortalamasının üzerinde tutmayı başardı ve bu fark özellikle 2024 yılında rekor düzeye ulaştı. Ekonomide istikrarın sağlanmasıyla öz kaynak getirisinin mevduat bankalarına yakınsamasını bekleriz.

Özgün kredi yapısı nedeniyle şirketin aktif kalitesinin sektör ortalamasından güçlü kalacağını tahmin ediyoruz. Ancak sektör bazı dönemsel sıkıntılar TGA'da ve kredi risk maliyetinde zaman zaman sıçrama yaratabiliyor. Önceki iki yılda takibe dönüşen kredi tutarı 3 milyar TL (2,5 milyar TL) olurken 2024/9'da 0,3 milyar TL (net -0.1 milyar TL) oldu. TSKB'nin kredi risk maliyetinin sınırlı karşılık ve daha yüksek tahsilat nedeniyle 2024'te -40 baz puan (2023: 124 baz puan) olmasını, 2025 ve 2026 yıllarında da 50 baz puanın altında kalarak sektörden olumlu ayrışmasını bekliyoruz.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

Vakıfbank

Bloomberg Kodu	VAKBN TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	30.30
Güncel Fiyat, TL	26.34
Getiri Potansiyeli	15%
Halka Açıklık Oranı	6%
Piyasa Değeri, mn TL	261,185

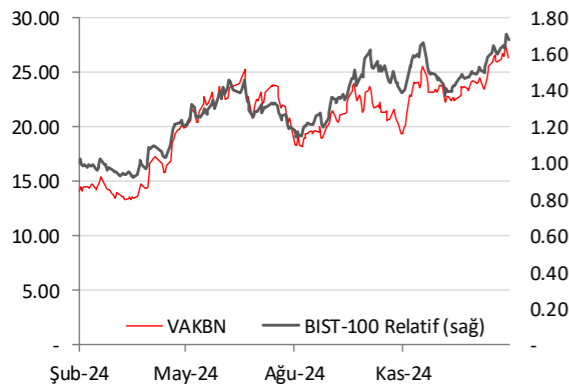
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	65,893	82,267	164,889	229,075
Net Kâr, mn TL	25,046	39,400	67,300	93,300
Özkaynak, mn TL	171,428	213,351	280,651	373,952
Toplam Aktif, mn TL	2,796,634	3,810,503	4,851,217	5,797,614
Ort. FKA, mn TL	2,094,201	3,169,311	4,183,813	5,150,295

Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	1.1%	1.2%	1.6%	1.8%
Ort. Özk. Karlılığı	18.0%	20.5%	27.2%	28.5%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme				
Düz. NFK, y/y	-16.3%	24.8%	100.4%	38.9%
Net Kâr, y/y	4.3%	57.3%	70.8%	38.6%
Özkaynak, y/y	60.2%	24.5%	31.5%	33.2%
Toplam Aktif, y/y	66.4%	36.3%	27.3%	19.5%
Ort. FKA, y/y	67.8%	51.3%	32.0%	23.1%

Değerleme Verisi				
F/K	4.4	6.6	3.9	2.8
F/DD	0.6	1.2	0.9	0.7

Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	8.7%	29.6%	86.0%	13.0%
AOİH, mn TL	12.0%	17.8%	64.9%	13.6%
	663	672	801	671



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Vakıfbank'ın 12 aylık fiyat hedefini %17 artışla 30,30 TL'ye yükselttik ve hissede görüşümüzü 'Nötr' olarak güncelledik. Belirlediğimiz hedef fiyat 2026 F/DD için 0.80x seviyesini ima ediyor. Son 10 yılda Vakıfbank'ın 12 ay ileri F/DD'si en yüksek 1.0x'i gördü. Vakıfbank son bir yılda en yüksek getiri sağlayan ikinci banka oldu.

Vakıfbank'ın hisse performansının olumlu ayrışması sektördeki düşüş eğiliminin aksine bankanın 2024'te öz kaynak getirisini 300 baz puan artışla %20,5'e çıkarmasından kaynaklanıyor. Hatta banka serbest karşılık ayırmamış olsa öz kaynak getirisi %22,5 olacaktı. Vakıfbank'ın 2024'te 4,0 milyar TL karşılık ayırıp 39,4 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz. Bankanın kredi portföyünün görece daha kısa vadeli olması Vakıfbank'a faizlerin artış döneminde portföy getirisini artırma imkanı sağladı. Böylece bankanın net faiz marjının 2024'de, sektördeki 300 baz puan üzeri daralmaya kıyasla yatay kalmasını bekliyoruz.

Buna karşılık, bankanın yeniden fiyatlamaya kalan gün sayısı açısından negatif vade uyumsuzluğu eylül sonu itibarıyla da rakiplerinden kısa görünüyor. Faizlerin düştüğü bir senaryo da vade yapısının net faiz marjındaki artışı bir miktar yavaşlatması beklenebilir. Ayrıca gerileyen enflasyonla birlikte bankanın TÜFE'ye endeksli tahvil getirisi de düşecektir. Vakıfbank 265 milyar TL'lik TÜFE tahvil portföyü ile eylül sonu itibarıyla bankalar arasında ikinci sırada yer alıyor. TÜFE tahviller bankanın faiz getirili aktiflerinin %8'ini, öz kaynaklarının 1.3 katını oluşturuyor. Vakıfbank için 2025 ve 2026 yılı net kâr beklentimiz 72,5 milyar TL ve 101,0 milyar TL; buna paralel olarak öz kaynak getirisinin de sektör ortalamasının hafif altında %28 ve %29 civarında kalacağını tahmin ediyoruz.

Özel bankalardaki ortalama %40'lık büyümeyle karşılaştırıldığında Vakıfbank'ın 2024'teki TL kredi büyümesini %21,0 civarında daha ılımlı bekliyoruz. Döviz kredilerde ise yıllık %32'lik güçlü bir büyüme bekliyoruz (özel bankalarda %25'lik YP kredi büyümesi). Vakıfbank'ın çekirdek sermaye oranı BDDK'nın kur kolaylığı düzenlemesinin etkisi hariç tutulup serbest sermayenin etkisi dahil edilince) %9,8 ile yasal eşiğin 130 baz puan üzerinde bulunuyor. Sermaye tarafındaki kısıtlı yapı nedeniyle Vakıfbank'ın 2025 yılında da kredilerde bir miktar pazar payı kaybetmesi olası görünüyor.

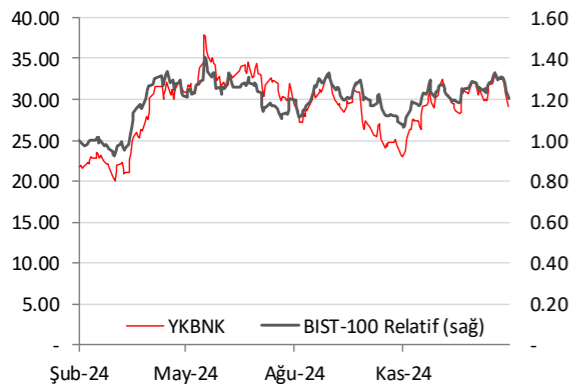
Vakıfbank'ın faaliyet giderlerinin de 2024'te %82 civarında (baz yıldaki deprem başışı netleştirildiğinde) artacağını öngörüyoruz. Bu artış net ücret ve komisyonlardaki artışla aynı düzeyde görünüyor. 2024'teki ücret artışlarının sarkan etkileri, abonelik ücretleri, kiralar vb. kalemlerdeki artışlarla işletme giderlerinin 2025'te komisyon geliri artışını aşacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle, 2025 için net komisyonlarda %30 ve faaliyet giderlerinde %45 artış tahmin ediyoruz.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

Yapı Kredi Bank

Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	42.40
Güncel Fiyat, TL	29.12
Getiri Potansiyeli	46%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	245,978

Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	92,813	29,483	102,619	142,170
Net Kâr, mn TL	68,009	29,017	58,000	80,600
Özkaynak, mn TL	178,852	192,804	250,804	324,254
Toplam Aktif, mn TL	1,738,651	2,380,586	3,024,728	3,631,291
Ort. FKA, mn TL	1,262,570	1,919,938	2,429,952	3,008,729
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	4.8%	1.4%	2.1%	2.4%
Ort. Özk. Karlılığı	44.6%	15.6%	26.1%	28.0%
Temettü Verimi	6.8%	4.3%	-	2.4%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	8.0%	-68.2%	248.1%	38.5%
Net Kâr, y/y	28.9%	-57.3%	99.9%	39.0%
Özkaynak, y/y	41.7%	7.8%	30.1%	29.3%
Toplam Aktif, y/y	56.9%	36.9%	27.1%	20.1%
Ort. FKA, y/y	50.5%	52.1%	26.6%	23.8%
Değerleme Verisi				
F/K	1.7	8.2	4.2	3.1
F/DD	0.7	1.2	1.0	0.8
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-9.5%	21.0%	36.4%	-4.9%
AOİH, mn TL	-6.7%	10.0%	20.9%	-4.4%
	6,409	6,053	4,689	6,241



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir.

Yapı Kredi için 12 aylık fiyat hedefimizi %20 artışla 42,40 TL'ye yükselttik. Hisse için belirlediğimiz hedef fiyatın ima ettiği 2026T F/DD 1,1x seviyesinde bulunuyor. Yapı Kredi'nin son on yıllık dönemde 12 ay ileri F/DD rasyosu ise ana ortak hisse satışı beklentileri nedeniyle geçtiğimiz mayıs ayında en yüksek 1,5x çarpanına ulaştı.

Yapı Kredi'nin 2024 net kârı önceki yıla göre %57 gerileyerek 29 milyar TL'de kaldı. Bankanın öz kaynak getirisi de 2023'teki %46'dan %16'ya geriledi. Kârlılıktaki bu bozulma (i) bankanın yüksek faiz döneminde tarihsel olarak rakiplerinden yüksek seyreden kısa vadeli kaynak fonlaması ile girmesi, (ii) nispeten yüksek kredi/mevduat oranı nedeniyle kredi artışının 2024'te %30 ile benzer bankalardan düşük kalması, (iii) serbest sermaye tutarının nispeten küçük olması, ve (iv) TÜFE tahvil getirisinin enflasyona bağlı gerilemesinden kaynaklandı.

Yapı Kredi rakiplerine göre %3,1 ile daha yüksek sorunlu kredi oranına sahip bulunuyor. Bankanın net sorunlu kredi giriş tutarı 2024'te rakiplerine yakın düzeyde gerçekleşti. Buna karşılık bankanın 2024'te net kredi risk maliyeti 61 baz puan ile rakiplerin 100 baz puan civarı olan ortalamasının altında kaldı. Bu dönemde bankanın 3. grup krediler için ayrılan karşılık 450 baz puan azaldı. Bu kısmen portföy yaşlandırmasından kaynaklansa da bankanın karşılık ayırma politikasının da bir miktar yumuşadığını düşünüyoruz.

Yapı Kredi 2025'te (i) TL kredilerde ortalama enflasyonun altında, yabancı para kredide %14-16 artış, (ii) net faiz marjında 300 baz puan genişleme, (iii) kredi risk maliyetinde 175/200 baz puan arası gerçekleşme, (iv) komisyon gelirinde %25-30 ve faaliyet giderinde %50'ye yaklaşan artış ve bunların sonucunda (v) %24-26 aralığında öz kaynak getirisi hedefliyor. Bankanın kredi ve komisyon gelirinde artış hedefleri rakiplerinin altında kalırken, net faiz marjı beklentisi de (2024'te sert daralmaya rağmen) rakiplere yakın düzeyde bulunuyor.

Kredi kartları %27 pay ile Yapı Kredi'nin portföyünde yabancı para kredilerin (%30) ardından ikinci sırayı alıyor. Buna karşılık TL işletme kredilerinin payı %25 civarında bulunuyor. Banka kredi portföyünün yaklaşık %55'inin TCMB'nin aylık artış sınırı kapsamı dışında olduğunu vurguladı. Bununla birlikte özellikle kredi tarafındaki görece muhafazakar büyüme hedefinin kısmen regülasyon riski almak istememesinden, kısmen de kredi/mevduat oranının rakiplere göre daha yüksek olmasından kaynaklandığını düşünüyoruz.

Yapı Kredi'nin net kârını 2025'te yıllık %100 artışla 58,0 milyar TL ve 2026'da yıllık %37 artışla 85 milyar TL olarak tahmin ediyoruz. Buna göre öz kaynak getirisini de sırasıyla %26,5 ve %28,0 olarak hesaplıyoruz. 2025 tahminimiz bankanın beklenti aralığının hafif üzerinde kalıyor. Bankanın özellikle faiz indirimlerinde daha hızlı hareket edilirse net faiz marjı tarafında bir miktar yukarı yönlü potansiyele sahip olduğunu, bununla birlikte öz kaynak getirisindeki artışın önceki tahminlerimize göre daha uzun zaman alabileceğini düşünüyoruz.

Sigorta

XSGRT 2024 yılında da en iyi performans gösteren endeks oldu: BIST Sigorta Endeksi, 2023 yılındaki olağanüstü performansının (Nominal: +%166, Rölatif: %97) ardından 2024 yılında da güçlü performansını sürdürerek %97 getiri elde etti ve karşılaştırma ölçütünün %50 üzerinde performans gösterdi. Hayat dışı sigortalar 2023 yılında hayat/emeklilikten daha iyi performans gösterirken, bu eğilim 2024 yılında tersine döndü ve hayat/emeklilik segmenti öne geçti. Bununla birlikte, hayat dışı sigortalar güçlü sonuçlarını sürdürerek ortalama %72 getiri sağladı (BIST100 Rölatif: +%31).

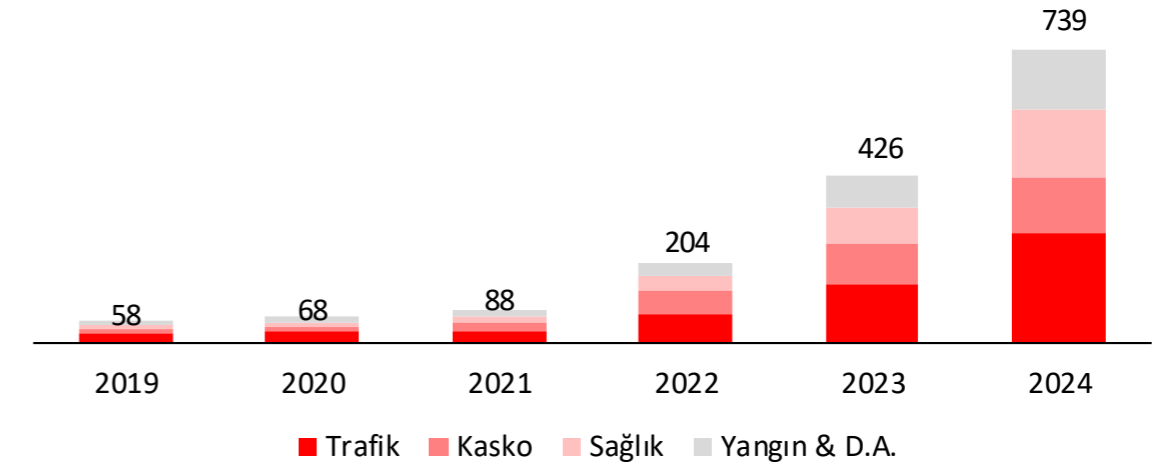
Enflasyonun üzerinde güçlü prim üretimi: Sigorta sektörünün toplam prim üretimi (hayat dışı & hayat) 2024'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %73 oranında arttı. Hayat dışı sigortalar (yıllık +%72) toplam primlerin %88'ini oluştururken, hayat sigortaları (yıllık +%76) %12'sini oluşturdu. Motor segmenti, 2024'te %45'lik pay ile prim üretiminin itici gücü olmaya devam etti. Bununla birlikte, sağlık segmenti, sigortacıların büyüme potansiyeli için bir fırsat olarak gördükleri sağlık sektöründeki pazar payını artırmaya yönelik stratejilerin etkisiyle, yıllık %94'lik artışla ana segmentler arasında en yüksek büyümeyi kaydetti. Buna karşılık, kasko segmenti, 2023'ün yüksek bazı ve poliçe fiyatlarındaki sınırlı artışlar nedeniyle en düşük büyümeyi kaydetti.

Pazar sıralaması değişmedi: İlk üç oyuncu 2024 itibarıyla pozisyonlarını korudu. Türkiye Sigorta %13,7'lik pazar payı ile liderliğini sürdürürken, onu Allianz Sigorta (%11,2) ve Anadolu Sigorta (%9,4) takip etti.

Teknik sonuçlarda iyileşme: Hayat dışı sektörün bileşik oranı 9A23'teki %114,0 seviyesinden 9A24'te %109,7'ye geriledi. Bu durum temel olarak, aylık fiyat tavanlarındaki ayarlamalar sayesinde bileşik oranın %161,8'den %142,7'ye gerilediği zorunlu trafik segmentindeki iyileşmeden kaynaklandı.

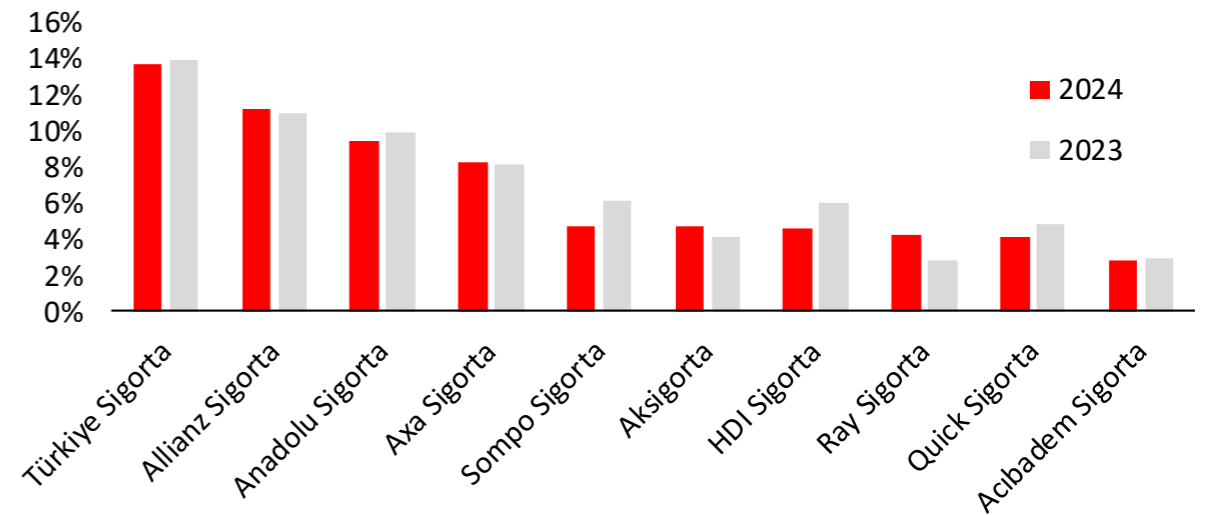
Büyüyen yatırım portföyü ve artan finansal gelir: Sektörün toplam yatırım portföyü, güçlü prim üretimi ve yüksek finansal gelirlerin desteğiyle yıllık bazda %81 oranında artarak 426,3 milyar TL'ye ulaştı. Net yatırım geliri, yüksek faiz oranı ortamından faydalanarak yıllık %38 getiri ile %57 artış göstererek 99 milyar TL'ye yükseldi.

Prim Üretimleri (milyar TL)



Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

Pazar Payları (%)



Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

Sigorta

2025'te enflasyon muhasebesi yok: Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), 2025 yılında sigorta, reasürans ve emeklilik şirketleri için enflasyon muhasebesi uygulamamaya karar verdi.

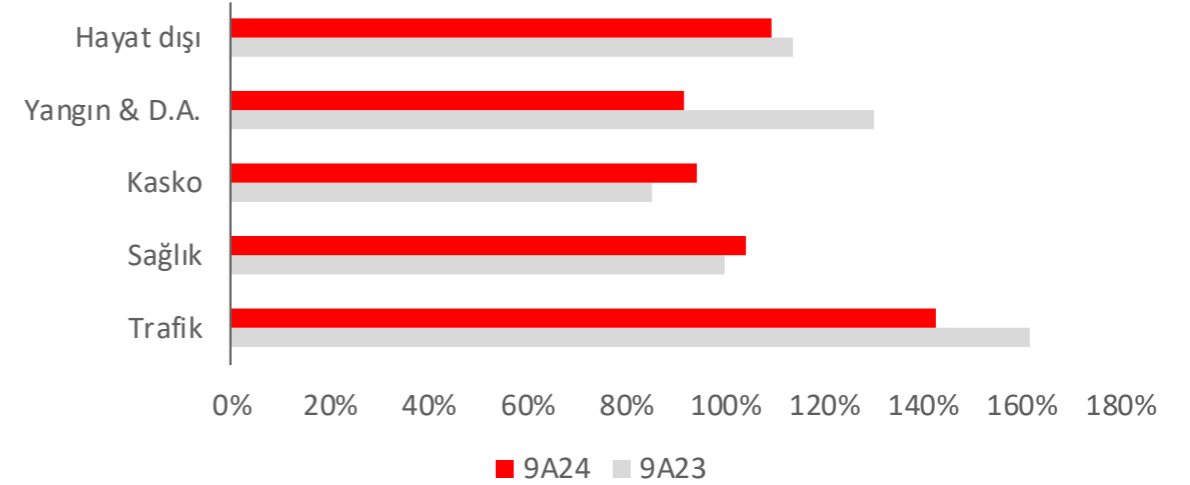
2025 yılında IFRS 17 uygulanmayacak: SEDDK, sigorta şirketlerinin finansal raporlama düzenlemeleri ve finansal tablolarının sunumuna ilişkin bazı maddelerin yürürlük tarihini 1 Ocak 2025'ten 1 Ocak 2026'ya güncelledi.

2025'te güçlü reel prim artışı: Hayat dışı sigorta primlerinin 2025 yılında yıllık ortalama enflasyon tahminimizin 6 puan üzerinde, %40 oranında büyüyeceğini öngörüyoruz. Bu büyüme, penetrasyonun iyileşmesi, hayat dışı sigorta şirketlerinin sayısının artması ve yeni ürünlerin piyasaya sürülmesiyle desteklenecektir.

Makro ortam sigortacılıkta toparlanmayı desteklemektedir, ancak iskonto oranındaki düşüş zorluklara yol açabilir: TL'nin reel olarak değer kazanacağı ve enflasyonun düşmeye devam edeceği yönündeki tahminlerimiz doğrultusunda, makro trendler sigortacılık sonuçlarını destekler niteliktedir. Ancak, düşen enflasyona paralel olarak, muallak hasar karşılıklarına uygulanan iskonto oranı için 2025 yılı sonuna kadar yaklaşık 700 baz puanlık (%35'ten %28'e) bir iskonto oranı değişikliği yapılmasını ve bunun da rezerv baskısı yoluyla teknik sonuçlarda baskıya yol açmasını bekliyoruz. Ancak, bu etki hariç tutulduğunda, projeksiyonlarımız bileşik oranlarda iyileşmenin devam edeceğine işaret etmektedir.

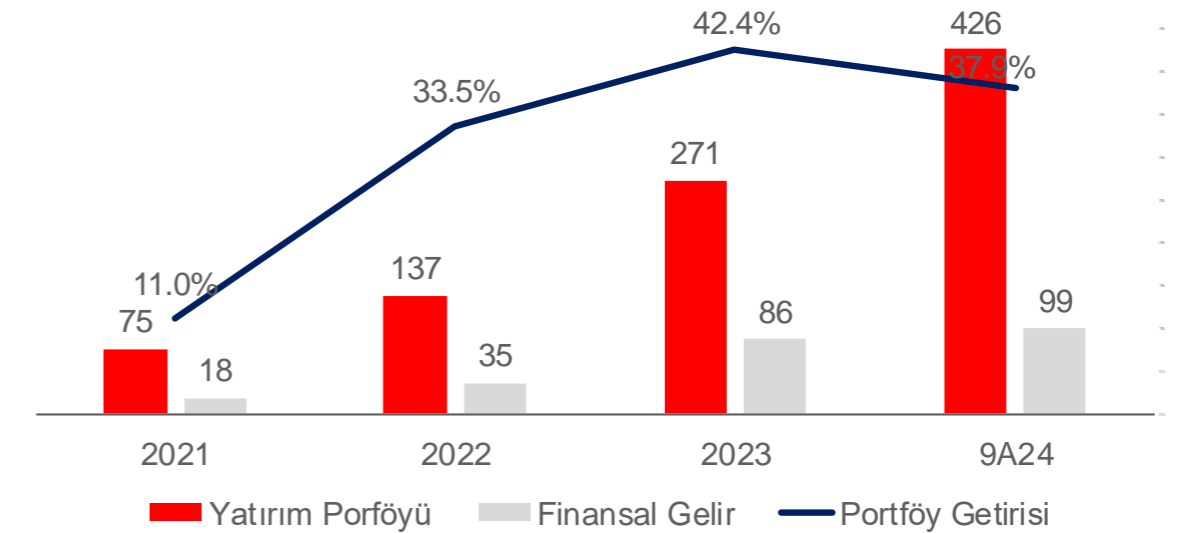
Sigortacılar reel faiz ortamından ve büyüyen yatırım portföyünden faydalanacak: Hayat dışı sigorta şirketleri için destekleyici reel faiz oranı ortamının bir süre daha devam edeceğine inanıyoruz. Faiz indirim döngüsünün başlaması, yatırım portföyünün nominal getirisini azaltacaktır. Ancak, TL'nin cazibesini artırmak ve iç tüketimi baskılamak için son dönemde uygulanan makro ihtiyati tedbirler doğrultusunda, makro politikaların sıkı kalacağını ve reel faiz oranlarının bir süre daha yüksek seviyelerde kalacağını düşünüyoruz. Ayrıca, portföydeki artış getirilerdeki nominal düşüşü telafi etmekle birlikte 2025 yılında reel finansal gelir büyümesine imkan sağlayacaktır.

Segment Bazında Bileşik Oran (%)



Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

Yatırım Portföyü ve Finansal Gelir (milyar TL)

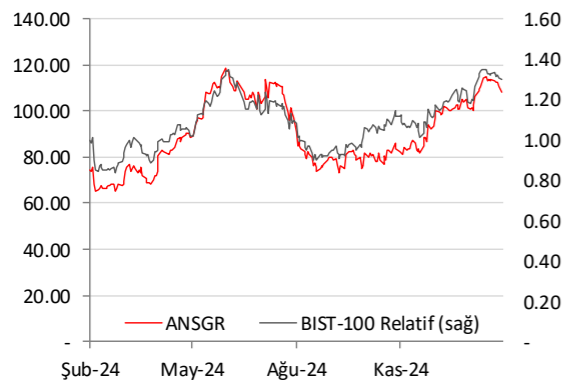


Kaynak: TSB, Ak Yatırım Araştırma

Anadolu Sigorta

Bloomberg Kodu	ANSGR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	169.00
Güncel Fiyat, TL	107.80
Getiri Potansiyeli	57%
Halka Açıklık Oranı	35%
Piyasa Değeri, mn TL	53,900

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Brüt Primler, mn TL	44,228	69,589	98,905	126,468
Net Kâr, mn TL	5,909	10,427	14,114	16,688
Özkaynak, mn TL	14,204	30,086	43,205	58,300
Toplam Aktif, mn TL	58,368	100,766	144,053	189,805
Yatırım Portföyü, mn	32,026	54,000	81,616	111,698
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	13.3%	13.1%	11.5%	10.0%
Ort. Özk. Karlılığı	58.4%	47.1%	38.5%	32.9%
Temettü Verimi	-	-	7.3%	9.8%
Büyüme				
Brüt Primler, y/y	86.2%	57.3%	42.1%	27.9%
Net Kâr, y/y	421.5%	76.4%	35.4%	18.2%
Özkaynak, y/y	134.8%	111.8%	43.6%	34.9%
Toplam Aktif, y/y	90.1%	72.6%	43.0%	31.8%
Yatırım Portföyü, y/y	82.6%	68.6%	51.1%	36.9%
Değerleme Verisi				
F/K	2.7	4.1	3.1	2.6
F/DD	1.1	1.4	1.0	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	6.3%	28.6%	52.2%	3.7%
BİST-100 Relatif	9.6%	16.9%	34.9%	4.2%
AOİH, mn TL	178	195	195	196



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

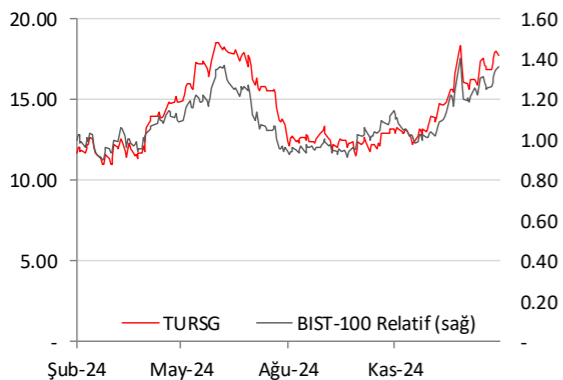
- **Enflasyonun üzerinde güçlü prim büyümesi:** Şirket'in brüt prim üretimi, karlılığı büyümeye kıyasla daha ön planda tutması nedeniyle 2024 yılında yıllık bazda %57 oranında artarak (sektörün altında) 69,6 milyar TL'ye ulaştı. 2025 yılında, pazar payında artış görüşümüzle birlikte %6'lık bir reel büyümeye işaret eden %42'lik bir yıllık büyüme bekliyoruz.
- **Makro görünüm teknik sonuçlar açısından olumlu, ancak iskonto oranındaki düşüşün kârlılığı baskılaması beklenebilir:** Bileşik oranın 2021-2022 yıllarında rekor seviyelere ulaştığı zorlu bir dönemin ardından, Anadolu Sigorta son iki yılda bu konuda iyileşme göstermiştir. Devam eden dezenflasyon, döviz kurlarındaki stabil seyir ve bir önceki yıla kıyasla daha düşük asgari ücret artışının etkisiyle, 2023 yılında %119 olan bileşik oranının 2024 'te %103'e gerileyeceğini öngörüyoruz. 2025 yılı için, gelecekteki makroekonomik görünümün teknik kârlılık açısından olumlu olduğunu düşünmekle birlikte (TL'nin reel olarak değer kazanması ve dezenflasyon süreci), muallak hasar karşılıklarına uygulanan iskonto oranında beklenen düşüşün teknik karşılıklar üzerindeki baskısı nedeniyle bileşik oranın %104,5'e yükselmesini bekliyoruz. Bu etki hariç tutulduğunda, iyileşmenin devam edeceğini öngörüyoruz.
- **Büyüyen yatırım portföyü sayesinde finansal gelirler kuvvetli kalmaya devam edecek:** Anadolu Sigorta, yüksek faiz oranları ve bileşik getirinin kartopu etkisiyle son yıllarda yatırım portföyü ve finansal gelirlerde önemli bir büyüme gösterdi. 2024'te yatırım portföyünün 54 milyar TL'yi aşmasını ve olumlu faiz oranlarının desteğiyle 15,8 milyar TL yatırım geliri elde edilmesini bekliyoruz. 2025 yılında, TCMB'nin politika faizi indirim döngüsü nedeniyle nominal yatırım getirisinde bir düşüş beklerken, reel faiz ortamının devam edeceğini öngörüyoruz. Büyüyen yatırım portföyü (2025: 81,6 milyar TL) sayesinde, azalan getirileri dengeleyerek, finansal gelirlerin yıllık %40 artışla 22 milyar TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz.
- **Anadolu Hayat Emeklilik'in katkısı:** Anadolu Sigorta, Anadolu Hayat Emeklilik'teki %20'lik payının olumlu katkısını artarak hissetmektedir. Şirket, 2024 yılında Anadolu Hayat Emeklilik'ten 200 milyon TL temettü aldı. Ayrıca, Anadolu Hayat'ın piyasa değeri 2024 yılında ABD doları bazında %128 oranında artarak Anadolu Sigorta'nın değerlemesine olumlu katkıda bulundu.
- **Cazip çarpanlar:** Hisse 1,2x 2025T F/DD ile işlem görmekte olup, 3 yıllık ve 5 yıllık tarihsel F/DD ortalamalarına göre sırasıyla %30 ve %21 iskontoya karşılık gelmektedir.
- **Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyemizi koruyoruz:** 12 aylık hedef fiyatımızı 144 TL'den 169 TL'ye yükseltiyor ve 'Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyemizi koruyoruz. Anadolu Sigorta'ya ilişkin olumlu görüşümüz, i) 2025 yılında reel net kar büyümesi ve çekirdek özkaynak karlılığı, ii) cazip değerlendirme çarpanı ve iii) Anadolu Hayat Emeklilik'in katkısı ile ilgili olumlu beklentilerimizden kaynaklanmaktadır.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir.

Türkiye Sigorta

Bloomberg Kodu	TURSG TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	24.70
Güncel Fiyat, TL	17.68
Getiri Potansiyeli	40%
Halka Açıklık Oranı	18%
Piyasa Değeri, mn TL	88,400

Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Brüt Primler, mn TL	59,518	101,366	145,755	183,774
Net Kâr, mn TL	6,155	12,720	16,693	19,553
Özkaynak, mn TL	15,426	28,723	47,630	68,182
Toplam Aktif, mn TL	77,328	96,531	150,664	208,268
Yatırım Portföyü, mn	31,278	53,708	82,165	114,029
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	11.7%	14.6%	13.5%	10.9%
Ort. Özk. Karlılığı	56.4%	57.6%	43.7%	33.8%
Temettü Verimi	0.6%	1.5%	3.7%	6.1%
Büyüme				
Brüt Primler, y/y	136.4%	70.3%	43.8%	26.1%
Net Kâr, y/y	553.8%	106.7%	31.2%	17.1%
Özkaynak, y/y	140.2%	86.2%	65.8%	43.1%
Toplam Aktif, y/y	174.2%	24.8%	56.1%	38.2%
Yatırım Portföyü, y/y	129.5%	71.7%	53.0%	38.8%
Değerleme Verisi				
F/K	3.9	5.4	4.1	3.5
F/DD	1.6	2.4	1.4	1.0
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	10.2%	34.1%	61.5%	-3.5%
BİST-100 Relatif	13.5%	21.9%	43.2%	-3.0%
AOİH, mn TL	266	356	254	382



- **Brüt prim üretiminde reel büyüme:** Türkiye Sigorta'nın prim üretimi 2024'te güçlü seyrini sürdürmüş, prim üretimi yıllık bazda %70 artışla 101,4 milyar TL'ye ulaşmıştır (sektöre paralel). 2025 yılında brüt yazılan primlerin yıllık bazda %44 artarak %8 reel büyüme sağlayacağını ve yaklaşık %14 pazar payına sahip olacağını tahmin ediyoruz.
- **Makro koşullar iş sigortacılık tarafını destekliyor, fakat iskonto oranlarındaki düşüş kârlılık üzerinde baskıya yol açabilir:** 2021-2022 yıllarında zirve yapan yüksek bileşik oran döneminin ardından, Türkiye Sigorta son 1-2 yılda enflasyondaki düşüş, döviz kurundaki istikrar ve asgari ücrette geçen yıla kıyasla daha ılımlı bir artıştan büyük ölçüde faydalanarak teknik sonuçları iyileştirmiştir. 2024 yılında da bu trend devam etti ve %106 olan bileşik oran %98'e geriledi, şirket teknik zarardan teknik kâra geçti. 2025 yılına baktığımızda, TL'nin reel olarak değer kazanması ve enflasyondaki düşüşün devam etmesinin teknik sonuçlar için destekleyici görüyoruz. Bununla birlikte, muallak hasar karşılıklarına uygulanan iskonto oranında öngörülen düşüşü yansıtabilecek şekilde bileşik oranının %99,4'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. Bu bozulmaya rağmen, bileşik oran seviyesi hala teknik kâra işaret etmektedir. Ayrıca, iskonto oranı etkisinden arındırıldığında, bileşik oran seviyesinde iyileşmenin devam edeceğini tahmin ediyoruz.
- **Güçlü yatırım portföyü büyümesi, getirideki düşüşü dengeleyecektir:** Türkiye Sigorta'nın yatırım gelirleri, güçlü portföy büyümesi, yüksek faiz oranlarıyla desteklenerek son yıllarda hızla büyüdü. 2024'te yatırım portföyü 53,8 milyar TL'ye yükselirken 17,5 milyar TL yatırım geliri elde etti. 2025 yılında, TCMB tarafından beklenen faiz indirimleri yatırım getirileri üzerinde aşağı yönlü baskı yaratabilecek olsa da, reel faiz ortamının devam etmesini bekliyoruz. Yatırım portföyünün 2025'te 82 milyar TL'ye ulaşmasını öngörürken, finansal gelirlerin yıllık %31 artışla 22,9 milyar TL'ye ulaşacağını ve getirideki düşüşün portföy genişlemesiyle telafi edileceğini tahmin ediyoruz.
- **Bankasürans prim üretiminde önemli bir paya sahip:** Türkiye Sigorta'nın üç büyük devlet kuruluşu ile yaptığı münhasırlık anlaşmalarına olan güçlü bağımlılığı, sigortacıyı rakiplerinden farklılaştırmaktadır. Banka kanalı, 2024'te Türkiye Sigorta'nın prim üretiminin %45'ini oluşturarak sektör ortalaması olan %13'ün çok üzerinde bir paya sahiptir.
- **Çarpanlar cazip seviyede:** Halihazırda, Türkiye Sigorta bir yıl vadeli 1,9x F/DD çarpanı ile işlem görmekte olup, bu değer 3 ve 5 yıllık tarihsel F/DD ortalamalarına göre sırasıyla %35 ve %24 iskonto anlamına gelmektedir.
- **"Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz:** 'Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyemizle birlikte 12 aylık hedef fiyatımızı 24,20 TL'den 24,70 TL'ye yükseltiyoruz. Türkiye Sigorta için olumlu görüşümüz, i) 2025 yılında reel çekirdek özkaynak karlılığı, ii) %100'ün altında bileşik oran ve iii) pazar payındaki lider konumuna dayanmaktadır.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir.

Finans - Dışı

Çelik Üreticileri

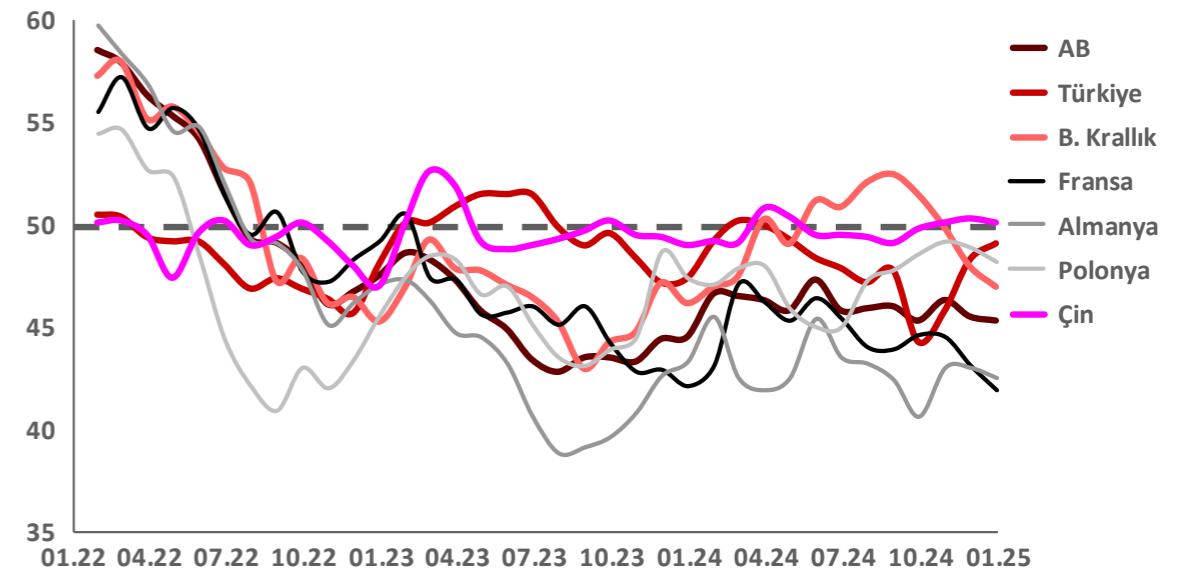
Küresel çelik talebi, Çin'in teşvik planları, ABD'nin altyapı harcamaları ve Avrupa'nın politika desteği nedeniyle bölgeler arası ayrışan toparlanmalar yaşarken; arz fazlası, zayıf marjlar ve ticaret akışlarındaki ani değişimler çeşitli zorlukları beraberinde getiriyor. Çelik talebinin 2025 yılında bölgeler arasında karışık eğilimler göstermesi bekleniyor. Çin'de, 2025'te emlak sektörü teşvikleri ve iyileşen tüketici duyarlılığının etkisiyle mütevazı bir talep dengelenmesi beklenirken, tüketim odaklı bir ekonomiye doğru yapısal bir kayma nedeniyle imalat (örneğin, otomobil ve makine) temel itici güç olarak ortaya çıkıyor. Avrupa'da, ECB faiz indirimleri ve yeniden stoklama döngüleri ile desteklenen 2025 yılında kademeli bir talep toparlanması bekleniyor, ancak jeopolitik gerilimler, zayıf güven ve potansiyel ABD tarifeleri gibi riskler talep büyümesini engelleyebilir. Kuzey Amerika'nın talebi, 2025'te Altyapı Yatırım ve İstihdam Yasası kapsamındaki altyapı harcamaları ve düşük faiz oranlarıyla desteklenecek ve beyaz eşya, dönüştürücüler ve inşaat gibi temel faktörler öne çıkacak. Türkiye'de altyapı ve inşaat harcamaları uzun çelik talebini desteklerken, yassı çelik talebindeki büyüme imalat ve yeniden haddeleme sektörleri için önemli ihracat pazarlarındaki talep toparlanmasına bağlı olacak.

Başta demir cevheri ve koklaşabilir taş kömürü olmak üzere hammadde fiyatlarının, Çin'de güçlü bir talep toparlanması yaşanmadığı sürece yüksek stoklar nedeniyle baskı altında kalması bekleniyor. Simandou demir cevheri projesinin 2026 yılında devreye girmesiyle uzun vadeli bir arz fazlası ortaya çıkabilir.

Durağan girdi maliyetlerine rağmen, küresel çelik üreticileri, kapasite fazlası, piyasa duyarlılığındaki uzun süreli zayıflık, küresel ticaret akışları nedeniyle zayıf fiyatlandırma ortamı gibi zorluklar nedeniyle önemli baskı altında olan marjlarla karlılık zorluklarıyla karşılaşmaya devam ediyor. Spot fiyatlardaki iyileşmeler ve marjlardaki toparlanma, talep büyümesine ve politika desteğine bağlıdır. Ayrıca, küresel ticaret akışları anti-damping önlemleri ve AB'nin SKDM uygulamaları gibi ticaret politikalarından büyük ölçüde etkilenebilir.

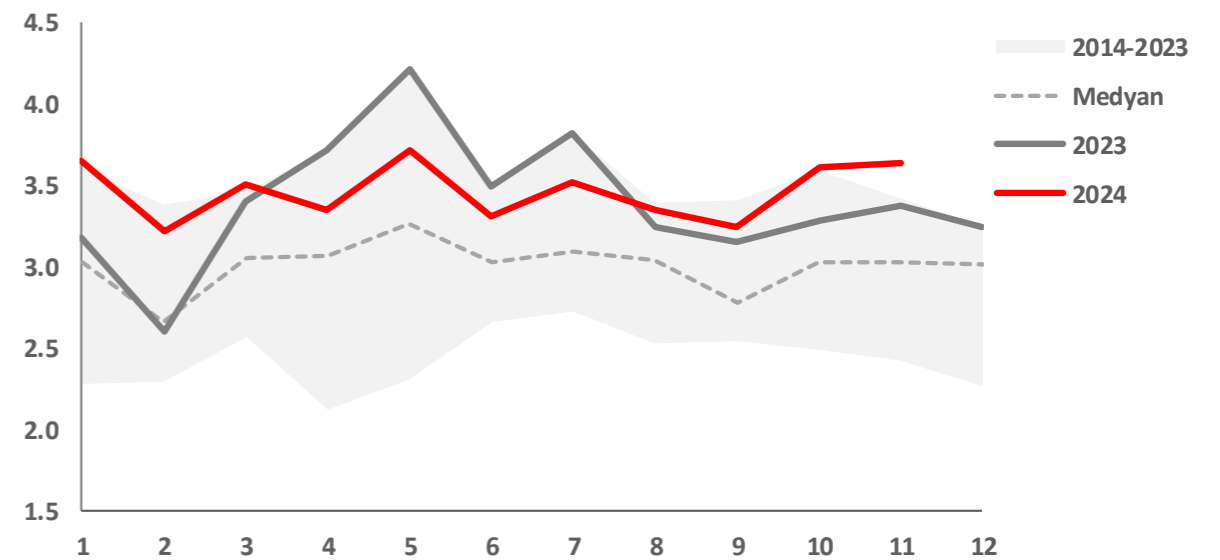
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

İmalat PMI



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

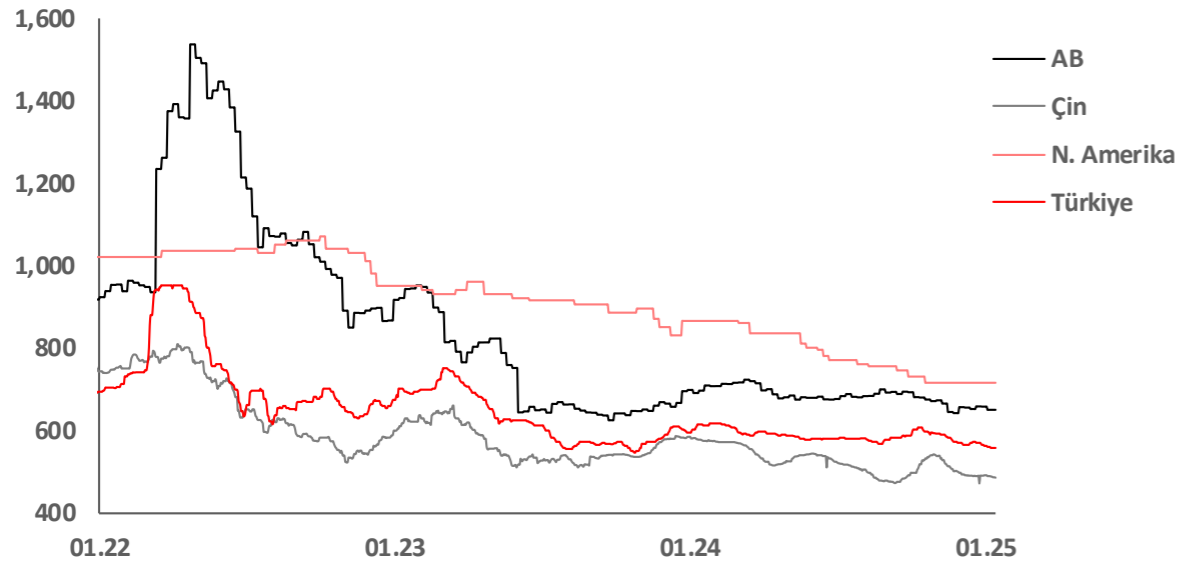
Türkiye Görünür Çelik Talebi (mt)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

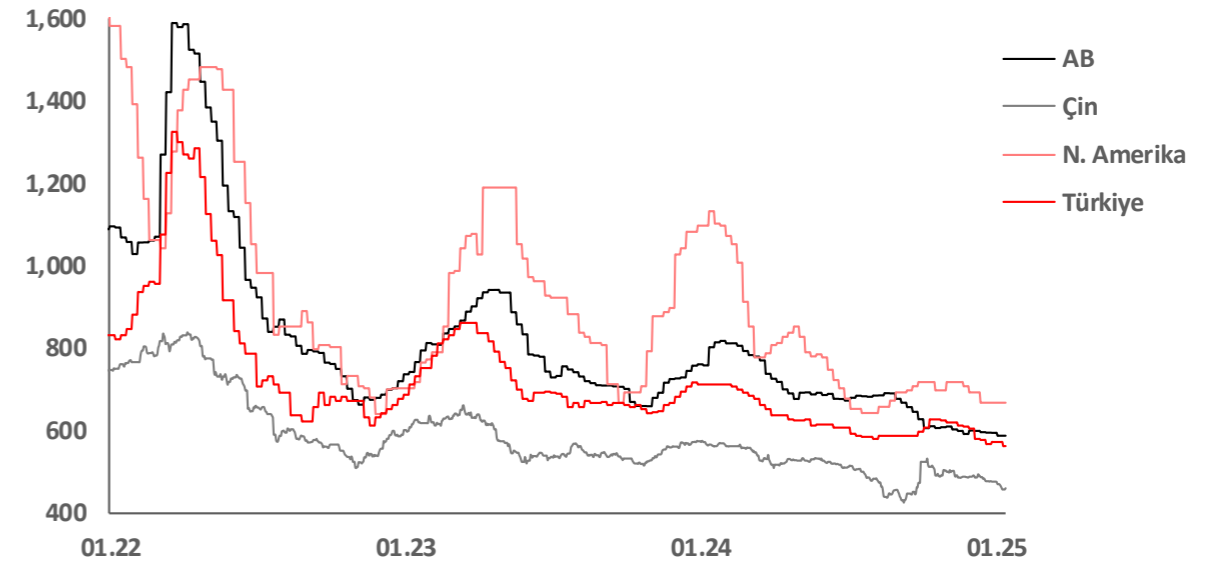
Çelik Üreticileri

İnşaat Demiri Fiyatları (USD/t)



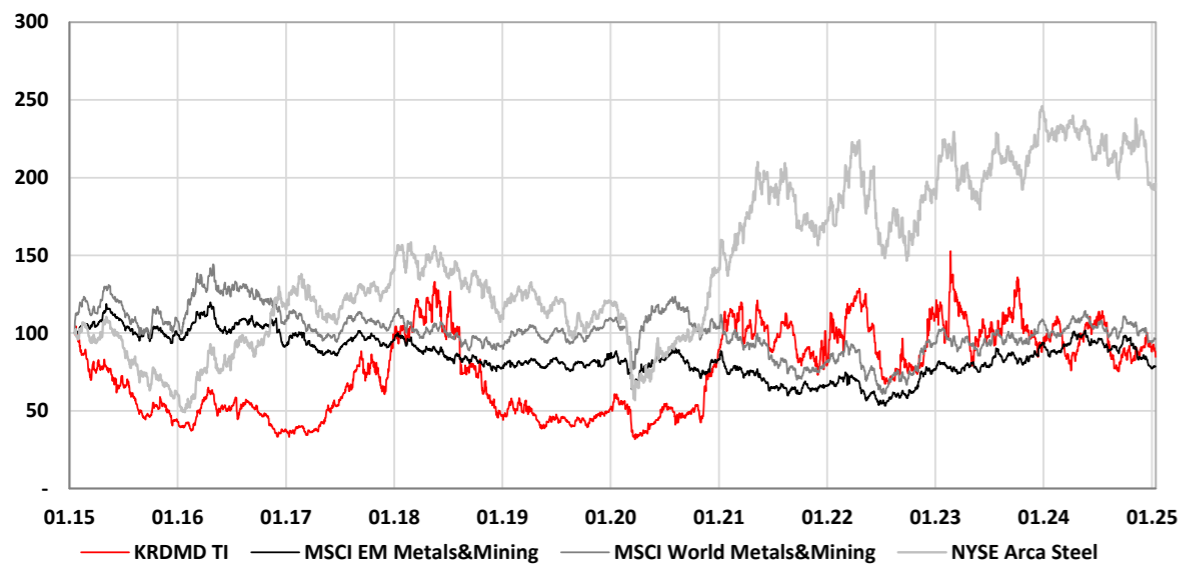
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

HRC Fiyatları (USD/t)



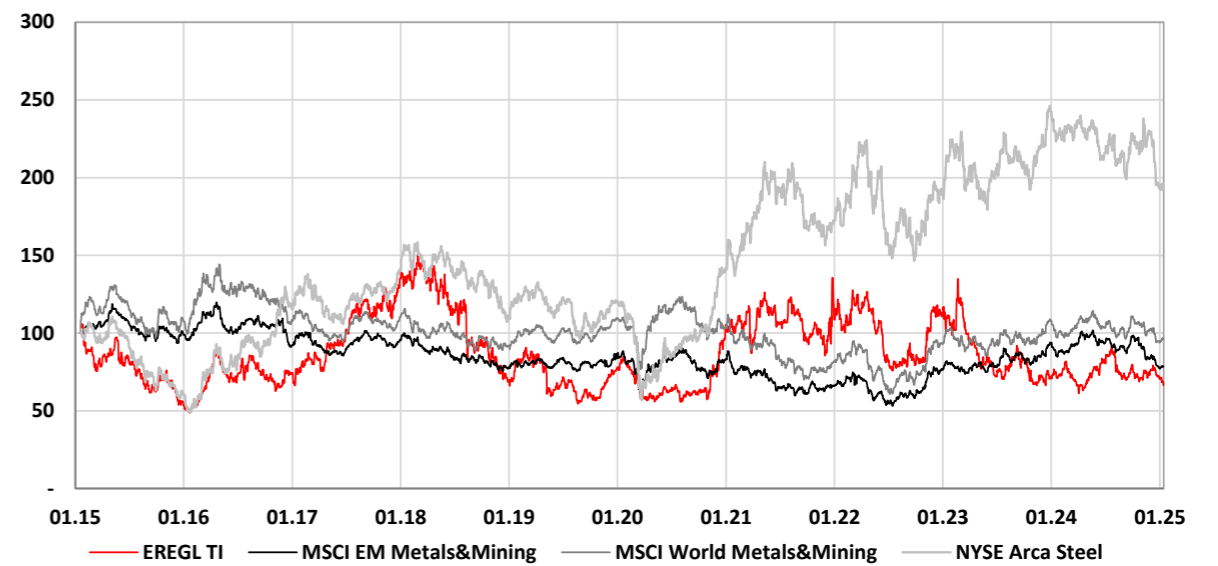
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Kardemir - Küresel Sektör Endeksleri (Baz=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

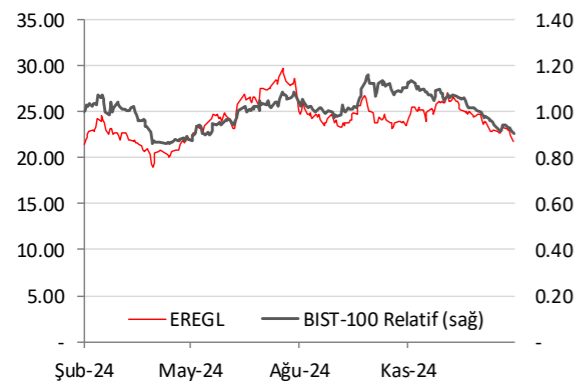
Erdemir - Küresel Sektör Endeksleri (Baz=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Erdemir

Bloomberg Kodu	EREGL TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	26.00			
Güncel Fiyat, TL	21.68			
Getiri Potansiyeli	20%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	151,760			
Firma Değeri, mn TL	227,307			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	147,900	199,865	256,475	314,869
FAVÖK, mn TL	15,573	21,723	33,431	49,549
Net Kâr, mn TL	4,033	14,133	16,604	26,070
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	41,930	71,540	107,413	111,838
Net Borç/FAVÖK	2.7	3.3	3.2	2.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	10.5%	10.9%	13.0%	15.7%
Net Marj	2.7%	7.1%	6.5%	8.3%
Temettü Verimi	-	1.2%	2.2%	6.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	15.7%	35.1%	28.3%	22.8%
FAVÖK, y/y	-41.6%	39.5%	53.9%	48.2%
Net Kâr, y/y	-77.6%	250.4%	17.5%	57.0%
Değerleme Verisi				
F/K	34.1	10.7	9.1	5.8
FD/FAVÖK	12.0	10.6	8.0	5.5
FD/Ciro	1.3	1.2	1.0	0.9
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1H	1A	3A	12A
BİST-100 Relatif	-6.2%	-12.3%	-9.6%	1.0%
AOİH, mn TL	-4.1%	-9.6%	-17.8%	-10.5%
AOİH, mn TL	4,028	3,968	3,889	5,331



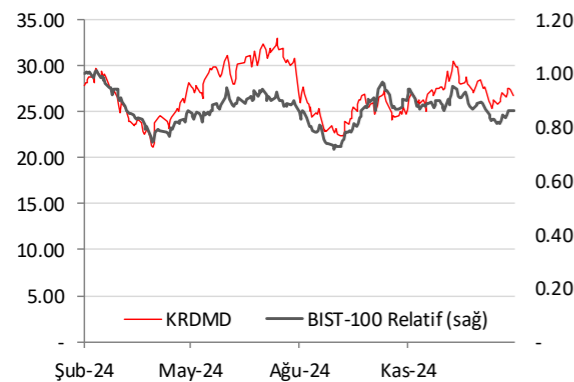
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir.

- **Küresel çelik talebi, Çin'in teşvik planları, ABD'nin altyapı harcamaları ve Avrupa'nın politika desteği nedeniyle bölgeler arası ayrışan toparlanmalar yaşarken; arz fazlası, zayıf marjlar ve ticaret akışlarındaki ani değişimler çeşitli zorlukları beraberinde getiriyor:** Durağan girdi maliyetlerine rağmen, küresel çelik üreticileri, kapasite fazlası, piyasa duyarlılığındaki uzun süreli zayıflık, küresel ticaret akışları nedeniyle zayıf fiyatlandırma ortamı gibi zorluklar nedeniyle önemli baskı altında olan marjlarla karlılık zorluklarıyla karşılaşmaya devam ediyor. Spot fiyatlardaki iyileşmeler ve marjlardaki toparlanma, talep büyümesine ve politika desteğine bağlıdır. Ayrıca, küresel ticaret akışları anti-damping önlemleri ve AB'nin SKDM uygulamaları gibi ticaret politikalarından büyük ölçüde etkilenebilir. Çelik fiyatları ve çelik üretim karları için 2024 yılına kıyasla, orta döngü seviyelerinin altında olsa da, daha iyi bir ortam bekliyoruz.
- **Erdemir'in Net Sıfır Yol Haritasına İlişkin Hatırlatma:** Erdemir ve İsdemir (birlikte "Grup") net sıfır yol haritasının ilk aşaması olarak 2030 yılına kadar 3,2 milyar USD yatırım harcaması planını açıkladı. Plan 2024-2030 yılları arasında birden fazla projeyi içeriyor: (i) 1000MW güneş enerjisi santrali: Grup elektrik tedarikinde kendi kendine yeterli hale gelmeyi hedefliyor. Güneş enerjisi santralinin yaklaşık 800 milyon USD'ye mal olacağını tahmin ediyoruz (800 USD/kWh geliştirme maliyeti varsayarak), **(ii) Peletleme tesisi:** Yatırım 2022'de duyuruldu ve 550 milyon USD'ye mal olması bekleniyor, **(iii) 3,9 mtpa kapasite artışı:** Yeni fırınlar, hem hurda toplama hem de Grubun yüksek fırınlarında üretilen ham çelik beslenen EAF teknolojilerini kullanacak ve toplam ham çelik kapasitesini 13,6 mtpa'ya çıkaracaktır. Grup, yeşil dönüşüm yol haritasının ilk aşaması ile 2030 yılında CO2 emisyonlarını 2022 yılına kıyasla %25 oranında azaltmayı öngörüyor. Erdemir, 2030-2040 yılları arasında 4 mtpa DRI yatırımıyla CO2 emisyonunu %15 daha azaltacak, 2040-2050 yılları arasında yeşil hidrojen ve karbon yakalama sistemi teknolojilerine yapacağı yatırımlarla 2050 yılında net sifıra ulaşacak. 2030-2050 yılları arasındaki yatırım harcaması bütçesi ve 2030 hedeflerinden FAVÖK katkısı için bir yönlendirme yok. Yönetim, yatırım harcamaları bütçesinin %70-80'ini eurobond ve ESG bağlantılı sendikasyon kredisi ile finanse etmeyi planlıyor. Grup, genişleme aşaması için bir üretim kesintisi beklemiyor, temettü politikasında bir değişiklik yok.
- **Finansal beklentilerimiz:** 2024 yılı için satış hacminin 8,1 mt (y/y: +%11) ve FAVÖK/tonun 81 USD (y/y: -%9) olmasını bekliyoruz. 2025 yılı için satış hacminin 8,3 mt ve FAVÖK/tonun yaklaşık 100 USD olacağını tahmin ediyoruz. Yatırım harcamalarının 2025 yılında yaklaşık 1 milyar USD seviyesinde kalmasını ve böylece bilançonun mevcut kaldıraçlı seviyesinde korunmasını bekliyoruz.
- **«Nötr» tavsiyemizi koruyoruz:** (i) piyasa görünümü göz önüne alındığında ortalamanın altında çelik üretimi karı beklentisi, (ii) ileriye dönük katsayıların gerilmesi, (iii) ağır yatırım harcamaları döngüsü ve (iv) kaldıraçlı bilanço nedeniyle tavsiyemizi "Nötr" olarak koruyoruz.

Kardemir

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	35.00			
Güncel Fiyat, TL	26.70			
Getiri Potansiyeli	31%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mn TL	20,832			
Firma Değeri, mn TL	21,498			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	51,621	55,525	71,561	78,829
FAVÖK, mn TL	3,210	4,322	8,435	10,337
Net Kâr, mn TL	1,588	-2,602	1,575	2,558
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,555	593	-694	-4,371
Net Borç/FAVÖK	-0.8	0.1	-0.1	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.2%	7.8%	11.8%	13.1%
Net Marj	3.1%	n.m.	2.2%	3.2%
Temettü Verimi	1.0%	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	88.4%	7.6%	28.9%	10.2%
FAVÖK, y/y	-25.8%	34.6%	95.2%	22.5%
Net Kâr, y/y	-27.0%	n.m.	n.m.	62.4%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	15.9	n.m.	19.3	11.9
FD/FAVÖK	7.0	7.2	3.5	2.5
FD/Ciro	0.4	0.6	0.4	0.3
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	0.8%	-5.9%	4.8%	-5.0%
BİST-100 Relatif	3.1%	-3.0%	-4.7%	-15.8%
AÖH, mn TL	1,400	1,372	1,408	1,413



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **Küresel çelik talebi, Çin'in teşvik planları, ABD'nin altyapı harcamaları ve Avrupa'nın politika desteği nedeniyle bölgeler arası ayrışan toparlanmalar yaşarken; arz fazlası, zayıf marjlar ve ticaret akışlarındaki ani değişimler çeşitli zorlukları beraberinde getiriyor:** Durağan girdi maliyetlerine rağmen, küresel çelik üreticileri, kapasite fazlası, piyasa duyarlılığındaki uzun süreli zayıflık, küresel ticaret akışları nedeniyle zayıf fiyatlandırma ortamı gibi zorluklar nedeniyle önemli baskı altında olan marjlarla karlılık zorluklarıyla karşılaşmaya devam ediyor. Spot fiyatlardaki iyileşmeler ve marjlardaki toparlanma, talep büyümesine ve politika desteğine bağlıdır. Ayrıca, küresel ticaret akışları anti-damping önlemleri ve AB'nin SKDM uygulamaları gibi ticaret politikalarından büyük ölçüde etkilenebilir. Çelik fiyatları ve çelik üretim karları için 2024 yılına kıyasla, orta döngü seviyelerinin altında olsa da, daha iyi bir ortam bekliyoruz.
- **Stratejik yatırım planları konjonktürel faktörler nedeniyle potansiyel gecikmelerle karşı karşıya kalabilir:** Şubat 2024'te Anadolu Ajansı'na bir röportaj veren Yönetim Kurulu Başkanı İsmail Demir, Kardemir'in şirketin pazardaki konumunu, rekabet gücünü ve kârlılığını iyileştirmek için 1,5 milyar USD yatırım yapmayı öngören 5 yıllık planını özetledi. Plan, ham çelik üretimini 1 milyon ton/yıl artırma, katma değerli ürün üretimini iki katına çıkarma ve savunma sanayinin önemli bir malzeme tedarikçisi olma hedeflerini içeriyor. Demir, şirketin hedefinin 2030 yılına kadar karbon emisyonlarını %15 oranında azaltmak ve 2053 yılına kadar karbon nötr hale gelmek olduğunu belirtti. Demir, şirketin özellikle güneş enerjisine odaklanarak bir dizi enerji kaynağına yatırım yapmaya devam ettiğini doğruladı. Ayrıca, şirketin planlarının ilk aşamasının bir parçası olarak 2026 yılı sonuna kadar 250 megavat yenilenebilir enerji üretmeyi hedeflediğini belirtti. Demir ayrıca şirketin özel bir sanayi bölgesi kurma çalışmalarını sürdürdüğünü de belirtti. Demir ayrıca liman ve demiryolu operasyonlarında sinerji yaratacak ortaklıklar kurmanın önemini vurguladı. Şirketin Temmuz 2024'te özel endüstri bölgesi statüsü kazanması, üretim esnekliği ve yatırımların yanı sıra devlet teşviklerine erişim açısından da avantaj sağlayacak. Daha uzun vadeli stratejik yatırımlara gelince, piyasadaki cansız görünüm göz önüne alındığında, şirketin liman geliştirme ve demiryolu operasyonlarına genişleme yerine maliyet verimliliğine öncelik verebileceğini düşünüyoruz.
- **Finansal beklentilerimiz:** 2024 yılı için satış hacminin yaklaşık 2,2 milyon ton (y/y: -%5) ve UMS dışı FAVÖK/tonun 80 USD (y/y: -%29) olmasını bekliyoruz. 2025 yılı için satış hacminin yaklaşık 2,3 mt ve FAVÖK/tonun yaklaşık 100 USD (önceki tahminimize göre %9 düşüş) olacağını tahmin ediyoruz.
- **Tavsiyemizi «Nötr»e indiriyoruz:** Küresel çelik piyasası görünümündeki uzun süreli zayıflık ve 2025 yılı için çelik üretimi kar tahminlerindeki düşüş nedeniyle tavsiyemizi "Nötr"e indiriyoruz. TMS29 düzeltmeleri finansal performansa ilişkin görünürlüğü kısıtlamaya devam ediyor.

Havacılık Sektörü

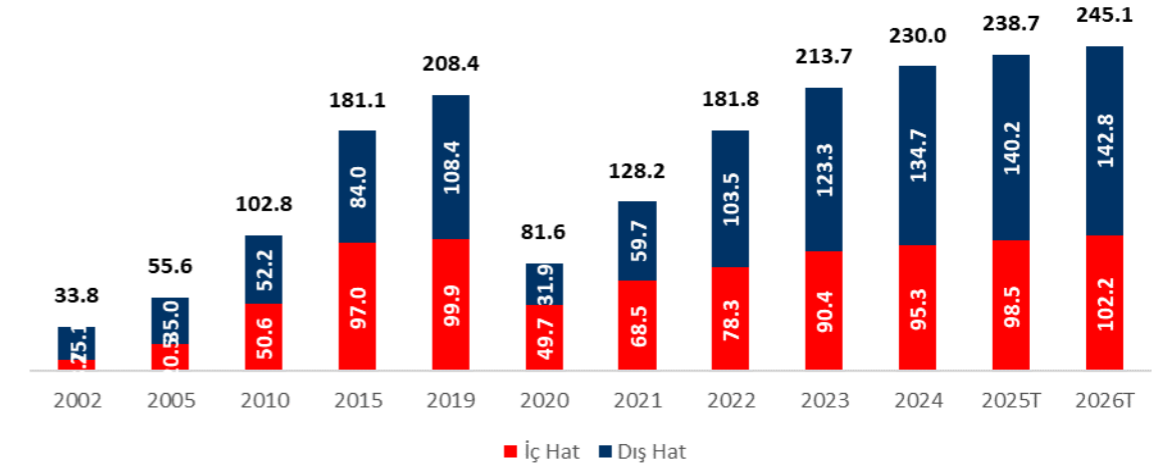
IATA, toplam sektör satışlarının 2025'te yıllık %4,4 artarak tarihte ilk kez 1,0 trilyon ABD dolarını aşmasını beklemektedir. IATA, 2025'te birim yolcu gelirlerinin yıllık %3,4 daralmasını, yolcu sayısının ise yıllık %6,7 artmasını beklemektedir. Ücretli Yolcu Km'nin (ÜYK) 2025'te yıllık %8,0 artması beklenirken, bu oran AKK'de beklenen yıllık %7,1'lik artışın üzerindedir. IATA, 2025'te kargo hacminde yıllık %6 büyüme ve birim kargo gelirlerinde yıllık %0,7 daralma beklemektedir. Güçlü kargo hacmi beklentisi, Jeopolitik sorunlar ve Asya'da büyümeye devam eden e-ticaretten kaynaklanmaktadır.

IATA, faaliyet giderlerinin 2025'te yıllık %4,0 artmasını bekliyor. Maaş baskısı, grevler ve uçakların yere indirilmesi ve filoların yaşlanması nedeniyle bakım maliyetlerindeki artış, 2024'te yakıt dışı giderlerin artmasına neden oldu. IATA, 2025'te yakıt dışı birim giderlerde yıllık %0,5 artış bekliyor. 2025'te jet yakıtının 2024'teki 99 USD/varil seviyesinden ortalama 87 USD/varil seviyesine gerilemesi beklenmektedir. Sonuç olarak IATA, 2024'te %6,4 olan sektör net faaliyet marjının 2025'te %6,7'ye yükselmesini bekliyor. IATA, düşük yakıt fiyatları ve verimlilik kazanımları sayesinde 2025 yılında daha iyi finansal sonuçlar beklemektedir. Bununla birlikte, daha fazla iyileşme, çözülmemiş tedarik zinciri sorunlarının bir sonucu olarak zorunlu kapasite disiplini ile kısıtlanmaktadır. Bu durum kapasite artışını sınırlamakta ve uçak kiralama ile bakım maliyetlerini artırmaktadır.

IATA beklentilerinin bölgesel dağılımı. IATA, en yüksek büyüme oranlarını Asya'da bekliyor. İkinci sırada Orta Doğu, üçüncü sırada ise Latin Amerika bulunmaktadır.

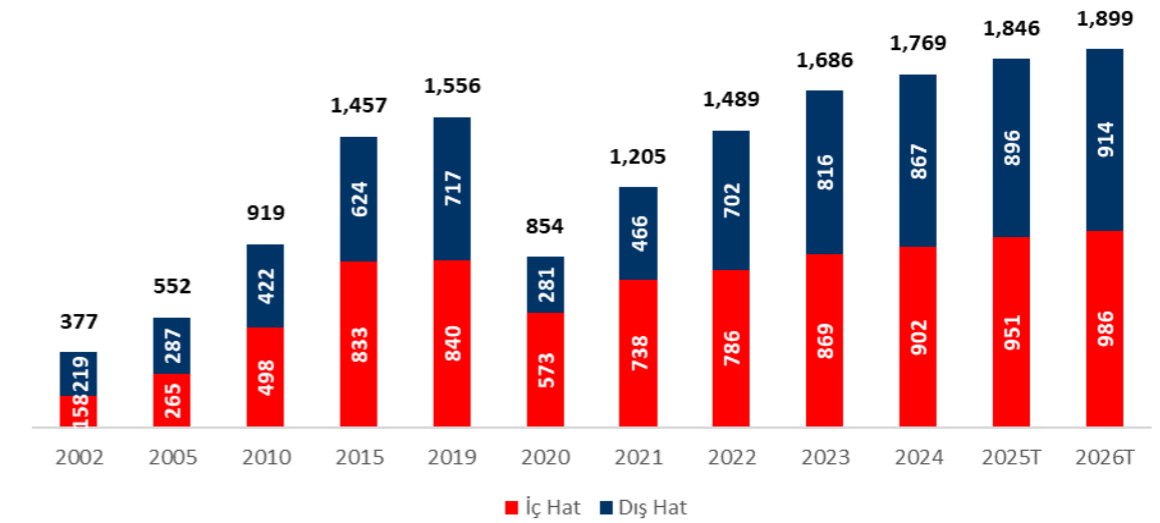
Artan yolcu trafiği ve doluluk oranları. 2002-2019 yılları arasında toplam, iç ve dış hat yolcu sayısı sırasıyla %11, %15 ve %9 YBBO ile büyüdü. 2002-2019 döneminde toplam, iç ve dış hat uçak trafiği sırasıyla %9, %10 ve %7 YBBO ile büyüdü. Türkiye'deki yolcu sayısı, 2008-2009 finansal krizi sırasında bile artarak 2002-2015 döneminde her yıl istikrarlı bir şekilde büyüdü. 2016'da yolcu sayısı jeopolitik sebeplerle yıllık %4 daraldı. Yolcu sayısının artmadığı ikinci dönem ise pandemi zamanıdır. Başta İstanbul Havalimanı olmak üzere yeni havalimanlarının inşa edilmesi, artan turizm çalışmaları ve hem Pegasus hem de THY'nin büyüyen filoları ile Türk havacılığının önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz.

Türkiye Yolcu Trafiği (Milyon Kişi)



Kaynak: DHMI, Ak Yatırım Araştırma

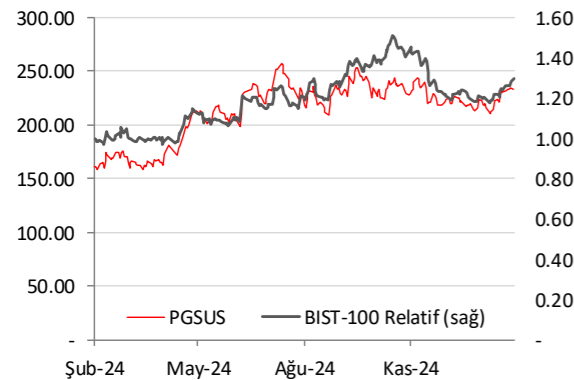
Türkiye Uçak Trafiği (Bin Sefer)



Kaynak: DHMI, Ak Yatırım Araştırma

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	345.00			
Güncel Fiyat, TL	232.50			
Getiri Potansiyeli	48%			
Halka Açıklık Oranı	43%			
Piyasa Değeri, mn TL	116,250			
Firma Değeri, mn TL	217,438			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	70,532	112,052	142,184	176,316
FAVÖK, mn TL	21,626	31,556	39,397	48,534
Net Kâr, mn TL	20,908	11,593	13,571	16,994
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	84,905	98,820	119,707	131,282
Net Borç/FAVÖK	3.9	3.1	3.0	2.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	30.7%	28.2%	27.7%	27.5%
Net Marj	29.6%	10.3%	9.5%	9.6%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	65.1%	58.9%	26.9%	24.0%
FAVÖK, y/y	53.4%	45.9%	24.8%	23.2%
Net Kâr, y/y	194.5%	-44.6%	17.1%	25.2%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	3.1	10.0	8.6	6.8
FD/FAVÖK	6.9	6.8	6.0	5.1
FD/Ciro	2.1	1.9	1.7	1.4
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	0.6%	3.9%	1.6%	48.1%
BİST-100 Relatif	2.9%	7.1%	-7.6%	31.3%
AOİH, mn TL	2,620	2,072	2,081	2,047



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir.

Yakıt tasarruflu uçaklarla filo büyümesi. Pegasus, 2024 yılını %7 büyüme ile 118 uçaklık bir filo büyüklüğü ile tamamlamayı hedeflemektedir. 2024 yılında AKK, yönetim beklentisinin biraz üzerinde yıllık %15 oranında artmıştır. 2025 yılında filonun %8 artışla 127 uçağa erişmesini bekliyoruz. 2025 yılında, filo büyümesi ve uçak başına koltuk sayısındaki artış ile AKK'de yıllık %10 artış bekliyoruz. 2024 yılında toplam yolcu sayısı yıllık bazda %17 artarak 37,5 milyona ulaştı. Yıllık bazda yatay doluluk oranları varsayımıyla, 2025 yılında toplam yolcu sayısında yıllık bazda %10 artış bekliyoruz. 2024 yılı, daha iyi bir coğrafi dağılım ile yan gelirler için rekor bir yıl oldu. 2025 yılında yolcu başına yan gelirlerde yıllık %2 artış bekliyoruz. Genel olarak, net satışların 2025 yılında Euro bazında yıllık %10 artışla 3,5 milyar Euro'ya yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Fiyatlama gücündeki düşüş devam ediyor. 1Y23'te bilet fiyatları güçlü seyretti. İntikam seyahatlerinin azalması ve yakıt fiyatlarının düşmesiyle 3Ç23'ten itibaren bilet fiyatları gerilemeye başladı. Normalleşen talep ve Pegasus'un doluluk oranını artırmak için bilet fiyatlarını düşürmeye yönelik uzun vadeli stratejisi ile 2024 yılında ortalama bilet fiyatında yıllık %4 düşüş bekliyoruz. Yakın zamanda, havayolları Pratt & Whitney motor sorunları nedeniyle filolarının önemli bir yüzdesini yere indirme kararı aldı. Rakiplerin kapasite artıramaması ve yakıt fiyatlarının beklenenden yüksek seyretmesi bilet fiyatı tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Artan rekabet nedeniyle 2025 yılında bilet fiyatlarında %1 düşüş bekliyoruz.

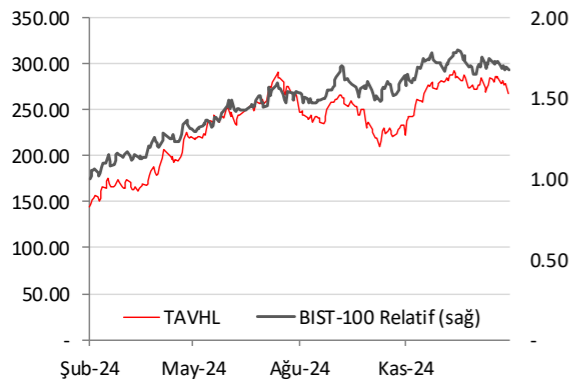
Artan personel maliyetlerinin etkisi, yakıt maliyetlerindeki düşüşle dengelenecektir. 2024 yılında, artan personel maliyetleri nedeniyle birim giderlerin yıllık bazda %5 artmasını bekliyoruz. Yakıt fiyatlarındaki düşüş ve yakıt tasarruflu uçakların payının artmasıyla 2024 yılında birim yakıt giderinin yıllık %8 azalmasını bekliyoruz. 2025 yılında, birim yakıt giderinde yıllık %3 düşüş ve yakıt dışı birim giderlerde yıllık %4 artış bekliyoruz. Genel olarak 2025 yılında birim giderlerde yıllık %2 artış bekliyoruz.

2025'te FAVÖK marjında düşüş. 2024 yılında, daha düşük birim yakıt giderine rağmen, daha düşük bilet fiyatları ve daha yüksek personel giderleri nedeniyle, FAVÖK marjında yıllık 2,7 puan düşüş bekliyoruz. 2025 yılında da benzer bir faaliyet ortamının FAVÖK marjını yıllık bazda 0,6 puan düşürerek %27,5'e indirmesini bekliyoruz.

Yeni siparişler. Pegasus, Airbus ile 2029 yılına kadar teslim edilmek üzere 36 adet A321NEO uçağı daha satın almak için yeni bir anlaşma imzaladı. Pegasus, Boeing ile 2028 yılında teslimatların başlaması beklenen 200 adede kadar Boeing 737 MAX-10 uçağı satın almak için bir anlaşma imzaladı. Bu anlaşmanın bir parçası olarak, Pegasus 100 uçak satın alacak ve 100 uçak daha satın alma opsiyonuna sahip olacaktır.

TAV Holding

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	398.00			
Güncel Fiyat, TL	267.25			
Getiri Potansiyeli	49%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	97,087			
Firma Değeri, mn TL	111,120			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	34,433	58,308	75,185	99,667
FAVÖK, mn TL	10,435	17,321	22,942	32,883
Net Kâr, mn TL	7,530	6,877	10,646	17,115
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	34,766	58,406	61,295	55,869
Net Borç/FAVÖK	3.3	3.4	2.7	1.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	30.3%	29.7%	30.5%	33.0%
Net Marj	21.9%	11.8%	14.2%	17.2%
Temettü Verimi	-	-	-	5.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	88.1%	69.3%	28.9%	32.6%
FAVÖK, y/y	82.2%	66.0%	32.5%	43.3%
Net Kâr, y/y	296.5%	-8.7%	54.8%	60.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	4.8	14.1	9.1	5.7
FD/FAVÖK	4.2	7.4	5.7	3.8
FD/Ciro	1.3	2.2	1.8	1.3
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	-3.9%	-1.9%	14.5%	88.9%
BİST-100 Relatif	-1.7%	1.1%	4.1%	67.4%
AOİH, mn TL	573	572	496	588



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir.

Ağırlıklı olarak uluslararası operasyonların etkisiyle yıllık %10 yolcu artışı bekliyoruz. 2024 yılında toplam yolcu sayısı, yönetimin 100-110 milyon yolcu öngörüsüne paralel olarak bir önceki yıla göre %11 artışla 2019 seviyesinin %20 üzerinde, 106,5 milyona yükseldi. 2024 yılında Almatı hariç toplam yolcu sayısı 2019 seviyesinin %107'sine ulaştı. 2025 yılında toplam yolcu sayısının yıllık %10 artışla 117 milyona çıkmasını bekliyoruz. 2025 yılında Almatı hariç toplam yolcu sayısının 2019 seviyesinin %117'sine ulaşmasını bekliyoruz.

2025 yılında net satışlarda Euro bazında yıllık %12 büyüme bekliyoruz. Esenboğa'nın 2024 yılında IFRIC-12 muhasebesinden çıkması net satışları olumlu etkiledi. Tunus ve servis şirketleri 2024 yılında iyi performans gösterdi. Almatı yeni uluslararası havalimanıyla güçlü sonuçlar elde etti. 2025 yılında Almatı, İzmir ve Esenboğa'nın AnadoluJet ve Air Astana filosunun büyümesiyle birlikte havalimanı faaliyetlerinde büyüme bekliyoruz. Ayrıca Antalya'daki yeni havalimanının 2025 yılında servis gelirlerinde artışa yol açmasını bekliyoruz.

TL'de reel güçlenme marjlar üzerinde baskı yaratıyor. 2024 yılında güçlü TL ve asgari ücret artışına rağmen genişleyen operasyonlarla birlikte FAVÖK marjında bir önceki yıla göre 0,6 puan iyileşme bekliyoruz. 2025 yılında, TL'de reel güçlenmeye rağmen, artan KKO'nun FAVÖK marjını bir önceki yıla göre 0,5 puan artırmasını bekliyoruz.

Büyüme planları. TAV, Almatı'daki yeni uluslararası terminalini ~200 milyon ABD Doları maliyetle tamamladı. TAV, Almatı Havalimanı'nın yolcu kapasitesini iki katına çıkarmayı planlıyor. TAV, 2021 yılında Antalya Havalimanı ihalesini kazandı. Yeni imtiyaz dönemi 2027'den 2051'e kadar 25 yıl sürecek. Antalya Havalimanı, TAV-Fraport Ortak Girişimi tarafından işletiliyor. Antalya Havalimanı'nın mevcut kapasitesi ~40 milyon yolcu/yıl'dır. Ortak girişim, mevcut terminaleri genişletmek için başlangıçta 750 milyon Euro harcayacak. Kapasitenin 2025 yılına kadar 65 milyon yolcu/yıl'a çıkacağını varsaydı. Ortak girişim aynı zamanda kapasiteyi 2040 yılına kadar 80 milyon yolcu/yıl'a çıkaracak olan yeni terminal için 165 milyon Euro harcayacak. Antalya Havalimanı'ndaki inşaatın 2025'in ilk çeyreğinde tamamlanması bekleniyor. TAV, Esenboğa Havalimanı ihalesini 475 milyon Euro + KDV bedelle kazandı. TAV, yeni pist ve diğer yatırımlar için 2023-2025'te 210 milyon Euro harcayacak. Yeni terminal yatırımı için 2036-2038'de 90 milyon Euro'luk harcama varsaydı. Yolcu kapasitesinin 2040 yılında iki katına çıkacağını varsaydı. Yönetim, Almatı Havalimanı'nda kargo, yakıt ve BT operasyonlarında yeni bir yatırım programı duyurdu. Planlanan yatırım harcaması, 2025-2028'e yayılmış 150-300 milyon Euro'dur. Tarife görüşmelerine bağlı olarak yatırım programının büyüklüğü Şubat 2025'teki yönetim kurulu toplantısında güncellenebilir. TAV'ın baz senaryo teklifinin kabul edilmesi halinde Almatı'da 2025'in ikinci yarısından itibaren FAVÖK seviyesinde %13-15 oranında kalıcı bir artış elde edilebilir.

Türk Hava Yolları

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	500.00
Güncel Fiyat, TL	313.75
Getiri Potansiyeli	59%
Halka Açıklık Oranı	50%
Piyasa Değeri, mn TL	432,975
Firma Değeri, mn TL	655,404

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	504,398	744,882	945,387	1,166,253
FAVÖK, mn TL	115,397	142,023	168,837	206,962
Net Kâr, mn TL	163,003	117,927	120,947	124,739

Borçluluk

Net Borç, mn TL	242,746	255,394	332,728	351,414
Net Borç/FAVÖK	2.1	1.8	2.0	1.7

Kârlılık

FAVÖK Marjı	22.9%	19.1%	17.9%	17.7%
Net Marj	32.3%	15.8%	12.8%	10.7%
Temettü Verimi	-	-	4.0%	4.7%

Büyüme

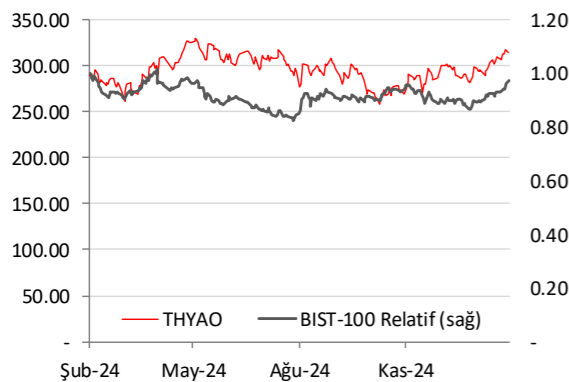
Ciro, y/y	62.1%	47.7%	26.9%	23.4%
FAVÖK, y/y	46.7%	23.1%	18.9%	22.6%
Net Kâr, y/y	243.7%	-27.7%	2.6%	3.1%

Değerleme Verisi

F/K	1.6	3.7	3.6	3.5
FD/FAVÖK	3.9	4.4	4.2	3.5
FD/Ciro	0.9	0.8	0.7	0.6

Hisse Verileri

Nominal Getiri	2.4%	5.3%	14.9%	11.5%
BİST-100 Relatif	4.7%	8.5%	4.5%	-1.2%
AOİH, mn TL	11,055	9,252	8,329	9,122



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Büyüme planları. 2024'te AKK bir önceki yıla göre %8 arttı. 2025'te filo genişlemesiyle birlikte AKK'da yıllık %7 büyüme bekliyoruz. 2025 yılında filo büyüklüğünün 45 net ilaveyle 537'ye ulaşmasını bekliyoruz. THY, 2033 yılında filosunu +810 uçak büyüklüğüne artırmayı hedefliyor. 2024 yılında ÜYK bir önceki yıla göre %8 arttı. 2025'te ÜYK'nın bir önceki yıla göre %7 artmasını bekliyoruz. 2025'te doluluk oranlarının yıllık bazda yatay kalmasını bekliyoruz.

2024'teki tedarik zindiri sorunları hava kargo operasyonlarını olumlu etkiledi. 2024 yılında kargo hacmi %21 artışla 2,0 milyon tona yükseldi. 2025 yılında kargo hacminin bir önceki yıla göre %7 artmasını bekliyoruz. Jeopolitik gelişmeler özellikle 2024'ün ikinci yarısında hava kargo fiyatlarını olumlu etkiledi. 2025 yılında jeopolitik durumda herhangi bir değişiklik olmayacağını varsayarak kargo fiyatlarının bu yüksek seviyelerde yatay kalmasını bekliyoruz.

2025'te birim gelirlerin yıllık %1 oranında daralmasını bekliyoruz. 4Ç23'te intikam seyahatlerinin azalmasıyla birim gelirler düşmeye başladı. 2024'te birim gelirlerin yıllık %4 daralacağını varsayıyoruz. 2025 yılında artan rekabetle birlikte bilet fiyatlarının da düşmesini bekliyoruz. 2023 yılında büyük havayolları, Pratt & Whitney motor sorunları nedeniyle Airbus filosunun önemli bir kısmını yere indirmeye karar verdi. Bu sorunun 2025 yılında da devam etmesi bekleniyor. THY, PW1100G-JM tipi motorlu A320/321NEO uçaklarında motor kaynaklı operasyonel sorunların etkisini azaltmak amacıyla, International Aero Engines (IAE) ile anlaşmanın revize edilmesi konusunda anlaşmaya vardı. Beklenenden yüksek yakıt fiyatları, beklenenden yüksek Asya performansı ve rakiplerin kapasite artıramaması, birim gelir varsayımlarımız üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturuyor. Sonuç olarak, 2025 yılında konsolide net satışlarda ABD doları bazında yıllık %6 büyüme bekliyoruz.

2025 yılında birim giderlerde yıllık %1 artış bekliyoruz. 2024 yılında birim giderlerin ağırlıklı olarak artan personel maliyetleri nedeniyle yıllık %4 oranında artmasını bekliyoruz. TL'deki reel değerlenme, asgari ücretteki son artış ve MENA bölgesindeki kokpit personeli rekabeti nedeniyle personel giderlerinin artmasını bekliyoruz. 2025 yılında personel kaynaklı maliyet baskısının daha düşük seviyede devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılında birim yakıt giderlerinde yıllık %4 düşüş bekliyoruz. Sonuç olarak, yüksek personel maliyetlerinin etkisini hafifletecek bir seviyede yakıt maliyetlerinde daralma bekliyoruz. FAVÖK marjının 2025 yılında 1,2 puan düşmesini bekliyoruz.

Potansiyel temettü. Ocak 2025'te Yönetim Kurulu Başkanı Ahmet Bolat, 2025 yılında temettü ödemeye istekli olduklarını gösteren bir basın açıklaması yaptı. THY daha önce 2013 yılında %15 dağıtım oranıyla 0,14 TL temettü ödemişti. 2025 yılında %15 dağıtım oranıyla hisse başına 12,7 TL temettü bekliyoruz.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir.

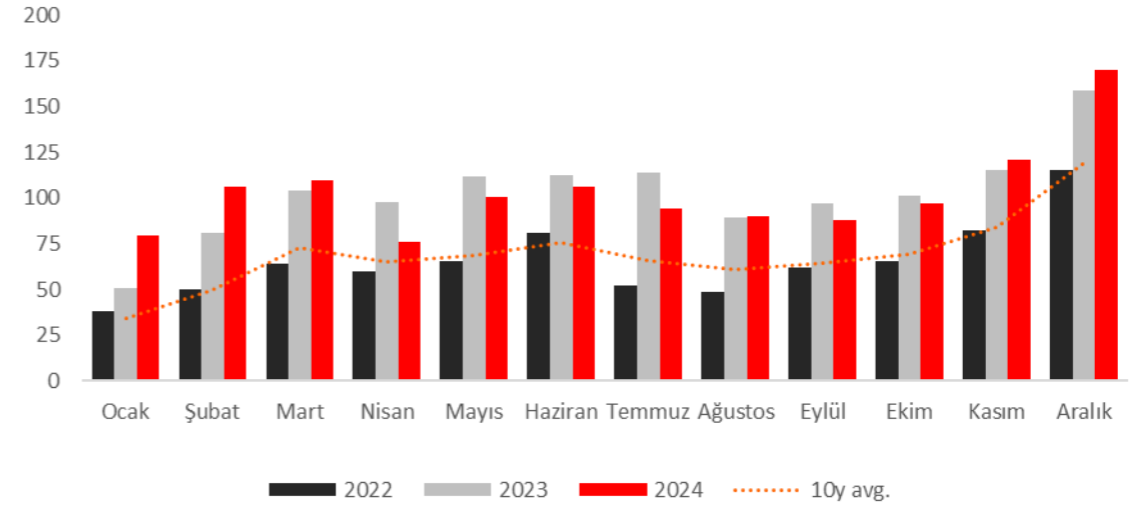
Otomotiv Sektörü – İç Pazar

2024'te rekor bir yılın üzerine güçlü performans. Yurt içi hafif araç satışları 2024 yılında yıllık bazda %0,5 artarak 1,24 milyon adede ulaştı ve 10 yıllık ortalama olan 830 bin adedin %49 üzerinde gerçekleşti. 2023 yılı 1,23 milyon adetlik hafif araç satışıyla rekor bir yıl olmuştu. 2024 yılının başlarında, yıl için tahminler 850-900 bin adet aralığındaydı ve bizim tahminimiz 900 bin adet idi. Sıkı kredi koşulları ve yüksek faiz oranlarına rağmen 2024 yılındaki güçlü performansın başlıca nedenleri; 1) ÖTV'den muaf araçların cazip fiyatları ile 1Ç24'teki güçlü performans, 2) GSR odaklı kampanyalar ile 2Ç24'teki güçlü performans, 3) Çinli markaların fiyat rekabeti ve destekleyici döviz fiyatları ile içten yanmalı araçlarda cazip fiyatlandırma, 4) ÖTV rejimi nedeniyle elektrikli araçlarda cazip fiyatlandırma ve 5) yüksek enflasyon beklentisine sahip bireysel müşterilerden gelen araç talebidir.

Yurt içi hafif araç satışlarının 2025 yılında yıllık %11 düşüşle 1,1 milyon adede gerilemesini bekliyoruz. Avrupa'da daralan talep nedeniyle Avrupalı üreticilerin Türkiye'ye daha fazla araç göndermek isteyeceğini düşünüyoruz. Daha iyi bulunabilirlik ve istikrarlı TL ile 2025 yılında fiyatlama gücünde düşüş bekliyoruz. Kredi koşullarının ve fiyat rekabetinin gevşemesi beklentimize rağmen, 1) bireysel müşterilerin düşen enflasyon beklentilerinin araçlara yönelik yatırım talebini normalleştirilmesi, 2) 2025 yılında seçim ve GSR değişikliği olmaması ve 3) ÖTV'den muaf araçlara ilişkin yakın zamanda yayınlanan kısıtlamalar nedeniyle 2025 yılında iç pazarda daralma bekliyoruz.

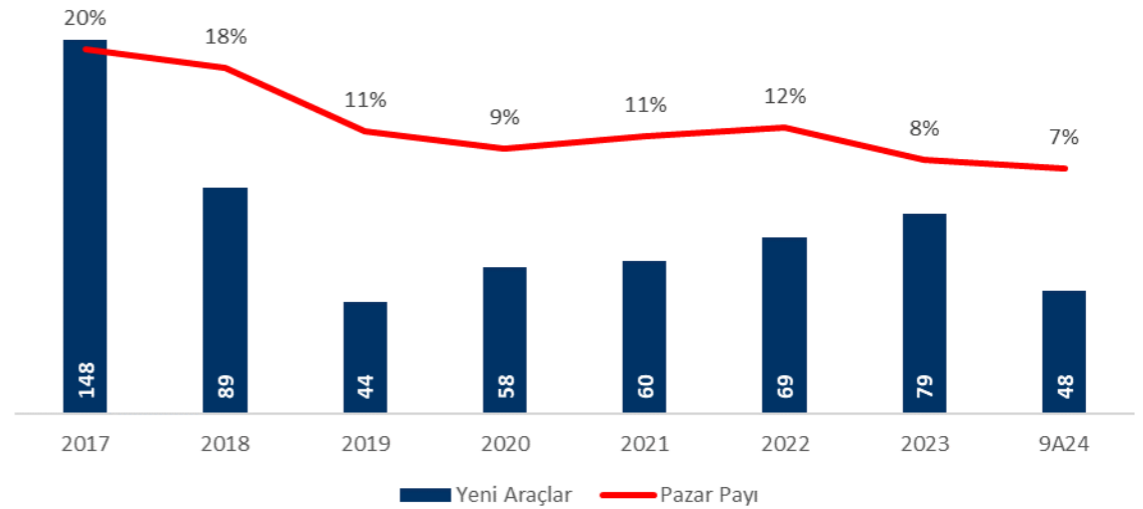
Kiralama talebinden kaynaklanan yukarı yönlü risk. 2018 yılında oto kiralama sektörü aşağı yönlü bir spirale girdi. Sektörün filo büyüklüğü 2017 yılında 366 bin araç ile zirve yaptı ve 9A24 itibarıyla 254 bin adede geriledi. Uzun vadede, şu anda ~%7 seviyesinde faaliyet gösteren kiralama sektörü için %15 pazar payının mümkün olduğunu düşünüyoruz.

Aylık Yurt İçi Hafif Araç Satışları (Bin Adet)



Kaynak: ODD, Ak Yatırım Araştırma

Kiralama Sektörü Yeni Araç Talebi (Bin Adet) ve Pazar Payı (%)



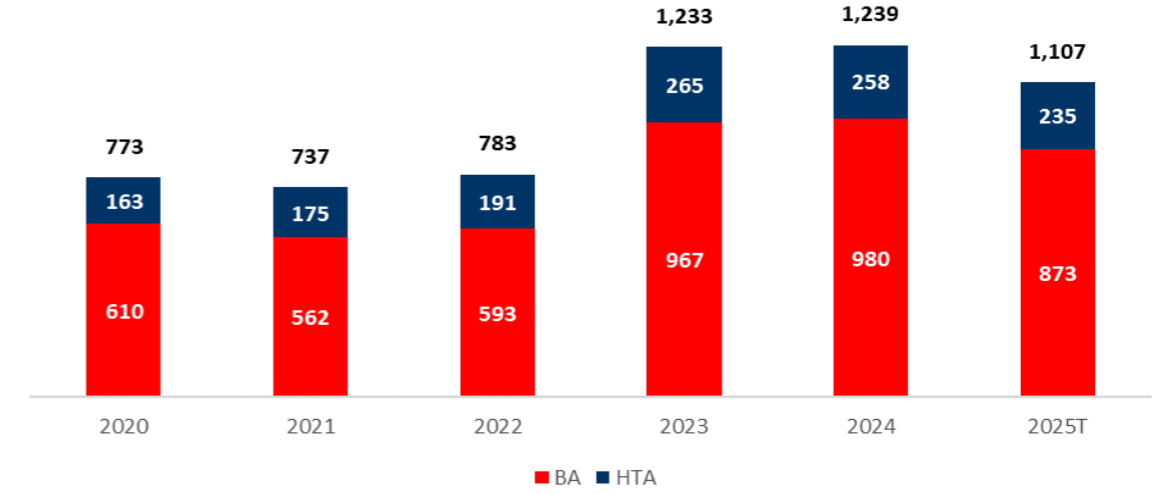
Kaynak: TOKKDER, Ak Yatırım Araştırma

Otomotiv Sektörü – İç Pazar

Elektrikli araç ve hibrit araç talebi 2024 yılında da güçlü kaldı. 2024'te binek araç satışları yıllık %1 artarken, hibrit araç satışları yıllık %69 ve elektrikli araç satışları yıllık %46 arttı. 2024'te binek araç segmentinde hibritin payı %11'den %18'e, elektrikli araçların payı ise %7'den %11'e yükseldi. Güçlü elektrikli araç talebi ağırlıklı olarak 1) yeni model tanıtımları, 2) ÖTV farklarından kaynaklanan fiyat avantajı ve 3) TOGG araçlar için cazip finansman fırsatlarından kaynaklandı. Temmuz 2024'te şarj edilebilir elektrikli araçlar için ÖTV fiyat aralıklarının artırılması ve vergi oranlarının düşürülmesi, özellikle BYD'nin yeni araç satışlarını artıracaktır.

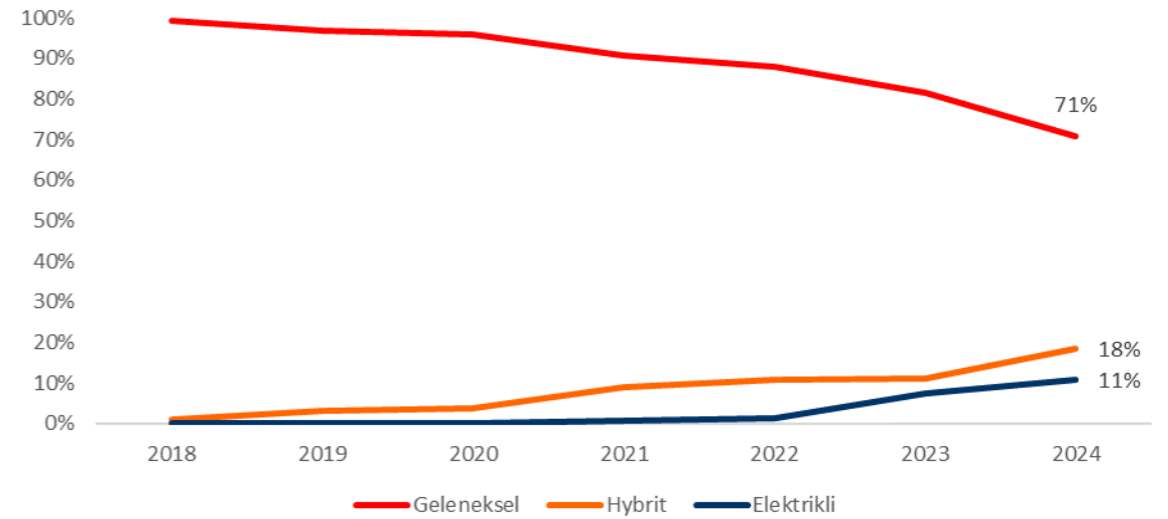
Türkiye'de elektrikli araç dönüşümü yavaşlatabilecek bazı faktörler bulunmaktadır. 1) Şarj altyapısının geride kalması uzun kuyruklara yol açmaktadır, 2) Şarj için gereken süre, hızlı şarjın 15-80 dakika sürmesi ve ortalama ~30 dakika olması nedeniyle bir sorun olmaya devam etmektedir. Bu, içten yanmalı araçların neredeyse anında yakıt ikmali yapmasıyla dikkate değer bir tezat oluşturmaktadır. 3) 2023'ün sonlarında, AB dışındaki elektrikli araç ithalatçıları ve serbest ticaret anlaşmaları olan ülkeler için temin edilmesi gereken ithalat lisansına ilişkin detaylar açıklandı. İthalatçılar, gümrükten geçebilmek için TSE sertifikası almak, birden fazla bölgede servis istasyonları kurmak, personel için mesleki yeterlilik belgeleri almak, Türkçe konuşan bir çağrı merkezi kurmak, Türkiye'de bir temsilcilik şirketi kurmak ve batarya sistemlerinin denetleneceğine dair yazılı bir taahhüt vermek gibi kriterleri yerine getirmek zorundadır. Bu zorunluluk Eylül 2024'te şarj edilebilir elektrikli araçların ithalatı için de getirildi. Bu düzenleme 31 Aralık 2024 tarihinde yayımlanan tebliğ ile ticari araç, traktör, römork ve motosiklet ithalatçıları da kapsayacak şekilde genişletildi. 4) Mart 2023'te Çin'den ithal edilen elektrikli araçlara %40 ek gümrük vergisi getirildi. Bu, önceki %10'luk tarifeye ek olarak uygulandı. Temmuz 2024'te Çin'den ithal edilen tüm yakıt tipi binek araçlara ilave %40 gümrük vergisi getirildi. Sonuç olarak, Çin'den ithal edilen tüm binek araçlara toplam %50 gümrük vergisi getirildi. 31 Aralık 2024'te, Çin'den ithal edilen içten yanmalı ve hibrit otomobillere uygulanan ek gümrük vergisi %40'tan %50'ye çıkarıldı. Elektrikli ve şarj edilebilir elektrikli araçlara uygulanan %40'lık ek gümrük vergisi ise değiştirilmedi. Son kararlar birlikte, Çin'den ithal edilen içten yanmalı ve hibrit otomobiller toplam %60 gümrük vergisine tabi olacak. Çin'den ithal edilen araçların markalarının teşvik programları kapsamında olması halinde ek gümrük vergisi uygulanmayacak.

Hafif Araç Pazarı (Bin Adet)



Kaynak: ODD, Ak Yatırım Araştırma

Binek Araç Motor Tipine Göre Kırılım



Kaynak: ODD, Ak Yatırım Araştırma

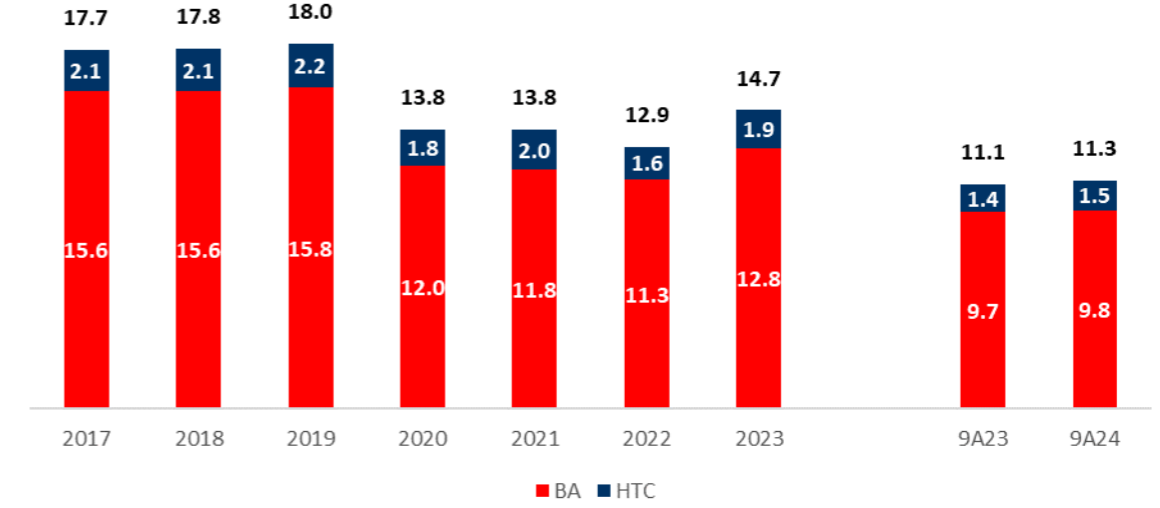
Otomotiv Sektörü – İhracat

2025'te Avrupa (AB + EFTA + Birleşik Krallık) pazarında zorlu koşullar. 2020 yılında, Avrupa hafif araç satışları (Binek araç + Kamyonet (< 3,5 ton)) önemli ölçüde azaldı. Binek araç satışları kamyonetlere göre daha ciddi şekilde etkilendi. 2021 ve 2022'de hafif araç talebi, bulunabilirlik sorunlarıyla birlikte yavaş kaldı. 2023'te Avrupa'da hafif araç satışları yıllık %14 büyümeye ile toparlanmaya başladı. 1Y24'te, hafif araçlardaki güçlü performans yıllık %5 büyümeye ile devam etti, ancak 3Ç24'te hafif araç satışları yıllık %6 daraldı. Almanya, Ocak 2023'te şarj edilebilir elektrikli araçlara yönelik sübvansiyonları aşamalı olarak kaldırmaya başladı. Buna ek olarak, Almanya Aralık 2023'te satın alma primlerini düşürdü. ECB'nin faiz indirimlerine ve Avrupa'daki yeni model tanıtımlarına rağmen, sübvansiyonlardaki değişikliklerden sonra yüksek fiyatlandırma, 2025 yılında Avrupa pazarında adet büyümesi için bir zorluk oluşturuyor.

Yaşlanan araç pazarı yukarı yönlü bir risk oluşturuyor. Ocak 2023'te yayınlanan en son "Avrupa'da Kullanılan Araçlar" raporuna göre, binek araçların ortalama yaşı bir yıl önce 11,8 iken 2021'de 12,0'a yükseldi. Hafif ticari araçların ortalama yaşı 11,9'dan 12,0'a yükselirken, orta ve ağır ticari araçların ortalama yaşı bir yıl önceki 13,9'dan 2021'de 14,2'ye yükseldi. Daha yüksek ortalama araç yaşı, satış sonrası pazarında fırsatlar yaratmakta ve yenileme talebini artırmaktadır. Ticari araç segmentinde yaşlanan filolar, bakım maliyetlerinin artmasına ve arıza süreleri nedeniyle operasyonel verimliliğin azalmasına neden olmaktadır. Buna ek olarak, araçların yüksek ortalama yaşı, elektrikli araçlara geçiş için kullanılabilir bir yenileme fırsatı sunmaktadır.

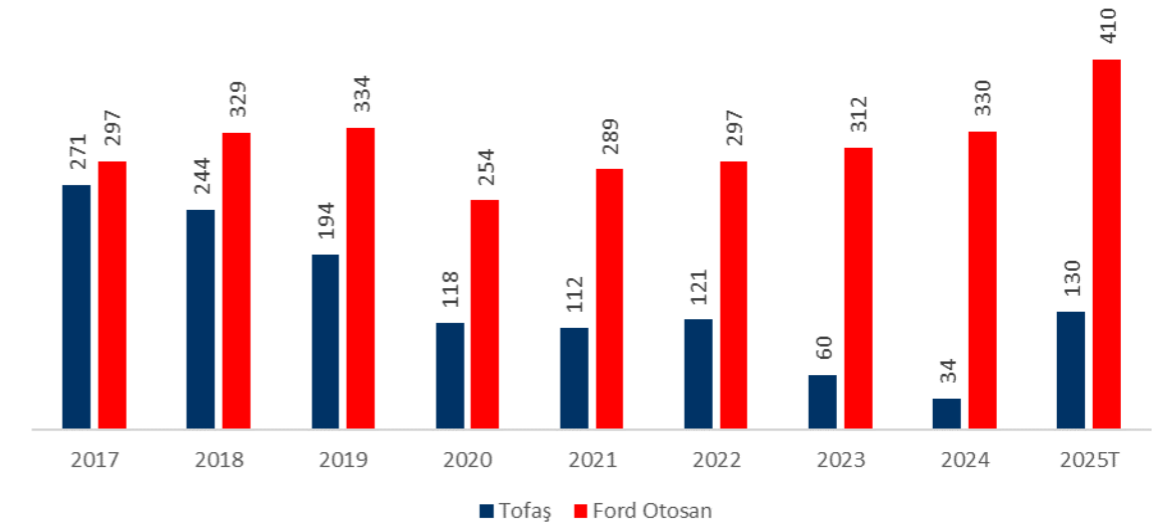
Adet olarak satışlar hala pandemi öncesi seviyelerin altında. 2019 yılında Avrupa pazarında 15,8 milyon adet binek otomobil ve 2,2 milyon adet kamyonet satılmıştır. 9A24 itibarıyla, binek araç satışları pandemi öncesi seviyelerin %81'ine, kamyonet satışları ise %90'ına ulaşmıştır. 2023'teki ve 1Y24'teki bu güçlü performansa rağmen, Avrupa pazarındaki hafif araç satışları hala pandemi öncesi seviyelerin altında kalmakta ve daha fazla büyümeye potansiyeline işaret etmektedir.

Avrupa Hafif Araç Pazarı (Milyon Adet)



Kaynak: ACEA, Ak Yatırım Araştırma

Tofaş ve Ford Otosan İhracat Satış Hacimleri (Bin Adet)



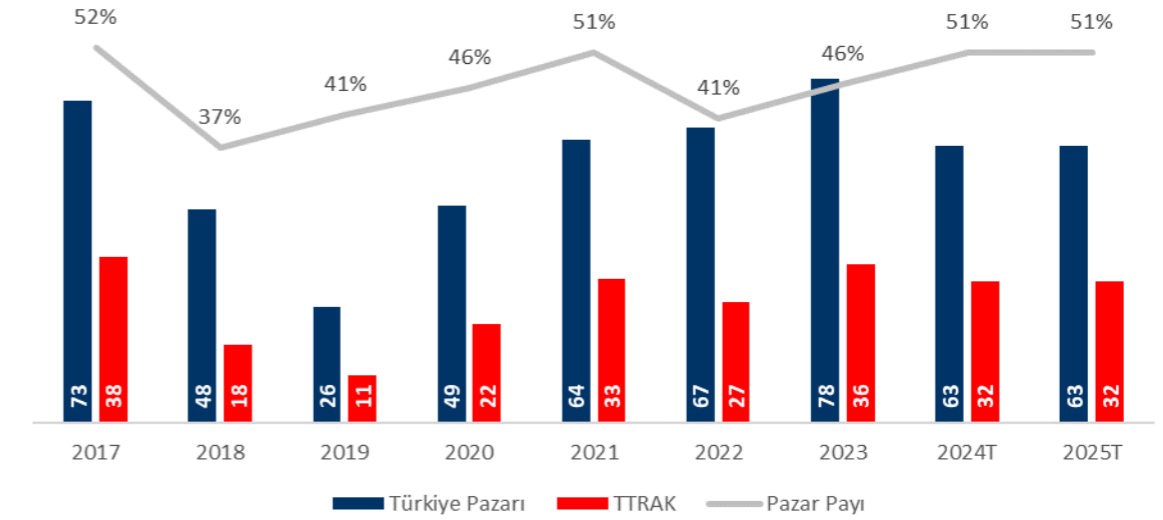
Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Otomotiv Sektörü – Traktör

Yurt içi traktör pazarının 2025 yılında 63 bin adet ile yatay seyretmesini bekliyoruz. 2023 yılı 78 bin adet satışla rekor bir yıl olmuştu. 2024 yılında yurt içi traktör pazarında yıllık bazda %19'luk bir düşüş bekliyoruz. Ziraat Bankası faiz ödemelerinde yerli üretim traktörler için %50, ithal traktörler için ise %25 sübvansiyon sunuyor. Sübvansiyon sonrası faiz oranı 2023 başında %5 iken, Haziran 2023'te artmaya başladı. Sübvansiyonlu oran Mart 2024'te %29,4 ile en yüksek seviyesini görmüştür. Eylül 2024'te sübvansiyonlu oran %24,6 olmuştur. Sübvansiyonlu oranın enflasyonun altında kalmasına rağmen, faiz maliyetlerindeki önemli artış 2024 yılında talebi yavaşlattı. Mayıs 2024'te Resmi Gazete'de yayımlanan tebliğ ile traktör finansmanı kullanan üreticilerin 5 yıl içinde yeni bir traktör kredisi kullanamayacağı şartı eklenmiştir. Sonuç olarak, Ziraat Bankası'nın bu segmentteki pazar payı 2023 yılında %69 iken Eylül 2024'te %23'e gerilemiştir. Faiz sübvansiyonlu kredilerdeki düşüş, 2024 yılında yurt içi traktör talebindeki daralmaya katkıda bulunmuştur. 2023'te traktörlere yönelik yatırım talebi temel olarak enflasyondan kaynaklanırken, 2024'te enflasyondaki düşüşle birlikte yatırım talebi yumuşamıştır.

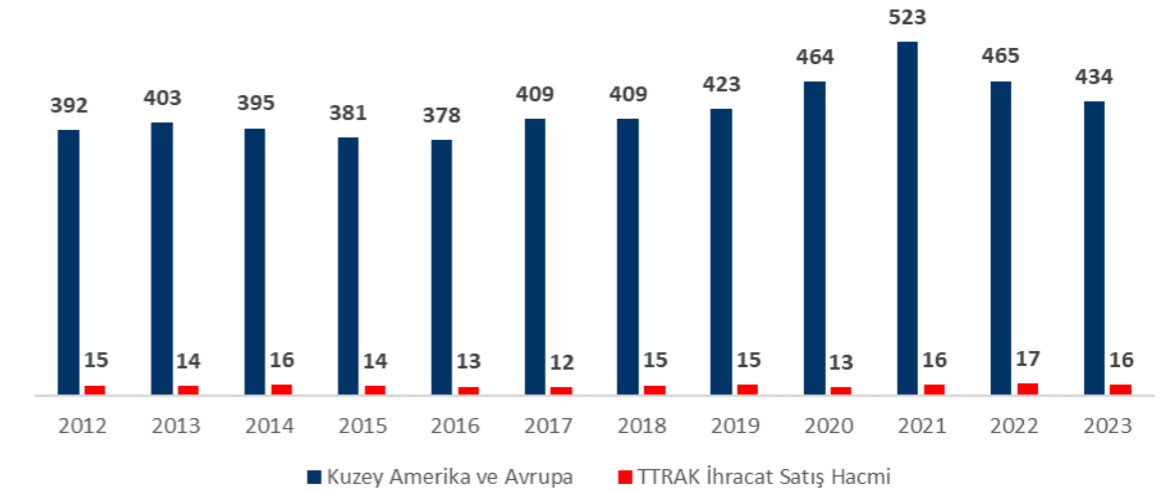
2025'te bir başka zorlu yıl. Kuzey Amerika ve Avrupa, Türk Traktör ihracatının ~%80'ini oluşturmaktadır. 2024 yılında hem Avrupa hem de Kuzey Amerika pazarlarının yıllık bazda %10-15 oranında gerilemesi beklenmektedir. 2024 yılında Türk Traktör'ün ihracat satış hacmi yıllık bazda %22 gerilemiştir. John Deere'in 2025 yılı beklentileri, ABD ve Kanada'da büyük tarımsal ekipman sektörü satışlarında yıllık ~%30, ABD ve Kanada'da küçük tarımsal ekipman sektörü satışlarında yıllık ~%10 ve Avrupa tarımsal ekipman sektöründe %5-10 düşüş bekleyerek bir başka zorlu yıla işaret etmektedir. Bu tahminler, ABD ve Kanada'daki zayıf çiftlik finansalları, yüksek faiz oranları ve çiftçilerin likidite endişelerini yansıtmaktadır. Buna ek olarak, Avrupa'da elverişsiz hava koşulları, düşük emtia fiyatları, yüksek girdi maliyetleri ve yüksek faiz oranı ile zayıf çiftlik finansalları olumsuz bir ortam yaratmaktadır. John Deere, 4Ç24 konferansında Brezilya ve Arjantin'de beklenen rekor üretimin küresel emtia fiyatları üzerinde daha fazla baskı yaratarak 2025 yılında çiftçilerin gelirlerinin düşük kalmasına neden olabileceğini belirtmiştir. Türk Traktör'ün ağırlıklı olarak düşük HP traktör ihraç ettiği düşünüldüğünde, John Deere'in Türk Traktör'ün ihracat pazarlarında yıllık %5-10 düşüş öngördüğünü düşünüyoruz.

Türkiye Traktör Pazarı ve Türk Traktör Yurt İçi Satışları (Bin Adet)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

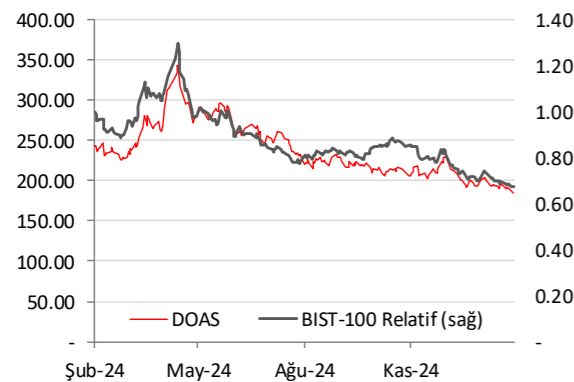
Ana İhraç Pazarları ve Türk Traktör İhracat Satışları (Bin Adet)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Doğuş Otomotiv

Bloomberg Kodu	DOAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	365.00			
Güncel Fiyat, TL	183.80			
Getiri Potansiyeli	99%			
Halka Açıklık Oranı	39%			
Piyasa Değeri, mn TL	40,436			
Firma Değeri, mn TL	23,643			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	149,245	183,206	186,670	221,271
FAVÖK, mn TL	24,676	15,288	15,931	18,852
Net Kâr, mn TL	19,622	6,750	9,833	13,800
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	1,879	10,603	8,206	8,614
Net Borç/FAVÖK	0.1	0.7	0.5	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.5%	8.3%	8.5%	8.5%
Net Marj	13.1%	3.7%	5.3%	6.2%
Temettü Verimi	13.0%	27.7%	9.2%	13.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	219.0%	22.8%	1.9%	18.5%
FAVÖK, y/y	214.2%	-38.0%	4.2%	18.3%
Net Kâr, y/y	150.8%	-65.6%	45.7%	40.3%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	2.3	6.0	4.1	2.9
FD/FAVÖK	0.8	1.6	1.4	1.2
FD/Ciro	0.1	0.1	0.1	0.1
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	-3.5%	-6.3%	-12.0%	-23.0%
BİST-100 Relatif	-1.3%	-3.4%	-20.0%	-31.7%
AÖİH, mn TL	328	370	394	674



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

Yurt içi motorlu araç pazarının 2025 yılında yıllık %11 daralmasını bekliyoruz. Doğuş Otomotiv hafif araç pazar payı, başarılı yeni tanıtımlar, fiyat kampanyaları ve daha iyi hafif ticari araç bulunabilirliği ile 2024 yılında Skoda dahil yıllık 1,2 puan artmıştır. Skoda hariç hafif araç pazar payı 2024 yılında yıllık 0,4 puan artış göstermiştir. 2025 yılında, yeni tanıtım ve elektrikli araç dönüşümü nedeniyle hem Skoda hariç hem de Skoda dahil hafif araç pazar payında yıllık 0,5 puan artış bekliyoruz. Skoda dahil toplam satış hacminin 2025 yılında yıllık %9 düşüşle 173 bin olmasını bekliyoruz. Skoda hariç toplam satış hacminin 2025'te yıllık %8 düşüşle 133 bin olmasını bekliyoruz.

2025'te zayıflayan fiyatlandırma gücü. 2022-2023'te fiyatlandırma gücündeki önemli artış ağırlıklı olarak daha yüksek ağır ticari araç satışları, bulunabilirlik sorunları ve düşük reel faizlerden kaynaklanan talepten kaynaklandı. Binek araç segmentinde 4Ç23'te sektör genelinde bir fiyat düşüşünün başladığını görüyoruz. 2024 yılında araç başına ortalama net satışların reel olarak yıllık %19 düşmesini bekliyoruz. Zayıflayan talep beklentimiz ve artan bulunabilirlik göz önüne alındığında, 2025 yılında araç başına ortalama net satışların reel olarak yıllık %14 düşmesini bekliyoruz.

2025'te FAVÖK marjında iyileşme. Özellikle ticari araçlardaki güçlü fiyatlandırma, kur oynaklığı kaynaklı stok kazançları, maliyet kontrolleri, ağır ticari araç ve satış sonrası hizmet satışlarındaki artış, 2022-2023 yıllarında yüksek FAVÖK marjlarına yol açtı. 2024 yılında FAVÖK marjının yıllık bazda 8,2 puan daralarak %8,3'e gerilemesini bekliyoruz. Şirket 9A24'te 2023 yılındaki deprem için 1,8 milyar TL bağış yaptı. 2025'te bağış yapılmayacağı ve enflasyon muhasebesinin etkisinin azalacağı varsayımıyla, fiyatlama gücündeki önemli düşüşe rağmen FAVÖK marjının yıllık 0,2 puan artışla %8,5'e yükselmesini bekliyoruz.

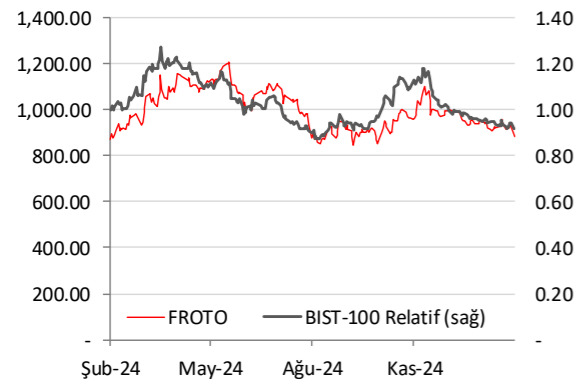
İştirak performansı. 2022-2024 yıllarında iç pazarda 3,3 milyon hafif araç satıldı. Yeni satın alınan otomobiller için muayene süresi 3 yıl, ticari araçlar için ise satın alımdan 2 yıl sonra başlamaktadır. TUVTURK'ün muayene fiyatları her yıl bir kez güncellenmektedir. Muayene fiyatları enflasyona endekslidir. TUVTURK'ün önümüzdeki yıllarda Doğuş'un karlılığına önemli katkılar sağlayacağını düşünüyoruz.

Doğuş GYO'nun satın alınması. Doğuş Otomotiv, Doğuş GYO'nun %93,7'sini Doğuş Holding'den 5,1 milyar TL'ye, yani 2023 yılı net satışlarının %3'üne satın almıştır. Şirket, 4Ç23'te kontrol gücüne sahip A grubu hisseleri satın almıştır. 4Ç23'te Doğuş Otomotiv, Doğuş GYO'yu konsolide etmeye başlamıştır.

Potansiyel hisse satışı. Doğuş Holding, Doğuş Otomotiv'in 22 milyon adet hissesini (toplam sermayenin %10'u) borsada işlem gören hisselerle dönüştürme kararı aldı. Doğuş Holding geçtiğimiz günlerde 213 TL'den 11 milyon adet hisse satışı gerçekleştirdi. Doğuş Holding'in satılacak 11 milyon adet hissesi kaldı.

Ford Otosan

Bloomberg Kodu	FROTO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	1,530.00			
Güncel Fiyat, TL	884.00			
Getiri Potansiyeli	73%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mn TL	310,204			
Firma Değeri, mn TL	408,986			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	411,906	614,308	853,243	1,037,483
FAVÖK, mn TL	42,710	44,710	67,900	88,269
Net Kâr, mn TL	49,056	36,936	45,828	53,944
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	60,531	90,555	159,067	179,078
Net Borç/FAVÖK	1.4	2.0	2.3	2.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	10.4%	7.3%	8.0%	8.5%
Net Marj	11.9%	6.0%	5.4%	5.2%
Temettü Verimi	6.1%	8.1%	7.7%	9.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	139.8%	49.1%	38.9%	21.6%
FAVÖK, y/y	116.5%	4.7%	51.9%	30.0%
Net Kâr, y/y	163.5%	-24.7%	24.1%	17.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.1	8.4	6.8	5.8
FD/FAVÖK	7.3	9.0	6.9	5.5
FD/Ciro	0.8	0.7	0.5	0.5
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	-3.3%	-7.1%	-8.0%	3.5%
BİST-100 Relatif	-1.1%	-4.2%	-16.4%	-8.2%
AOİH, mn TL	1,166	1,053	1,092	1,088



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

Yurt içi motorlu araç pazarının 2025 yılında yıllık %11 daralmasını bekliyoruz. 2024 yılında Ford'un hafif araç pazar payı %8,5 seviyesinde yatay kaldı. Ford, 1Y24'te ağırlıklı olarak yeni modellerin üretim sorunları nedeniyle hafif araç segmentinde pazar payı kaybetti. Nisan 2024'ten itibaren bir toparlanma gördük. İlk yarıdaki düşük baz etkisini göz önünde bulundurarak, Ford'un hafif araç pazar payının 2025'te yıllık 1,1 puan artışla %9,6'ya yükselmesini bekliyoruz. 2024 yılında yurt içi ağır ticari araç pazarı yüksek bir bazdan yıllık %8 daraldı. 2024'ün ilk 2 ayında ağır ticari araç pazarı yüksek bazına rağmen, özellikle Türkiye'deki stokları eritmeye çalışan Avrupalı üreticilerin fiyat indirimleri nedeniyle yıllık %20 büyüdü. 2025 yılında yurt içi ağır ticari araç satışlarında yıllık bazda %10 düşüş bekliyoruz. 9A24'te Ford'un yurt içi ağır ticari araç satış hacmi ağırlıklı olarak fiyat rekabeti nedeniyle yıllık bazda %26 azaldı. Ford'un yurt içi ağır ticari araç pazar payının 2025 yılında yukarı yönlü normalleşmesini bekliyoruz. Sonuç olarak, Ford'un yurt içi satış hacminin 2025 yılında yıllık bazda %1 artmasını bekliyoruz.

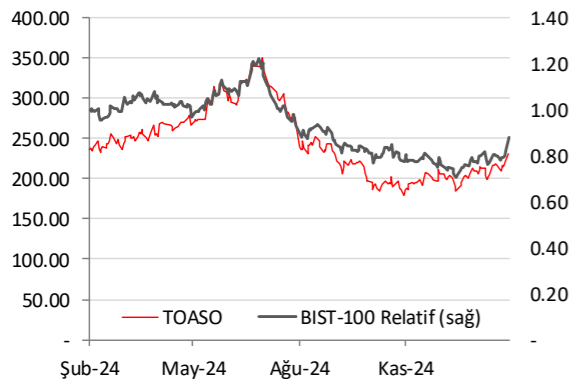
2025'te daha iyi ihracat performansı bekliyoruz. Ford Otosan'ın ihracata yönelik Custom modelinin tanıtım gecikmeleri ve üretim sorunları nedeniyle 1Y24'te Türkiye'den ihracat satış hacmi yıllık bazda %4 geriledi. Üretim sorunlarının çözülmesiyle Ford, 2Y24'te Türkiye'den ihracatını yıllık bazda %15 artırdı. Avrupa'da yumuşayan talebe rağmen, ilk yarıdaki düşük baz etkisi ve 2025'teki yeni tanıtımlar nedeniyle Türkiye'den ihracatta yıllık %25 artış bekliyoruz. Ford Romanya'nın satış hacmi 2024 yılında yıllık %23 arttı. Courier modelinin üretim sorunları ve Puma'nın makyajlanması göz önüne alındığında, Romanya'nın 2025 yılında daha yüksek sevkiyatlar gerçekleştireceğine inanıyoruz. Romanya satış hacminde 2025 yılında yıllık %4 artış bekliyoruz.

Fiyatlama gücünde zayıflama. 1Ç24'te Ford Otosan'ın fiyatlama gücünde önemli bir değişim olmadı. Ancak, 2Ç24'te, özellikle Genel Güvenlik Yönetmeliği'nin (GSR) yol açtığı stok eritme nedeniyle yurt içi fiyatlarda yıllık %10 reel düşüş gözlemledik. 2024 yılında araç başına ortalama net satışların reel olarak yıllık %5 daralmasını bekliyoruz. 2025 yılında, Avrupa'daki yavaşlama ve Avrupalı üreticilerin Türkiye'ye sevkiyatlarını artırma potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda, araç başına ortalama net satışların reel olarak yıllık %4 daralmasını bekliyoruz.

2025'te FAVÖK marjında iyileşme. 2023 yılında maliyet kontrolleri, güçlü talep ve olumlu satış karmasının etkileriyle FAVÖK marjı %10,4 oldu. Ancak, 9A24'te FAVÖK marjı, 1) olumsuz satış karması, 2) yeni nesil Custom ve Courier modellerinin üretim sorunları, 3) yeni lansmanlardaki gecikmelerin stok devir hızını düşürmesi ve 4) döviz kuru eğilimlerinin olumsuz etkisiyle yıllık bazda 5,3 puan azalarak %7,2'ye geriledi. FAVÖK marjının 2024 yılında yıllık bazda 3 puan azalarak %7,3'e gerilemesini bekliyoruz. 2025 yılında, üretimde sorun olmayacağı, stok devir hızının artacağı ve enflasyon muhasebesinin etkisinin azalacağı varsayımlarıyla, FAVÖK marjının yıllık 0,7 puan artışla %8,0'a yükselmesini bekliyoruz.

Tofaş

		TOASO TI			
		Endeks Üz. Getiri			
Bloomberg Kodu					
Tavsiye					
Hedef Fiyat, TL		325.00			
Güncel Fiyat, TL		230.20			
Getiri Potansiyeli		41%			
Halka Açıklık Oranı		24%			
Piyasa Değeri, mn TL		115,100			
Firma Değeri, mn TL		113,127			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	130,254	120,757	197,954	287,200	
FAVÖK, mn TL	19,667	9,298	17,832	28,647	
Net Kâr, mn TL	15,083	5,923	14,320	22,537	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	-13,025	-536	6,633	-943	
Net Borç/FAVÖK	-0.7	-0.1	0.4	-0.0	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	15.1%	7.7%	9.0%	10.0%	
Net Marj	11.6%	4.9%	7.2%	7.8%	
Temettü Verimi	2.6%	8.7%	3.6%	8.7%	
Büyüme					
Ciro, y/y	95.0%	-7.3%	63.9%	45.1%	
FAVÖK, y/y	74.5%	-52.7%	91.8%	60.7%	
Net Kâr, y/y	76.2%	-60.7%	141.8%	57.4%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	7.5	19.4	8.0	5.1	
FD/FAVÖK	5.1	12.3	6.8	4.0	
FD/Ciro	0.8	0.9	0.6	0.4	
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A	
Nominal Getiri	10.1%	9.9%	23.8%	-2.3%	
BİST-100 Relatif	12.7%	13.3%	12.5%	-13.3%	
AOİH, mn TL	1,729	1,661	1,230	1,180	



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

Yurt içi hafif araç pazarının 2025 yılında yıllık %11 düşüşle 1,1 milyona gerilemesini bekliyoruz. Tofaş 2024 yılında, güncellenmeyen ÖTV kademeleri, güçlü elektrikli araç talebi, Fiorino üretiminin sonlandırılması ve yaşanan ürün portföyü nedeniyle rekabet gücünü kaybederek yıllık bazda 4,6 puan pazar payı kaybetmiştir. 2025 yılında, ağırlıklı olarak 1Y25'te Fiorino üretiminin sonlandırılmasının etkisiyle hafif araç segmentinde 1,0 puan yıllık pazar payı kaybı bekliyoruz. Stellantis, Tofaş'a 4 marka için planlanan yeni araç modeli "K0" ve "combi" versiyonlarının üretim ve dağıtım hakkını verdi. Yeni modellerle ilgili olarak, KKO'nun kademeli olarak artarak 2027 yılında %72'ye ulaşacağını varsayıyoruz. Tofaş'ın optimal KKO'ya ulaşması için en az bir yeni modele daha ihtiyacı olduğunu düşünüyoruz. K0 üretiminin 2025 yılında başlayacağını varsaydık, ancak üretimin 2 yıl içinde kademeli olarak artmasını bekliyoruz. Ayrıca, K0 ağırlıklı olarak ihracat pazarlarına satılacak bir modeldir. Sonuç olarak, K0'ın yurt içi hafif araç pazar payı üzerindeki etkisi 2025 yılında sınırlı olacaktır. Tofaş, Temmuz 2023'te Stellantis Otomotiv'i satın almaya karar verdi. Anlaşmanın tamamlanma tarihine ilişkin belirsizlikler nedeniyle bu satın almanın etkisini modelimize dahil etmedik. 2024 yılında ihracat satış hacmi, Fiorino üretiminin sonlandırılması ve MENA bölgesindeki sorunlar nedeniyle yıllık bazda %45 daraldı. 2025 yılında, ağırlıklı olarak K0 üretiminin başlaması nedeniyle yıllık %289 artışa işaret eden 130 bin adetlik ihracat satış hacmi bekliyoruz.

2025'te fiyatlama gücünde zayıflama. Zayıflayan talep beklentimiz ve artan araç bulunabilirliği göz önüne alındığında, 2025 yılında araç başına ortalama net satışların reel olarak yıllık %3 düşeceğini, 2024 yılında ise reel olarak yıllık %5 düşeceğini varsayıyoruz.

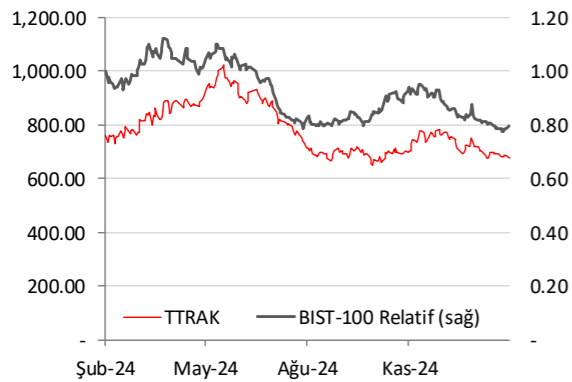
FAVÖK marjının 2025 yılında düşük bir bazdan iyileşmesi. Başarılı yeni lansmanlar, stok kazançları, maliyet kontrolleri, al ya da öde sözleşmeleri ve satış karmasında yurt içi hacminin artması 2022 ve 2023 yıllarında yüksek FAVÖK marjlarına yol açtı. 2024 yılında FAVÖK marjının yıllık bazda 8,0 puan daralmasını bekliyoruz. 2025'te azalan fiyatlama gücüne rağmen, düşen enflasyon ve artan KKO ile marjlarda yıllık 1,4 puan iyileşme bekliyoruz. 2024 yılında, parasal kayıplar dikkate alındığında, %4,8 VÖK marjı varsayıyoruz. Yönetim beklentisi >%5'tir. Daha yüksek FAVÖK marjı ve azalan parasal kayıp ile VÖK marjında yıllık 3,2 puan iyileşme bekliyoruz.

Stellantis Otomotiv anlaşması. Tofaş, Peugeot, Citroen, Opel ve DS'nin Türkiye distribütörü Stellantis Otomotiv'in %100'ünü 400 milyon EUR karşılığında satın almaya karar verdi. Satın alma işleminin kapanışını takip eden 8 yıl için şarta bağlı performans ödemesi de bulunmaktadır. Satın alma işleminin tamamlanması halinde Tofaş, Stellantis markalı araçların ve ilgili yedek parçaların Türkiye'deki ithalatçısı ve distribütörü olacaktır.

Temettü. Tofaş 2024 yılında %66 dağıtım oranına tekabül eden 20,0 TL/hisse temettü dağıttı. Tofaş'ın son 5 yıldaki ortalama temettü dağıtım oranı %73'tür. %70 dağıtım oranı varsayımıyla, 2025 yılında 8,3 TL/hisse temettü dağıtılmasını bekliyoruz.

Türk Traktör

Bloomberg Kodu	TTRAK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	1,040.00			
Güncel Fiyat, TL	678.00			
Getiri Potansiyeli	53%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	67,845			
Firma Değeri, mn TL	69,756			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	58,436	66,248	85,716	105,738
FAVÖK, mn TL	13,193	11,198	14,127	16,895
Net Kâr, mn TL	9,342	6,381	8,247	9,027
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-6,553	-1,680	-1,127	120
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.2	-0.1	0.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	22.6%	16.9%	16.5%	16.0%
Net Marj	16.0%	9.6%	9.6%	8.5%
Temettü Verimi	3.9%	17.2%	7.5%	9.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	167.6%	13.4%	29.4%	23.4%
FAVÖK, y/y	287.3%	-15.1%	26.2%	19.6%
Net Kâr, y/y	214.4%	-31.7%	29.2%	9.5%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.8	10.6	8.2	7.5
FD/FAVÖK	3.6	5.9	4.7	4.0
FD/Ciro	0.8	1.0	0.8	0.6
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	-0.4%	-5.8%	-3.7%	-8.7%
BİST-100 Relatif	1.8%	-2.9%	-12.4%	-19.1%
AOİH, mn TL	86	120	180	336



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

11A24'te yurt içi traktör pazarı satışları yıllık bazda %18 daraldı. 2023 yılında yurt içi traktör pazarı satış hacmi yıllık bazda %16 artarak 78 bin adet ile rekor seviyeye ulaşmıştır. 2024 yılında yurt içi traktör talebi yüksek faiz oranları ile beklendiği gibi aşağı yönde normalleşti. Ayrıca, Mayıs 2024'te Resmi Gazete'de yayımlanan tebliğ ile traktör finansmanı kullanan üreticilerin 5 yıl içinde yeni bir traktör kredisi kullanamayacağı şartı eklenerek faiz sübvansiyonlu talep daha da sınırlandırıldı. 2025 yılında yurt içi traktör pazarının 63 bin adet seviyesinde yatay seyretmesini bekliyoruz. 2022 ve 2023 yıllarında Türk Traktör, faz 4 ve faz 5 bulunabilirlik sorunları nedeniyle pazar payını rakiplere kaptırmıştı. 11A24'te Türk Traktör'ün yurt içi pazar payı, daha iyi tedarik zinciri koşulları sayesinde yıllık bazda 5 puan arttı. 2025 yılında yurt içi pazar payının %51 seviyesinde sabit kalmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, Türk Traktör'ün yurt içi traktör satış hacminin 2025'te yıllık bazda yatay kalmasını bekliyoruz.

Önemli ihracat pazarları 2025 yılında umut verici görünmüyor. Kuzey Amerika ve Avrupa, Türk Traktör'ün ihracat hacminin %80-85'ini oluşturmaktadır. Türk Traktör, zayıf küresel talep ve bayi stok ayarlamaları nedeniyle 2024 yılını ihracat hacminde yıllık %22 düşüşle tamamladı. John Deere, Türk Traktör'ün önemli ihracat pazarlarında yıllık %5-10 düşüş bekleyen 2025 yılı beklentilerini yayınladı. Türk Traktör'ün ihracat satış hacminde 2025 yılında yıllık %5 daralma bekliyoruz.

2025'te yatay fiyatlandırma gücü. Türk Traktör 2023 yılında birim başına ortalama satışlarını reel olarak yıllık %23 artırmıştır. 2022 ve 2023 yıllarında şirket, özellikle daha iyi satış karması, düşük reel faizin yarattığı talep, faiz sübvansiyonları ve tedarik zinciri sorunları nedeniyle birim başına ortalama satışlarını reel olarak artırmayı başarmıştır. 2024 yılında, daha iyi bulunabilirlik ve yavaşlayan enflasyon ile talebin zayıflamasıyla, birim başına ortalama satışlarda reel olarak %1 düşüş bekliyoruz. 2025 yılında, birim başına ortalama satışlarda reel olarak yatay bir yıl bekliyoruz.

FAVÖK marjında düşüş. Güçlü fiyatlandırma şirketin 2022 ve 2023 yıllarında brüt kar marjını artırmasına yardımcı oldu. Ayrıca, döviz kurlarındaki dalgalanma stok karlarını destekledi. 2024 yılında normalleşen piyasa ve makro koşullar altında FAVÖK marjında yıllık bazda 5,7 puan düşüş bekliyoruz. Düşen enflasyonun FAVÖK marjı üzerindeki etkisine rağmen, satış hacmi daralmasıyla FAVÖK marjında yıllık 0,4 puan düşüş bekliyoruz.

Kayhan Ertuğrul Makina satın alımı. Türk Traktör, Kayhan Ertuğrul Makina ve Terramak Tarım Makinaları'nın %100'ünü satın almaya karar verdi. Satın alma bedeli 65,5 milyon ABD Doları'dır. Ödeme nakit ve TL olarak yapılacaktır. Türk Traktör anlaşmayı tamamlamak için Rekabet Kurulu'nun onayını beklemektedir.

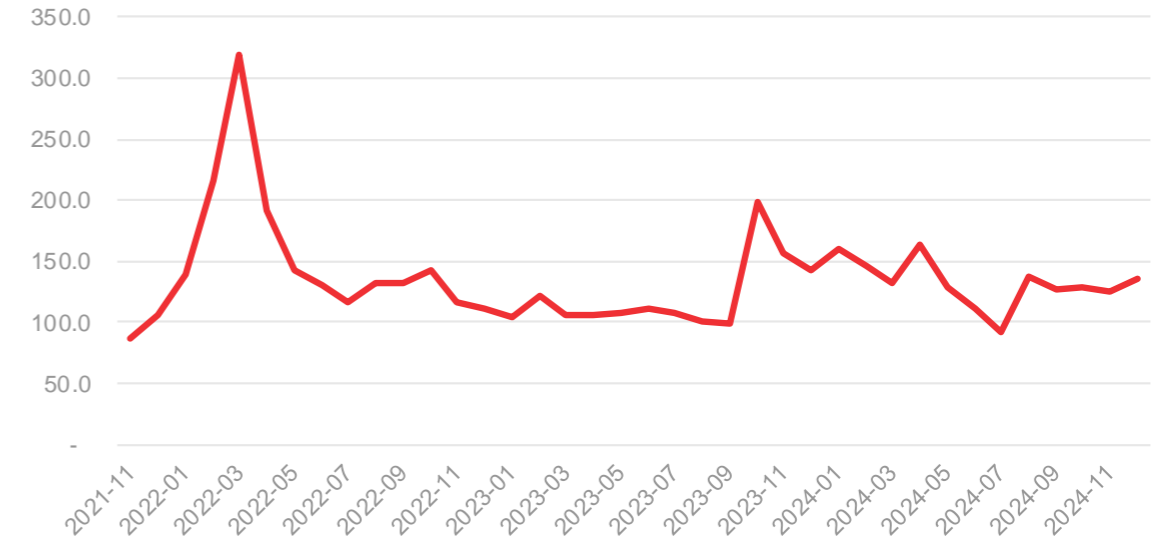
Savunma

2024'teki küresel seçimler döngüsü sonrası, demografik hareketler, vergilendirme politikaları, enerji ve su güvenliği üzerine jeopolitik rekabetler ve ayrıca ekonomik rekabetler 2025'teki jeopolitik riskler için ana temalar gibi görünüyor. Jeopolitik risklerin yayıldığını ve boyut değiştirerek devletler arası gerilimlerden bölgesel gerilimlere dönüştüğünü gözlemliyoruz. Ayrıca, bu gerilimler etrafında bloklamaların şekillenmeye başladığını gözlemliyoruz. 2024 yıl sonuna doğru hafif bir düşüşle 125 seviyesine gerileyen GPR (Jeo-Politik Riskler) endeksi halen Ukrayna-Rusya savaşı öncesi seviyelerin oldukça üzerinde. Çeşitli araştırmalar, GPR ile savunma hisselerinin performansları arasında önemli bir tarihsel korelasyon olduğunu göstermektedir.

Artan jeopolitik riskler, hükümetlerin savunma bütçelerindeki artışları tetiklemekte ve 2024'teki yüksek bazına rağmen ekonomik kısıtlamalar tarafından fazla engellenmemektedir. Toplam küresel askeri harcamalar 2023 yılında 2,4 trilyon ABD dolarına ulaşarak 2022 yılına kıyasla reel olarak yüzde 6,8 artış göstermişti. Bu, 2009'dan bu yana görülen en yüksek yıllık artış oldu. Son on yıl içinde NATO'da savunma harcamaları GSYH'lerinin %2'sini aşan ülke sayısı 3'ten 10'a yükseldi. NATO 2024 yılında 23 üyenin hedeflerine ulaşmasını beklemektedir. NATO müttefikleri Haziran ayındaki liderler toplantısında hedefin %3'e çıkarılması konusunda görüşmelere başladı, ancak birçok ülke bunun için gerekli olacak mali yüklerden endişe duymaktadır. ABD dışındaki NATO üyelerinin savunma harcamalarının 2024 yılında nominal olarak yıllık %18,1 oranında artması beklenmektedir. ABD dışındaki NATO üyelerinin teçhizat harcamalarının 2024 yılında yıllık %40,5'lik büyüme oranıyla en hızlı büyüyen alt segment olması beklenmektedir.

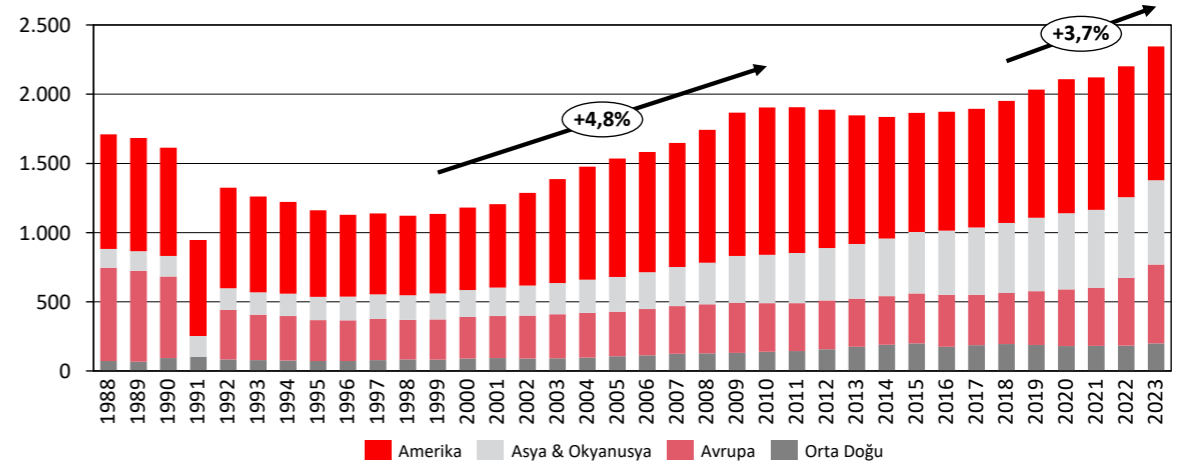
Küresel askeri harcamalar 2019-2023 yılları arasında %3,7'lik bir YBBO ile büyüdü. Avrupa, aynı dönemde %10,0 YBBO ile en hızlı büyüyen bölge oldu. ABD, Fransa, Rusya, Çin ve Almanya son 5 yılda küresel silah ihracatının %42'sini, %11'ini, %11'ini, %5,8'ini ve %5,6'sını gerçekleştirdi.

Jeo-Politik Risk Endeksi



Kaynak: Statista, Ak Yatırım Araştırma

Küresel Askeri Harcamalar, 1988-2023, milyar USD



Kaynak: SIPRI, Ak Yatırım Araştırma

Savunma

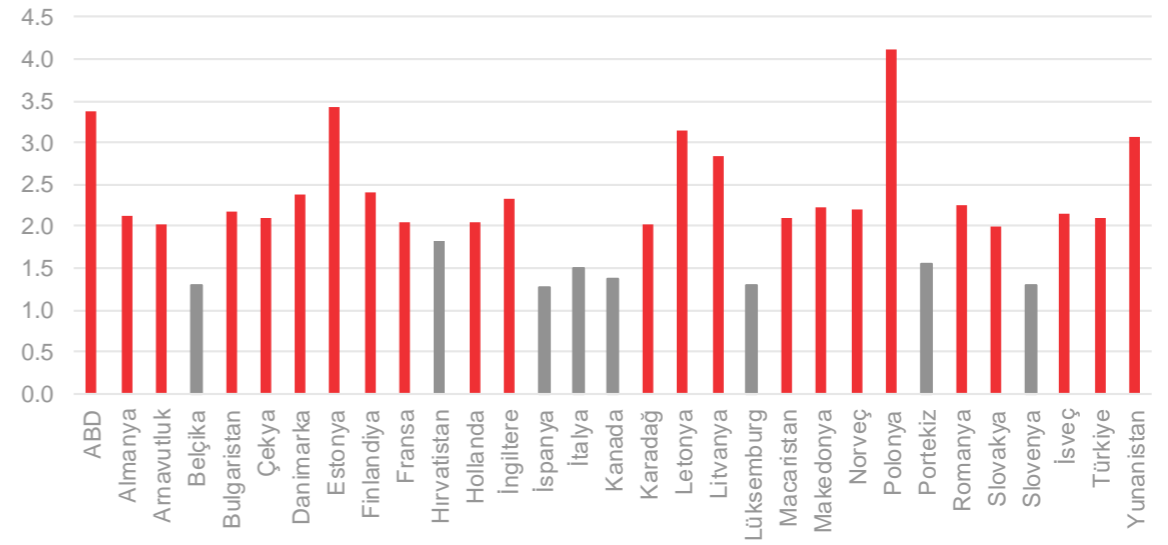
Defense News Top-100 listesinde en hızlı büyüyen şirketler arasında Türk şirketleri yer alıyor. Defense News dergisine göre, dünya çapında ilk 100 savunma şirketinin gelirleri yıllık %13,1 oranında artarak 2023 yılında 604 milyar ABD dolarına ulaştı. Top100 listesinde yer alan ABD merkezli şirketler, yıllık %3,8 ile daha ılımlı bir ortalama gelir artışı kaydetti. Diğer önde gelen ülkelerdeki şirketler yıllık %27,0 ile çok daha güçlü bir gelir artışı raporlamayı başardı. Özellikle İngiltere, Çin, Almanya ve Türkiye'den şirketler en hızlı büyüyen şirketler oldu.

2023'te Top-100 listesinde beş Türk şirketi yer alıyor (bir yıl önce dördtü). Bu şirketler arasında ASELSAN (47. sıradan 42. sıraya yükseldi), TAI (58. sıradan 50. sıraya yükseldi), Roketsan (80. sıradan 71. sıraya yükseldi), MKE (yeni giriş) ve ASFAT (100. sıradan 94. sıraya yükseldi) yer alıyor. TMS29 standartlarına geçişin de Türk şirketlerinin küresel sıralamaları üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu düşünüyoruz.

Önerilen 2025 Bütçe Kanunu, sezonsallık etkisini göz önüne alarak hesapladığımız 2025T ortalama döviz kuru tahminlerimize göre savunma ve güvenlik harcamaları için yaklaşık 39 milyar USD tahsis ederek yıllık %17,2 artışa işaret etmektedir. 2024 yılı ihracatı hedefleri %11 aşarak 7,2 milyar USD olarak gerçekleşti. 2025 yılı savunma sanayi ihracat hedefi 10 milyar USD olarak belirlenmiş olup, 2024 ihracatına kıyasla yaklaşık %37'lik bir artışa işaret etmektedir. İhracat büyümesi ve bütçe artışlarının savunma sanayinde faaliyet gösteren şirketlerin cirolarını piyasa beklentilerinin üzerinde destekleyeceğine inanıyoruz.

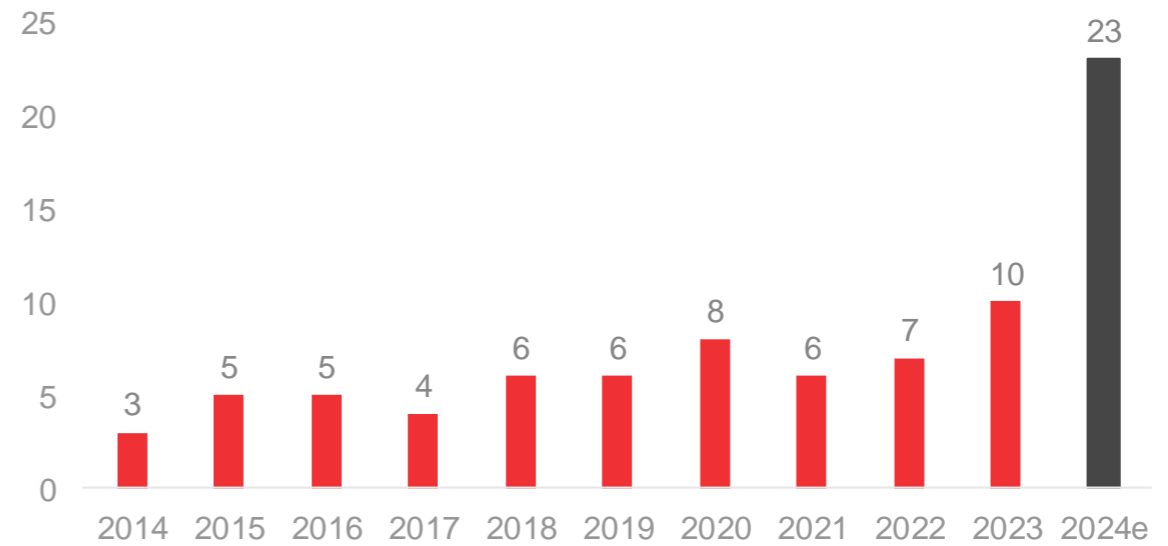
Türkiye'nin savunma sanayine yönelik stratejik odağı ve politikaları, mega projelerin geliştirilmesi, nitelikli iş gücü ve sanayinin geliştirilmesi yoluyla savunma sanayinde gelişmiş ülkeler üzerinde dahi karşılaştırmalı üstünlük yaratmaktadır. Son elli yılda, Türkiye başarılı bir şekilde güçlü bir savunma sanayi ekosistemi geliştirdi. Ana Muharebe Tankı (MBT) Altay, Savaş Uçağı Kaan, Taarruz Helikopteri Atak, SİHA Anka ve çeşitli hava savunma sistemleri gibi önemli yerli projeler ve Savunma Sanayi Başkanlığı (SSB) tarafından yürütülen 1.000'den fazla proje, 2023 yılında 90.000'den fazla çalışanı ve 3.000'den fazla şirket ile savunma ve havacılık sektöründeki işgücünü önemli ölçüde artırmıştır. Çalışan sayısındaki büyüme son 5 yılda %34'lük etkileyici bir artış temsil etmektedir.

NATO Üyesi Ülkelerin Savunma Harcamaları, GSYH payı, %, 2024T



Kaynak: NATO, Ak Yatırım Araştırma

%2 Hedefini Aşan NATO Üye Ülke Sayısı



Kaynak: NATO, Ak Yatırım Araştırma

Savunma

2024'te TL'deki reel değerlenmenin ihracatçılar üzerinde yarattığı maliyet baskısına rağmen, Türkiye'nin savunma ve havacılık sanayi ihracatı bir önceki yıla göre %29 artarak 7,2 milyar ABD dolarına ulaşmış ve yeni bir rekor kırmıştır. 2024 yılı ihracatı sene başında belirlenen hedefin %11 üzerinde gerçekleşti. Savunma ihracatının savunma sektörü gelirleri içerisindeki payı 2020'deki %25 seviyelerinden 2024 yılında yaklaşık %40 seviyesine ulaştı. Savunma ihracatı, kara, deniz ve hava için çok çeşitli platformlar ve savunma elektroniği dahil olmak üzere katma değerli ürünlerden oluşmaktadır. Savunma Sanayi Başkanlığı 2028 yılı için 11 milyar USD ihracat hedeflemektedir ve bu da 2024 ile 2028 yılları arasında %11,4'lük bir YBBO'ya işaret etmektedir.

Türkiye, orta vadeli programda (OVP) savunma sanayine altı kez yer vererek savunma sanayine olan odağını bir kez daha teyit etti. Yeni kabine, nitelikli işgücünün ve kritik malzemeler için güvenli bir tedarik zincirinin geliştirilmesinden başlayarak katma değerli üretime kadar uzanan yapılandırılmış bir stratejik yaklaşım ortaya koydu. Ayrıca ilişkileri geliştirmek ve savunma ihracatını teşvik etmek amacıyla Türkiye Cumhuriyetlere ve Körfez bölgesine yapılan ziyaretler de dahil olmak üzere diplomatik çabalarda bulundu. Katar, Suudi Arabistan, Kuveyt, Pakistan ve BAE gibi ziyaret edilen ülkelerin 2022 yılında sırasıyla 2., 3., 5., 6. ve 16. savunma ithalatçıları olarak sıralandığını hatırlatmak isteriz.

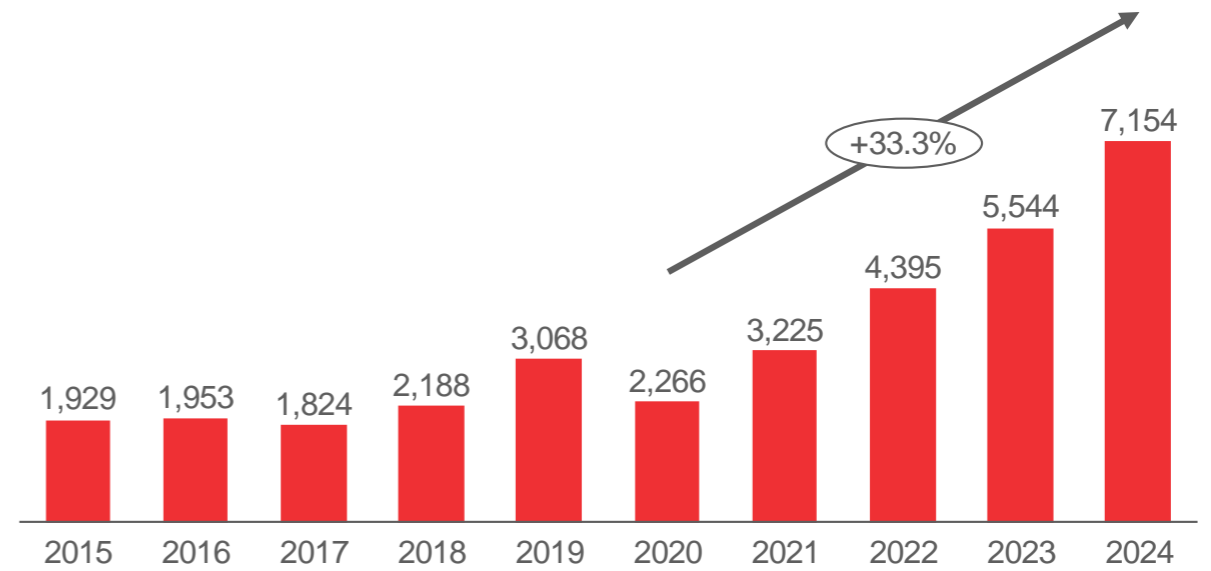
Türkiye son dönemde savunma sanayisini geliştirme konusunda kayda değer bir ilerleme kaydetti ve önemli bir askeri ekipman ihracatçısı haline geldi. Ülkenin yüksek kaliteli ve uygun fiyatlı savunma teçhizatı üretiminde kaydettiği gelişmeler, Sahra Altı Afrika, Orta Doğu, Doğu Avrupa ve Körfez gibi bölgelerdeki stratejik varlığını güçlendirdi. Başta Bayraktar TB2 olmak üzere Türk insansız hava araçları çeşitli bölgelerdeki muharebelerde kazanılan zaferlerde etkili oldu ve Türk savunma teknolojisinin etkinliğini ve gelişmişliğini ortaya koydu. Savunma ihracatında rekor kırılan bir yılın ardından Türkiye, 2025'te pazar payında yükseliş ivmesini sürdürecektir.

En Büyük Askeri Ekipman İhracatçıları ve İthalatçıları, 2023

Sıralama	İhracatçı	Global Pay (%)	İthalatçı	Global Pay (%)
1	USA	42.0	Hindistan	9.8
2	Fransa	11.0	Suudi Arabistan	8.4
3	Rusya	11.0	Katar	7.6
4	Çin	5.8	Ukrayna	4.9
5	Almanya	5.6	Pakistan	4.3
6	İtalya	4.3	Japonya	4.1
7	İngiltere	3.7	Mısır	4.0
8	İspanya	2.7	Avustralya	3.7
9	İsrail	2.4	Güney Kore	3.1
10	Güney Kore	2.0	Çin	2.9

Kaynak: SIPRI, Ak Yatırım Araştırma

Türk Savunma Sanayi İhracatı, milyon USD, 2015-2024



Kaynak: TİM, Ak Yatırım Araştırma

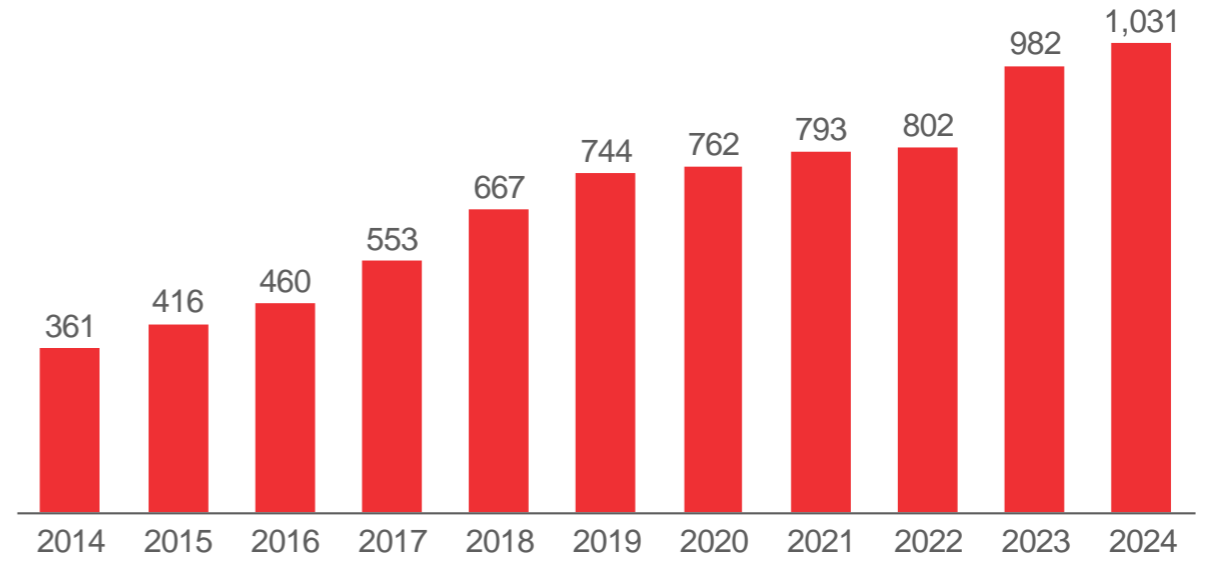
Savunma

Türkiye'nin jeopolitik ilişkilerdeki konumlanması ve ekosistem geliştirme amaçlı hammaddeden son ürüne stratejik odağı, savunma sektöründeki eşi benzeri görülmemiş büyümeyi sağlayan önemli faktörlerdir. Ülkenin savunma kabiliyetlerini yerleştirmeye odaklanması, maliyetlerin düşmesini ve uluslararası savunma pazarında rekabetçi fiyatların oluşmasını sağladı. Buna ek olarak, Türkiye'nin bağımsız dış politikası önde gelen Batılı tedarikçilere kıyasla daha geniş bir coğrafya ile bağlantı kurmasına olanak tanımaktadır. Bu uyum kabiliyeti, Türkiye'yi Batılı tedarikçiler tarafından uygulanan kısıtlamalar olmaksızın ileri askeri teknoloji arayışında olan ülkeler için tercih edilen bir iş ortağı haline getirdi.

Türkiye'nin savunma ve havacılık sektörü için önemli olan Savunma Sanayii İcra Komitesi (SSİK) Toplantısı 2024 yılında 2 kez gerçekleşti ve bu toplantılarda toplamda 90 proje karara bağlandı. Çelik Kubbe hava savunma projesi, savaş uçağı MMU Kaan, İHA Bayraktar TB3 ve diğer çeşitli projeler de dahil olmak üzere deniz, hava ve kara savunma sistemleri alanlarında çeşitli projelere yeşil ışık yakıldı. Mayıs 2024 itibarıyla, 2014 yılında 361 olan savunma ve havacılıkla ilgili toplam proje sayısı 1.031'e ulaştı. 2014 yılında 5,1 milyar USD olan Türk Savunma ve Havacılık cirosu, 2024 yılı sonunda yaklaşık 18 milyar USD'ye ulaşarak 2023 yılına kıyasla %20'lik bir büyüme kaydetti.

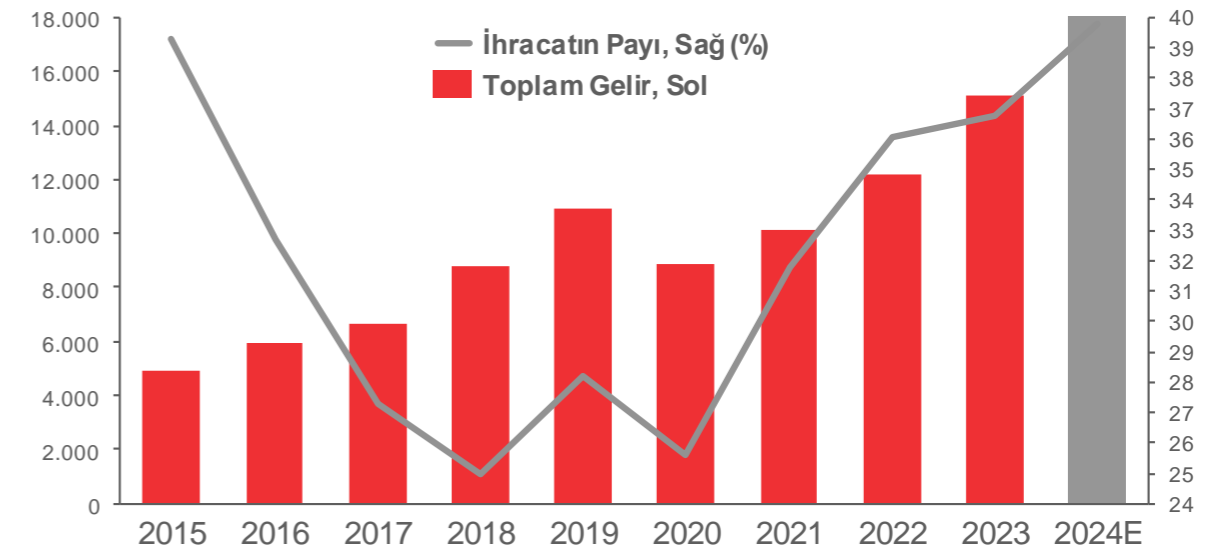
2024 yılında HIT-30 Yüksek Teknoloji Yatırım Programı tanıtıldı. Bu yatırım programı ile hükümet, 2030 yılına kadar yüksek teknoloji ve katma değerli alanlara odaklanan 20 milyar USD tutarındaki özel sektör yatırımını teşvik etmek için 30 milyar USD kaynak ayırmayı hedeflemektedir. Program elektrikli arabalar, yarı iletken üretimi, yeşil enerji, dijital dönüşüm gibi alanlarda yatırım çağrısında bulunuyor. Teşvikler sermaye katkıları ve hibeler şeklinde olacaktır. Savunma sanayinin önemli bir bileşeni olan yarı iletkenlerin yerel olarak üretilmesi tedarik zinciri risklerini azaltabilir. Savunma Sanayi Başkanlığı (SSB) "Tedarik Ekosistemi Kredi Garanti Desteği" ve "Tedarikçi Finansman Desteği" programlarını tanıttı. Tedarik Ekosistemi Kredi Kefalet Desteği, tedarikçilerin nakit akışını rahatlatmak ve finansmana erişimlerini kolaylaştırmak amacıyla geliştirildi. SSB, temmuz 2024 itibarıyla tesis edilen kredinin toplam tutarının 1 milyar USD'nin üzerinde olduğunu belirtti. Bu programları savunma ekosisteminin gelişimi için destekleyici olarak görüyoruz.

Savunma Sanayinde Geliştirilen Toplam Proje Sayısı, 2014-2024



Kaynak: Savunma Sanayi Başkanlığı (SSB), Ak Yatırım Araştırma

Savunma Sanayi Gelirleri ve İhracatın Payı, milyon USD, %, 2015-2024E



Kaynak: Savunma Sanayi Başkanlığı (SSB), Ak Yatırım Araştırma

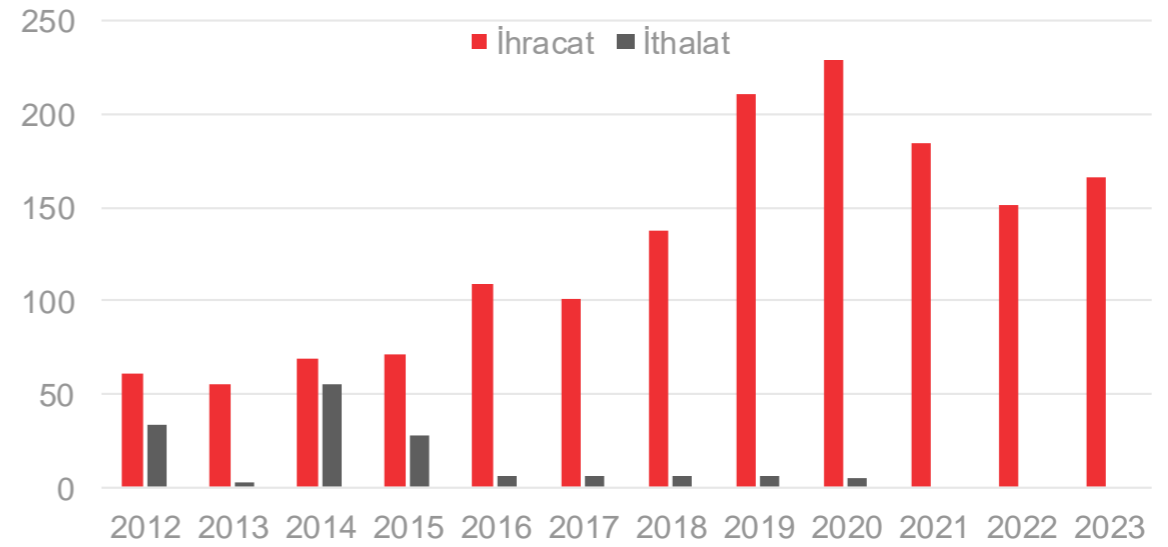
Savunma

Türkiye savunma sanayinin Zırhlı Araçlar alt segmentinde rekabet avantajını, kule sistemleri (OTOKAR, BMC, FNSS, ASELSAN), balistik seramik (Nurol Teknoloji), zırh çelikleri (Millux OY – Oyak), tahrik sistemleri (BMC Motor, Tümosan, Hema Endüstri), aktif koruma sistemleri ve elektronik harp sistemleri (ASELSAN), bor karbür (Eti Maden), kalibre topları (Canik Arms), füze ve güdüm teknolojileri (Roketsan, MKE), boyalar (DYO Boya) gibi yatırımlarla organik ve inorganik olarak arttırmaktadır. Bu yatırımların ve ürün geliştirmelerinin önemli bir kısmını 2023 yılında gerçekleştirdi. Yerel tedarik zincirlerinin maliyetleri düşüreceğine, stok günlerini azaltacağına ve ortak ürün geliştirmeleri yoluyla değer katarak karşılaştırmalı üstünlük yaratacağına inanıyoruz. Türk zırhlı araç üreticilerinin, son dönemde gerçekleşen satın almalar ve tedarik zincirindeki yatırımların da etkisiyle büyük bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna inanıyoruz.

Küresel savunma hisseleri, Orta Doğu'da savaşın başlamasının ardından Ekim 2023'ten bu yana %65 yükseliş ile ralli yaptı. 3Ç24'ün sonlarında ASELSAN ve OTOKAR'ın geride kalan hisse performansını, 12 Ağustos tarihinde yayınladığımız Savunma Sanayi Sektör Notumuza konu ettik ve Türk savunma hisselerine atlamak için bir fırsat olarak değerlendirdik. Jeopolitik gelişmeler ve diplomatik ilişkiler 4Ç24'te Aselsan'ın risk-getiri profili konusunda yatırımcıları cezbettiler. Ardından hisse senedi son 3 ayda yaklaşık %56 yükseliş ile ralli yaptı.

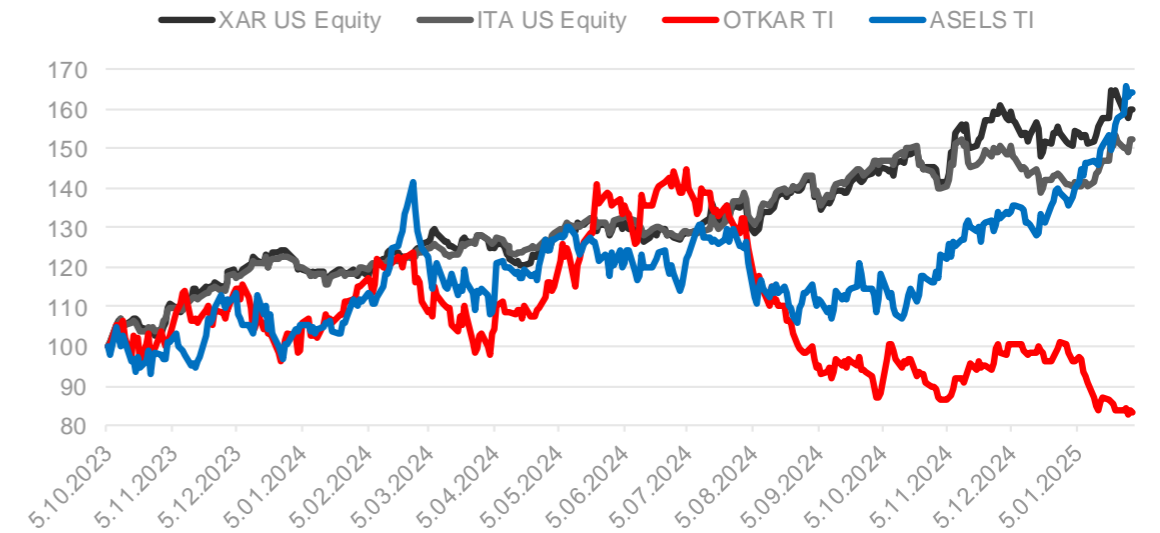
Öte yandan, OTOKAR TI ile küresel benzerleri arasındaki fark, 2Y24'te otobüs satışlarındaki keskin düşüş, teslimatları 2024'ten 2025'e sarkan Zırhlı Araçlar ve karlılık marjları üzerinde nakit etkisi olmayan ancak değerlendirme çarpanlarını 1,5 kat civarında arttırarak piyasa çekimserliği yaratan TMS29 muhasebe etkisi nedenleriyle genişledi. Avrupa otobüs pazarındaki toparlanma için henüz net bir takvim olmamasına rağmen, yaklaşık 891 milyon USD tutarındaki Romanya projesi ile elde edilecek kar momentumu ve teslimatları 2025 yılına sarkan araçların ciro katkısı nedeniyle hisseyi beğenmeye devam ediyoruz. i) 2025 yılı için dolar bazında %38 büyüme beklentimiz, ii) artan ve genişleyen jeopolitik endişelerin ortasında Zırhlı Araçlar (AVs) segmentinde kazançlı bir coğrafi genişleme beklentisi, iii) güçlendirilmiş bayi ağı ile Ticari Araçlar segmentinde gelecek vaat eden büyüme, iv) vergi teşvikleri ile küresel benzerlerine göre daha iyi nakit yaratma kabiliyeti nedeniyle model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz..

Yıllara Göre Türkiye'nin Zırhlı Araç İhracatı, m\$ SIPRI TIV*, 2012-2023



Kaynak: SIPRI, Ak Yatırım Araştırma, (*) başlıca konvansiyonel silahların uluslararası transfer hacmini ortak bir birim kullanarak ölçmek için benzersiz bir sistem, the trend-indicator value (TIV)

Ekim 2023 Sonrası Savunma Sanayi Hisse Performansı, 05.10.2023=100



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Savunma

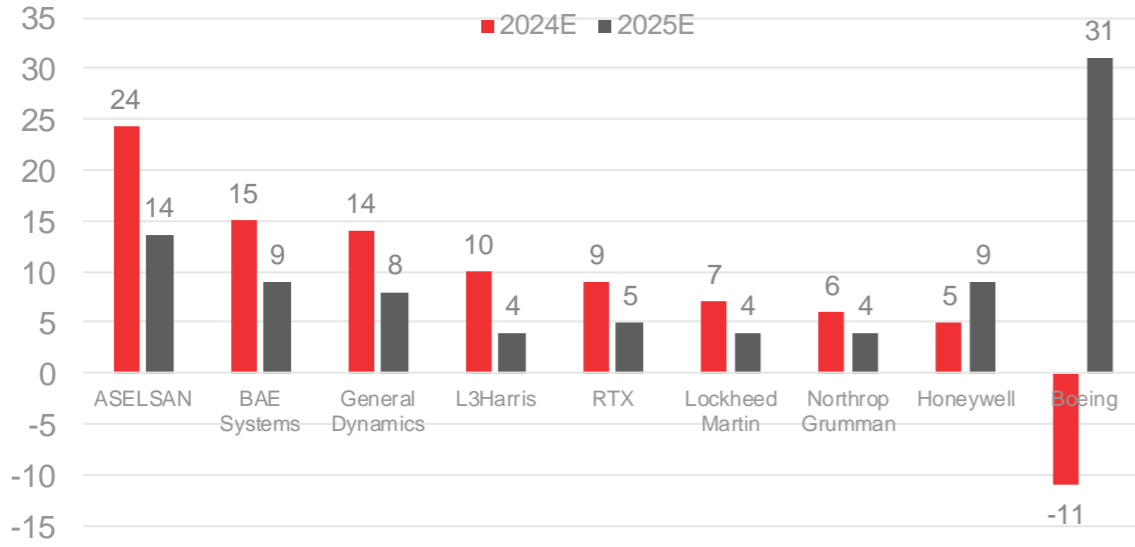
Savunma sanayinde önümüzdeki 5 yıl içinde pazara etkisi en yüksek olan trendler aşağıdaki gibidir:

Trend	Özet
Jeopolitik Gerilimlere Yanıt Olarak Artan Savunma Bütçeleri	Ülkelerin artan jeopolitik gerginliklere yanıt vermesi, kara savunma sistemlerini modernize etmeye ve gelecekteki çatışmalara hazırlanmaya odaklanmasıyla birlikte savunma bütçeleri küresel olarak artıyor.
Siber Tehditlere Yanıt Olarak Daha Güçlü Deniz Savunma Politikaları	Hükümetler, deniz varlıklarını ve kritik altyapıyı hedef alan artan siber saldırı tehdidiyle mücadele etmek için deniz savunma politikalarını güçlendiriyor.
Siber Suçun Ekonomik Etkisi	Siber suçun ekonomik maliyeti artıyor ve dünya çapında işletmeleri, hükümetleri ve bireyleri etkiliyor.
Hipersonik Teknolojideki Gelişmeler	Hipersonik uçuş gelişmeleri hava savunma yeteneklerini hızlandırıyor, benzeri görülmemiş hızlara ulaşılmasını ve füze savunma sistemlerinden kaçınılmasını sağlıyor.
Deniz Siber Güvenliğine Yeni Yatırımlar	Hükümetler, deniz varlıklarını dijital tehditlerden korumak ve güvenli iletişimi sağlamak için siber güvenliğe yönelik harcamaları artırıyor.
Küresel Gerilimlere Yanıt Olarak Büyüyen Savunma İttifakları	Ülkelerin, özellikle Avrupa ve Asya'da artan jeopolitik gerginliklere yanıt vermesiyle küresel savunma ittifakları genişliyor ve uluslararası askeri iş birliği yeniden şekilleniyor.
İklim Değişikliğinin Savunma Altyapısına Etkisi	İklim değişikliği savunma altyapısını etkiliyor; aşırı hava olayları üslere, ulaşım güzergahlarına ve tedarik zincirlerine zarar veriyor ve planlamada daha fazla dayanıklılık gerektiriyor.
Ulusal Güvenlik Önceliği olarak Siber Savunma	Siber savaş ve casusluğun artmasıyla birlikte siber savunma, ulusal güvenlik stratejilerinin merkezi bir odağı haline geliyor.
Otonom Uzay Aracı Savunma Sistemlerinin Genişlemesi	İnsan müdahalesini azaltarak ve güvenliği artırarak kendi kendini yöneten yörüngesel koruma sağlamak amacıyla otonom savunma uzay araçları geliştiriliyor.
Yönlendirilmiş Enerji Silahları (DEW'ler)	Yönlendirilmiş enerji silahları, lazerler ve yüksek güçlü mikrodalgalar aracılığıyla hızlı ve hassas hedefleme sağlayarak hava savunmasını dönüştürmeye hazırlanıyor.
Hipersonik Gemi Savar Füzelerinin Geliştirilmesi	Hipersonik füzeler, geleneksel gemi savunmalarını daha az etkili hale getirerek deniz muharebe stratejilerini yeniden şekillendiriyor.
Yapay Zeka Destekli Tehdit Algılama ve Yanıt Sistemleri	Yapay zeka sistemleri, gerçek zamanlı tehdit tespiti ve düşman eylemlerine otomatik yanıt için giderek daha fazla uzay savunmasına entegre ediliyor.
Alçak Dünya Yörüngesi (LEO) Askeri Takımyıldızları	Büyük ölçekli askeri uydu takımyıldızlarının LEO'ya konuşlandırılması, gelişmiş iletişim, gözetleme ve savunma yetenekleri sağlayacaktır.
Kuantum Dirençli Kriptografi	Kuantum bilişimin gelişmesiyle birlikte kuantum dirençli şifreleme algoritmalarına olan ihtiyaç artacak ve siber savunma şifreleme stratejileri yeniden şekillenecek.

Kaynak: Itonics, Ak Yatırım Araştırma

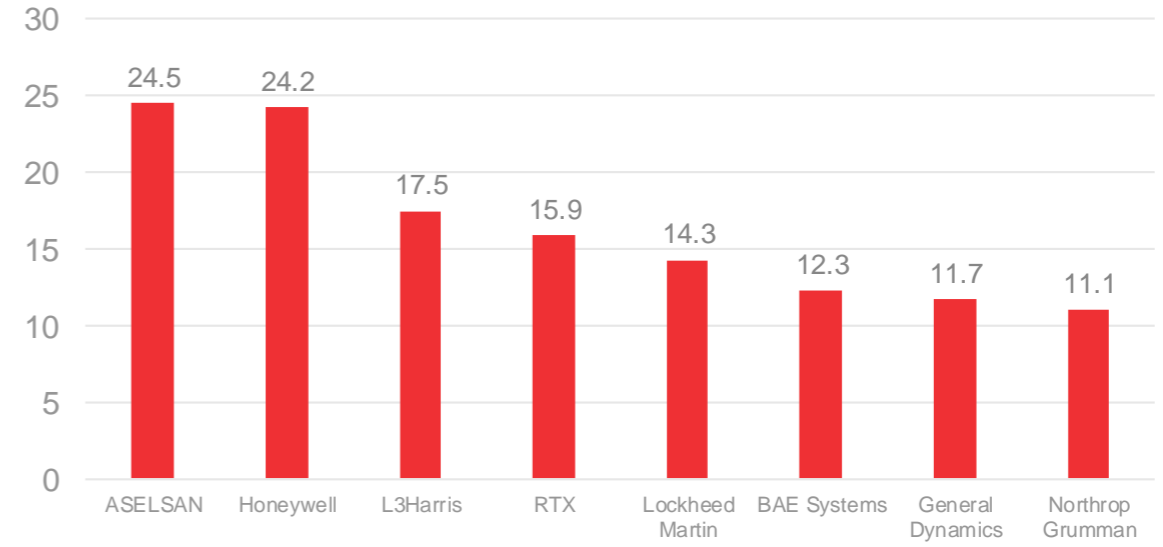
Savunma Sektörü İndikatörleri

Yıllık Satış Büyümesi, %, 2024T-2025T



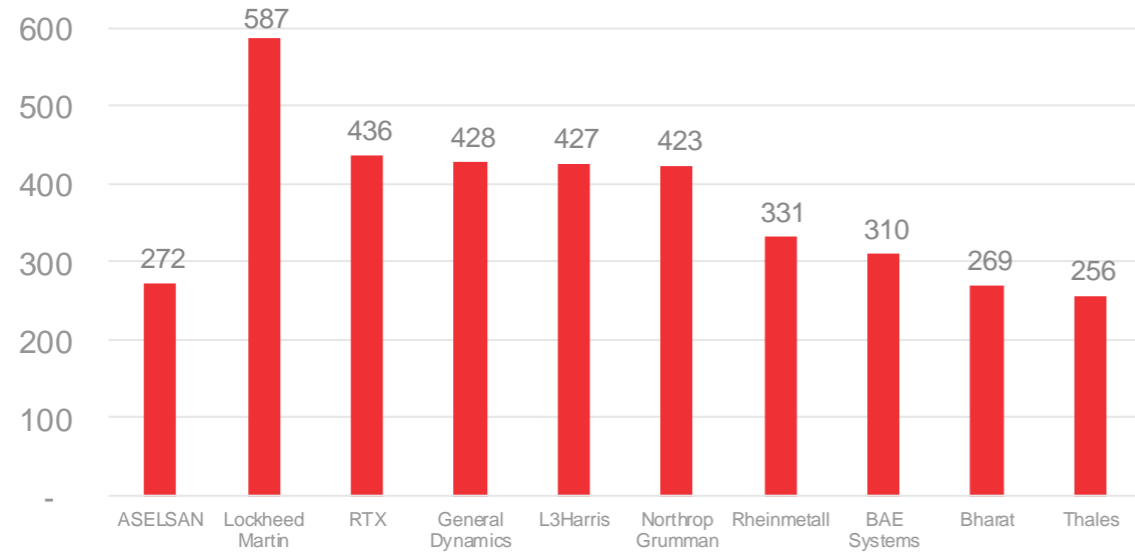
Kaynak: CapitalIQ, Ak Yatırım Araştırma

FAVÖK Marjı, %, S12A



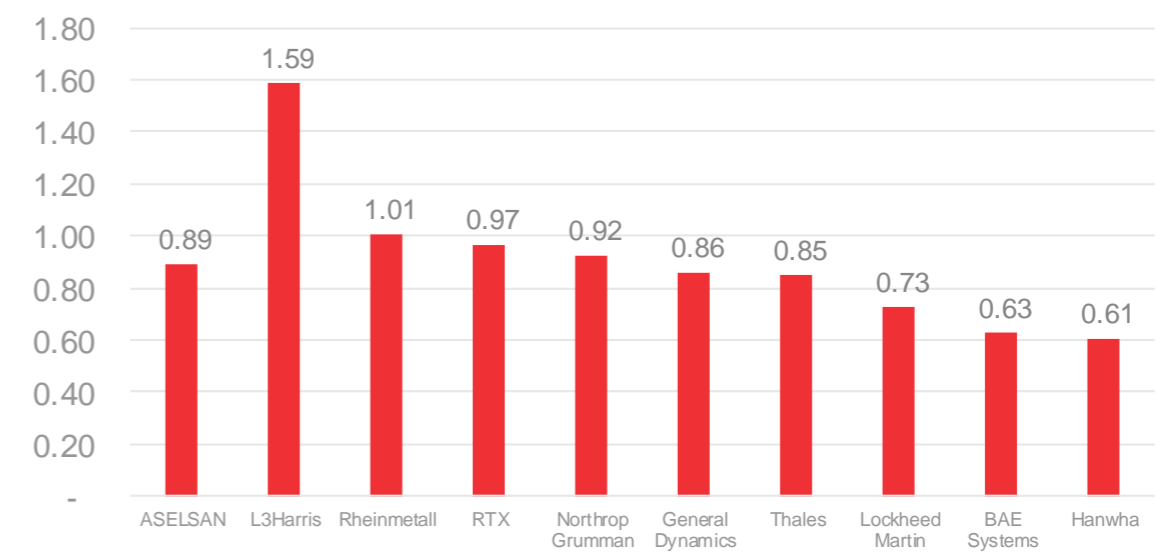
Kaynak: CapitalIQ, Ak Yatırım Araştırma

Çalışan Başına Gelir, yıllık bin USD, S12A



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

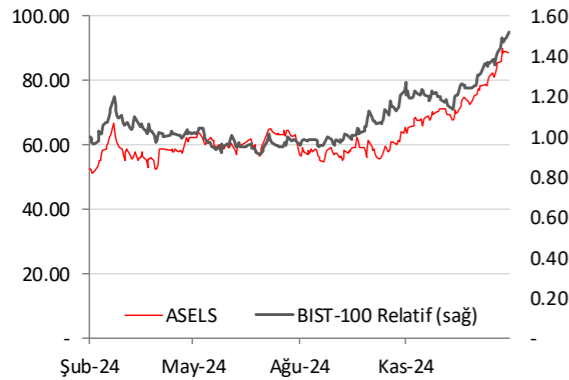
Cari Firma Değeri/Bakiye Siparişler, x



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Aselsan

Bloomberg Kodu	ASELS TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	100.00			
Güncel Fiyat, TL	88.25			
Getiri Potansiyeli	13%			
Halka Açıklık Oranı	26%			
Piyasa Değeri, mn TL	402,420			
Firma Değeri, mn TL	409,469			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	73,593	120,774	157,808	189,648
FAVÖK, mn TL	16,027	29,614	41,125	54,301
Net Kâr, mn TL	7,290	13,910	18,235	32,482
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	13,328	17,691	19,911	29,058
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.6	0.5	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.8%	24.5%	26.1%	28.6%
Net Marj	9.9%	11.5%	11.6%	17.1%
Temettü Verimi	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	108.6%	64.1%	30.7%	20.2%
FAVÖK, y/y	69.2%	84.8%	38.9%	32.0%
Net Kâr, y/y	-38.8%	90.8%	31.1%	78.1%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	21.2	28.9	22.1	12.4
FD/FAVÖK	9.1	13.4	9.7	7.5
FD/Ciro	2.0	3.3	2.5	2.2
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	2.8%	17.9%	38.4%	72.8%
BİST-100 Relatif	5.1%	21.5%	25.8%	53.2%
AÖH, mn TL	2,942	2,394	2,216	2,338



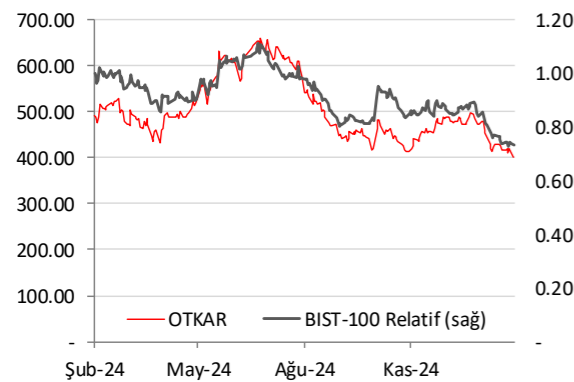
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **Artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel askeri harcamalar yükseliyor...** Toplam küresel askeri harcamalar 2023 yılında 2,4 trilyon USD'ye ulaşarak 2022 yılına kıyasla reel olarak yüzde 6,8 artış gösterdi. Bu, 2009'dan bu yana görülen en yüksek yıllık artış oldu. 2023 yılında 31 NATO üyesinden 10'u GSYH'nin %2'si kadar askeri harcama yapma hedefini aştı; bu rakam 2022 yılına göre 3 fazladır. NATO, 2024 yılında 23 üyenin hedeflerine ulaşacağını tahmin etmektedir. ABD dışındaki NATO üyelerinin savunma harcamalarının 2024 yılında nominal olarak yıllık %18,1 oranında artması bekleniyor. ABD dışındaki NATO üyelerinin teçhizat harcamalarının 2024 yılında yıllık %40,5 büyüme oranı ile en hızlı büyüyen alt segment olması beklenmektedir. Küresel askeri harcamaların 2025 yılında yüksek tek haneli büyümesini bekliyoruz.
- **Güçlü sipariş alım ivmesi devam ediyor...** Aselsan 2023 ve 2024 yıllarında yaklaşık 5 milyar USD değerinde sipariş alarak bakiye siparişlerini yaklaşık 13 milyar USD seviyesine çıkardı. Yeni proje alımları ilk beklentilerimizi kabaca %10 oranında aştı. Yurtiçi savunma bütçesi 2024'te 1,1 trilyon TL'den 2025'te 1,6 trilyon TL'ye yükseldi ve USD bazında yıllık yaklaşık %17 artış gösterdi. Aselsan için 2025 yılında ağırlıklı olarak Çelik Kubbe, MMU Kaan, modernizasyon projeleri ve askeri gemi projelerine ilişkin beklentilerden oluşan 5,4 milyar USD değerinde sipariş öngörüyoruz. Cironun USD bazında yıllık %13,6 büyümesini bekliyoruz.
- **Önümüzdeki yıllarda yurt içi teslimatların hızlanmasını ve ihracat katkısının bekliyoruz...** Aselsan'ın artan kabiliyetleri ve katma değerli ürün yelpazesi ile silahlı kuvvetlerin ihtiyaçlarına daha hızlı cevap verebilmektedir. Bu kabiliyetler yerli savunma sanayi firmalarının mega projeleri ile daha önemli büyüme hikayelerini beraberinde getiriyor. 2023 yılında cironun sadece %9'unu oluşturan ihracat gelirlerinin payının artmasını bekliyoruz. Yerli savunma ekosisteminin artan mega proje teslim kabiliyetlerinin, geliştirilen diplomatik çabalar ve mevcut jeopolitik konumlanmasının sağladığı fırsatlarla doğudan batıya, kuzeyden güneye birçok ülkeye satışa konu olabileceğine inanıyoruz.
- **TL'nin değer kazanması büyüme ve marjları baskılamakta, İşletme Sermayesi ihtiyaçlarını yumuşatıyor...** 3Ç24 itibarıyla birikmiş işlerin %82'si döviz cinsinden oluşurken, harcamaların %68'i TL cinsindedir. Bu nedenle, TL'nin değer kazanması ciro büyümesini sınırlayacak gibi görünüyor. Kur etkisinin İşletme Sermayesi Gereksinimlerini yumuşatmasına rağmen, büyüme İşletme Sermayesi Gereksinimlerini yukarı çekmeye devam ediyor. Bu etkilerle beraber, İS/Satışlar'ın 2025'te 0,8x seviyesinde yatay kalmasını bekliyoruz.
- **Hisse üzerindeki son ralli ile çarpanlar küresel benzerlerine benzer...** ASELS hissesi sırasıyla 12,7x ve 0,89x 2024T FD/FAVÖK ve FD/Bakiye Siparişler çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu da küresel benzerlerine göre sırasıyla %7 iskonto ve %4 prime işaret etmektedir.

Otokar

Bloomberg Kodu	OTKAR TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	744.00			
Güncel Fiyat, TL	402.00			
Getiri Potansiyeli	85%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	48,240			
Firma Değeri, mn TL	65,999			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	27,239	34,617	52,692	60,553
FAVÖK, mn TL	1,654	-710	4,999	9,043
Net Kâr, mn TL	1,968	-2,959	3,411	6,334
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	9,297	17,046	18,005	22,501
Net Borç/FAVÖK	5.6	-24.0	3.6	2.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.1%	n.m.	9.5%	14.9%
Net Marj	7.2%	n.m.	6.5%	10.5%
Temettü Verimi	-	1.5%	-	2.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	183.6%	27.1%	52.2%	14.9%
FAVÖK, y/y	33.0%	n.m.	n.m.	80.9%
Net Kâr, y/y	58.8%	n.m.	n.m.	85.7%
Değerleme Verisi				
F/K	17.1	n.m.	14.1	7.6
FD/FAVÖK	26.0	n.m.	13.3	7.8
FD/Ciro	1.6	1.9	1.3	1.2
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-3.5%	-15.1%	-3.0%	-16.9%
BİST-100 Relatif	-1.3%	-12.5%	-11.8%	-26.3%
AOİH, mn TL	75	98	160	189



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **2024'teki zayıf mali performansın ardındakiler...** Temmuz 2024'te uygulanan GSR düzenlemeleri ve 4Ç24'ten itibaren sarkan teslimatlar 2024'te gelirleri baskıladı. Otobüs ve Zırhlı Araç (ZA) satış adetleri 4Ç24'te sırasıyla %46 ve %47 oranında yıllık düşüş gösterdi. Dolayısıyla, güçlü 1Y24'e rağmen, otobüs ve ZA satışları 2024'te %14 ve %34 oranında yıllık düşüş kaydetti. Öte yandan ZA üretim adetleri son çeyrekte %11 yıllık artış gösterdi. Üretimi tamamlanıp teslimatı 2025'e sarkan araçların ciro katkısının 2025 yılında gerçekleşmesini bekliyoruz. Diğer taraftan, Ocak 2024'te Türkiye Metal Sanayicileri Sendikası (MESS) ile yapılan anlaşma, çalışanlara reel ücret artışı sağladı ve Şirket için 2024'te marjları baskıladı. Maliyet baskıları, otobüs pazarındaki düşüş ve sarkan teslimatların üzerine EUR/USD geriledi ve bu da satışları baskıladı ve operasyonel kar marjını düşürdü. EUR/USD'nin gerilemesi ve TRY'nin reel değer kazanması, ihracatı toplam satışlarının %70'inden fazlasını oluşturan şirketin operasyonları için temel olumsuzluklar olarak kalmaya devam ediyor. Stok seviyelerindeki artış, işletme sermayesi ihtiyaçlarını artırarak şirket borçluluğunu tarihi yüksek seviyelere taşıdı. Yüksek borçlulukla beraber artan finansman maliyetleri de net kar marjını baskıladı.
- **Otokar, marjları TMS29'dan en kötü etkilenen şirket...** Enflasyon muhasebesi, yüksek stok gün sayısı (yaklaşık 180-200 gün) nedeniyle Otokar'ın kar marjları üzerinde kayda değer bir olumsuz etkiye sahip oldu. 2023'te, TMS29 öncesi ve sonrası FAVÖK marjı arasında yaklaşık 10 puan fark oluşturdu (%16-%6). TMS29'un yalnızca bir muhasebe farkı olmasına rağmen, FD/FAVÖK gibi değerlendirme çarpanlarını değiştirerek yatırımcı kararları üzerinde bir etkisi olduğuna inanıyoruz. Daha iyi operasyonel performans görünümünün yanı sıra, 2025'te dezenflasyonun TMS29 sonrası FAVÖK marjı üzerindeki olumsuz etkiyi azaltmasını bekliyoruz.
- **USD bazında yaklaşık %38'lik bir ciro büyümesi bekliyoruz...** 2024'ten itibaren teslimatların düşmesi, Romanya Projesi'ne ilişkin ilk parti teslimatı, Estonya Projesi'nin kalan teslimatları ve yeni alım modeli nedeniyle Otokar için 2025'te sağlam bir yörünge öngörüyoruz. Şirket, operasyonel kazançı artırmanın eşliğinde.
- **Romanya projesini tek başına değerli bulsak da, coğrafi genişleme sağlamak adına stratejik buluyoruz...** Şirket, Kasım 2024'te 3,4 milyar RON değerinde sözleşme (cUSD891mn) kazandı; bu tutar, son kapanış itibarıyla piyasa değerinin yaklaşık %64'üne ve 3Ç24 itibarıyla kesinleşen siparişlerin neredeyse dört katına karşılık geliyor. Projenin önümüzdeki yıllarda karlılıkta volatilitiyi azaltmasını bekliyoruz. Proje, şirketin coğrafi ayak izini artırarak ve özellikle Doğu Avrupa ihalelerinde rekabet gücünü artırarak tutarının ötesinde stratejik bir öneme sahip. Alınan avanslarla, 2025'te Şirketin borçluluk görünümünün iyileşmesini bekliyoruz.
- **Küresel ZA pazarının 2025'te %9,4 büyümesi bekleniyor.** DefenseIQ'ya göre, Zırhlı Personel Taşıyıcılar (APC) ve Piyade Savaş Araçları (IFV) sırasıyla %21 ve %13 büyüme oranlarıyla 2025'te en hızlı büyüyen kategoriler olması bekleniyor. Küresel ZA pazarının 2024'te 36,5 milyar USD'den 2029'da %2,1'lik bir bileşik yıllık büyüme oranıyla 40,6 milyar USD'ye çıkması bekleniyor. Otokar'ın 2024'te %0,5 olan pazar payını 2025'te %1,0'a çıkarmasını bekliyoruz. Şirket, 2024'te üretim kapasitesini 700 ZA'dan 950 ZA'ya çıkardı.

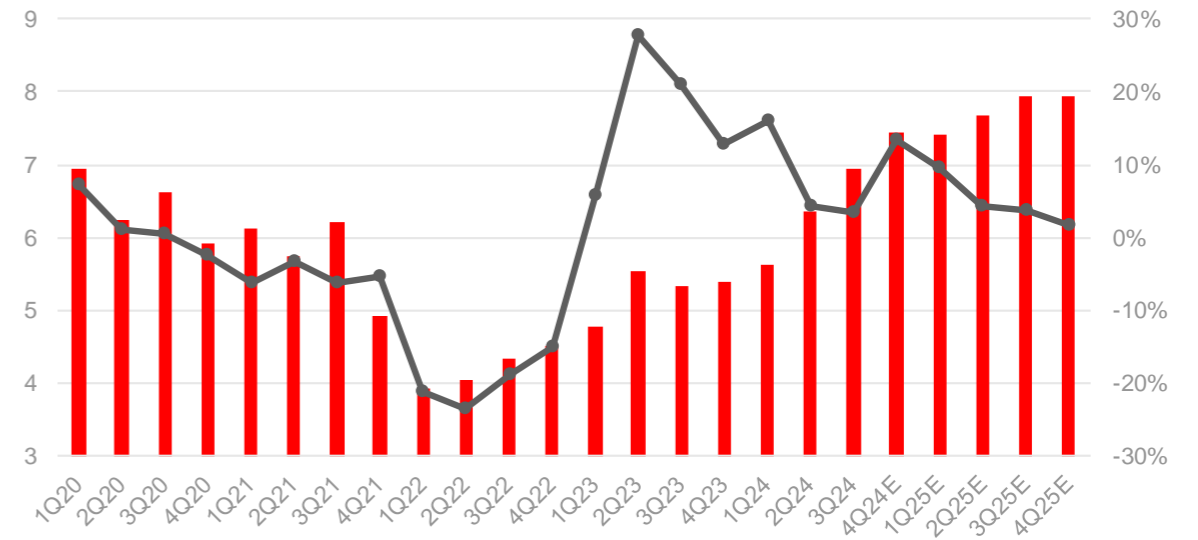
Telekom

Mobil Segment Analizi: 2024 yılının 3. çeyreğinde, Turkcell'in mobil ARPU'su yıllık %6,9 reel büyüme ile 239,0 TL olarak gerçekleşti. Türk Telekom'un mobil ARPU'su yıllık bazda %21,2'lik daha güçlü bir reel artışla 196,8 TL olarak gerçekleşti. Turkcell'in toplam mobil abone sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %1.3 artarak 38.7 milyona ulaştı. Benzer şekilde, Türk Telekom'un mobil abone sayısı da yıllık %1.9 artışla 27 milyona ulaştı. Ülke çapında, kullanıcı başına ortalama veri tüketimi aylık 17,5 GB'a yükseldi ve son bir yıldır yatay bir görünüm çizdi.

Sabit Genişbant Segment Analizi: 2024 yılının üçüncü çeyreğinde, Turkcell'in sabit genişbant ARPU'su yıllık %15,1 artışla 294,4 TL'ye ulaşırken, Türk Telekom'un sabit genişbant ARPU'su yıllık %21,2 ile daha yüksek bir büyüme kaydederek 262.0 TL'ye ulaştı. Turkcell'in sabit genişbant abone sayısı yıllık %5,8'lik güçlü bir artışla 3.2 milyona yükseldi. Türk Telekom ise 15.3 milyona ulaşan sabit genişbant abone sayısında %1,1'lik sınırlı bir artış gösterdi. Sabit genişbant aboneleri arasında 50 Mbps'nin üzerinde bağlantı hızını tercih edenlerin oranı 3Ç23'te %21 iken, 3Ç24'te %30'a yükseldi. Sabit genişbant gelirleri, abone bazındaki büyüme ve ARPU'daki iyileşmenin etkisiyle yıllık %83 artışla 15.4 milyar TL'ye yükseldi.

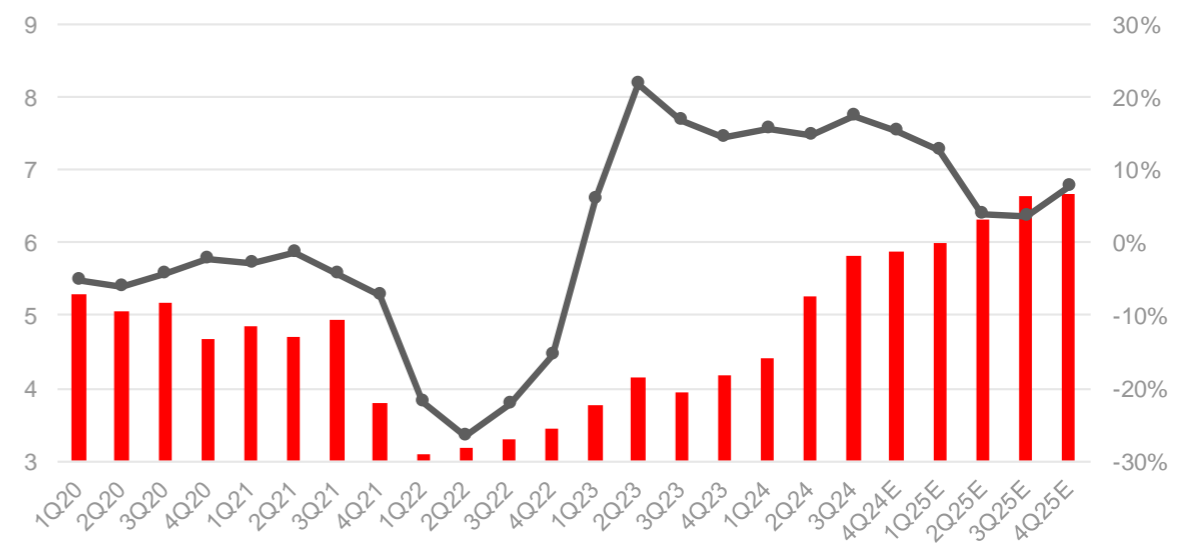
Genel Tarihsel Bakış: Türk Telekom, etkin fiyat optimizasyonu stratejileri ve daha düşük ARPU tabanı ile desteklenen ARPU büyümesinde hem mobil hem de sabit genişbant segmentlerinde liderliğini sürdürdü. Mobil abone büyümesi %1,9 ile mütevazı bir seviyede kalırken, sabit genişbant abone büyümesi %1,1 ile daha düşük seviyede gerçekleşti, ancak her ikisi de toplam gelir artışına katkıda bulundu. Turkcell'in %5,8'lik güçlü sabit genişbant abone büyümesi, nispeten ılımlı ARPU büyümesi ile tezat oluşturarak, stratejik odağını ARPU büyümesinden müşteri kazanımına kaydırmasının altını çizdi.

Turkcell Mobil Karma ARPU, USD, TRY y/y Reel Büyüme, 2020-2025T



Kaynak: Şirket Finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Türk Telekom Mobil Karma ARPU, USD, TRY y/y Reel Büyüme, 2020-2025T



Kaynak: Şirket Finansalları, Ak Yatırım Araştırma

Telekom

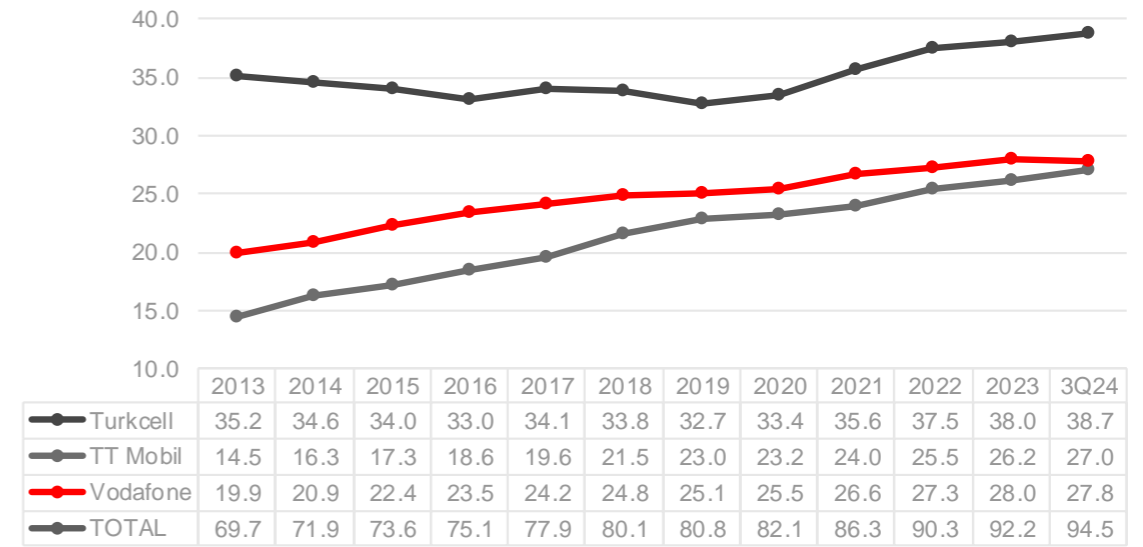
2025 Görünümü: 2025 yılının, Türkiye'nin telekom sektöründe önemli gelişmeler yaşanacağı, şirketlerin stratejik hamlelerinin büyüme yörüngelerini ve rekabet dinamiklerini etkileyeceği bir dönem olmasını bekliyoruz. Makroekonomik koşullar, operatörlerin fiyatlandırma stratejileri, yaklaşan 5G ihalesi ve sabit genişbant imtiyazının yenilenmesi sektörün geleceğini şekillendirecektir.

Makroekonomik Koşullar ve Operasyonel Etkiler: 2025 yılında devam eden dezenflasyon sürecinin sektörün reel büyümesinin belirlenmesinde destekleyici bir rol oynamasını bekliyoruz. Hızlı dezenflasyon ARPU ve gelirlerdeki reel büyümeyi desteklerken, daha yavaş bir dezenflasyon süreci operatörlerin reel büyüme potansiyelini sınırlayabilir. Buna ek olarak, TL'nin reel olarak değer kazanmasının döviz cinsinden maliyetleri ve sermaye harcamalarını iyileştirerek telekom operatörlerinin finansal esnekliğini artırmasını bekliyoruz.

4Ç24 ve 2025 yılında harcanabilir gelirlerdeki düşüş ve tarife fiyatlarında gelinen seviye sebebiyle müşterilerin fiyat esnekliğinin artmasını bekliyoruz. Operatörlerin ise bu doğrultuda odaklarını fiyatlamadan alıp abone bazına arttırmaya çevireceğini düşünüyoruz. Mobil segmentte, rekabetçi baskıların reel fiyat artışlarını sınırlamasını ve ARPU büyümesini kısıtlamasını bekliyoruz.

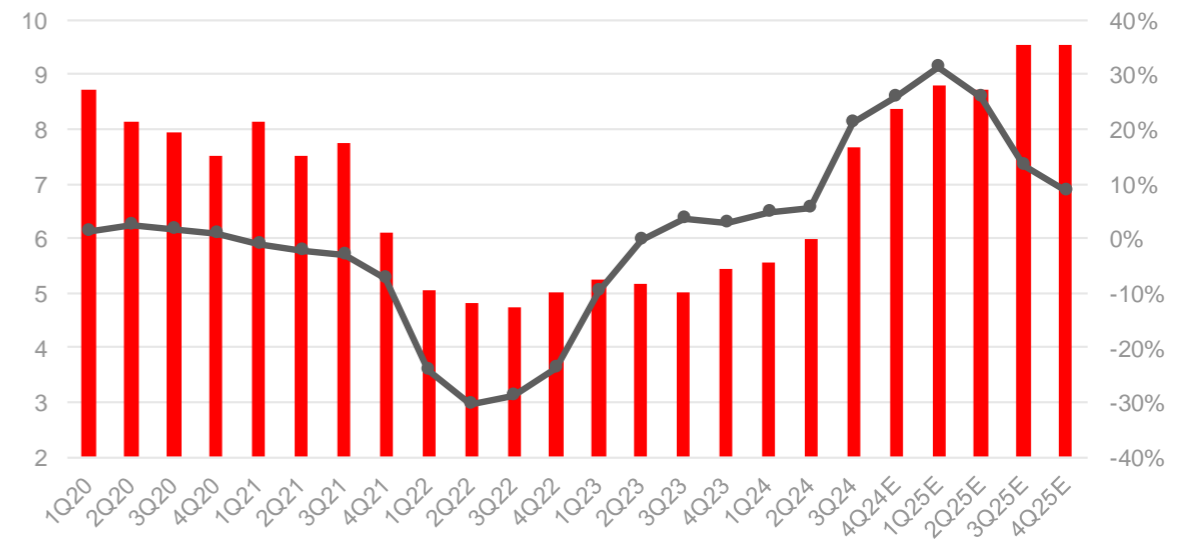
Turkcell fiyatlandırma gücünü etkin bir şekilde kullanmayı geçtiğimiz yıllarda başardı ve reel büyüme fırsatlarını sınırlayan daha yüksek bir ARPU tabanına ulaştı. Türk Telekom'un daha düşük fiyatlandırması sebebiyle, fiyat esnekliğinin artmasını beklediğimiz 2025 yılında kullanıcı tabanını genişletme avantajı elde ederek daha fazla büyüme fırsatı yakalamasını bekliyoruz.

Mobil Kullanıcı Sayıları, 2013-3Ç24



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Türk Telekom Genişbant ARPU, USD, TRY y/y Reel Büyüme, 2020-2025T



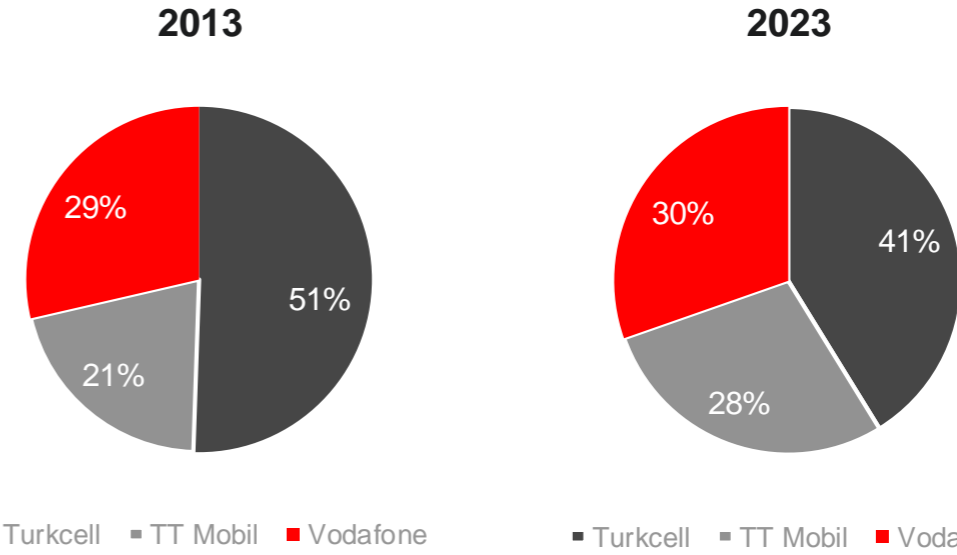
Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Telekom

Fiyatlandırma Stratejileri ve Rekabet Dinamikleri: Turkcell'in 2025 yılında hibrit bir fiyatlandırma stratejisi benimsemesini bekliyoruz. Bu strateji ile şirket, premium kullanıcı grubunda nispeten yüksek fiyatlandırma seviyelerini korumayı hedeflerken, fiyat duyarlılığı daha yüksek olan kullanıcı gruplarında pazar payı elde etmek için kampanyaları arttırabilir. Bu sırada, Türk Telekom'un daha düşük fiyatları ile öne çıkarak mobil segment erişimini genişletmesi muhtemel. Mobil segmentteki rekabet bir ölçüde yoğunlaşmış olsa da, sabit genişbant segmentindeki fiyat baskısı nispeten sığ rekabet nedeniyle sınırlı kalmaktadır. İkame ürünlerin sınırlı mevcudiyeti, yüksek geçiş maliyetleri ve dijital altyapıya bağımlılık sebepleriyle sabit genişbant pazarında fiyat artışlarından kaynaklanan talep kaybının daha az olmasını bekliyoruz.

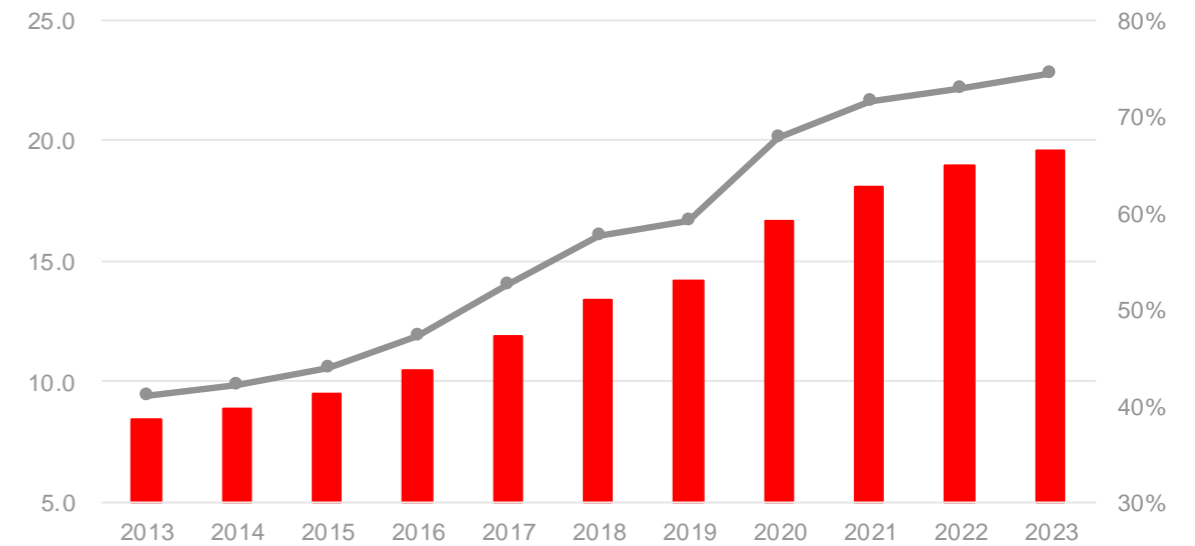
Sabit genişbant segmenti gelir büyümesinin, kısalan sözleşme süreleri ve ARPU seviyesinin henüz reel olarak 2019 yıllarındaki seviyesini yakalayamamış olması sebepleriyle mobil segmentin üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Türk Telekom, Ocak ve Haziran 2024'te 24 ay yerine sırasıyla 18 ve 15 aylık sözleşme sürelerini uygulamaya başlarken, 12 aylık sözleşmeler Turkcell'in toplam sözleşmelerinin %82'sini oluşturuyor. Sabit genişbant segmenti, Türk Telekom'un konsolide gelirlerinde Turkcell'e kıyasla daha yüksek bir paya sahip (2024T'de %31'e karşılık %7). Dolayısıyla, Türk Telekom'da Turkcell'e kıyasla daha yüksek fiyat artışlarıyla yeniden fiyatlandırmaya tabi daha fazla sözleşme ve buradan kaynaklanan büyümenin de toplam ciro içerisindeki katkısının daha fazla olmasını bekliyoruz. Temmuz 2025'te toptan segment için %35 fiyat artışı varsayımımız da Türk Telekom'un büyüme projeksiyonunu destekledi. Özetle, 2025 yılında ortalama TÜFE'nin %33,5 olacağını varsayarak Türk Telekom için %8,5, Turkcell için %5 reel büyüme bekliyoruz.

Kullanıcı Sayısı Bazında Pazar Payı, 2013-2023



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Genişbant Abone Sayısı ve Hanehalkı Penetrasyonu, mn, %, 2013-2023



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Telekom

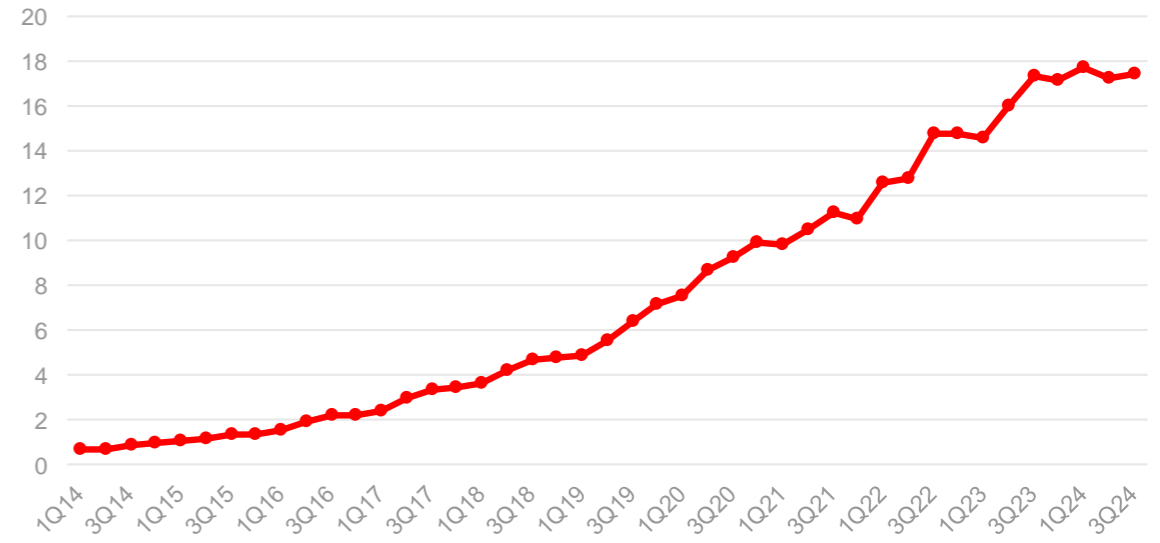
5G ihalesi ve Sabit Genişbant İmtiyaz Yenileme: 2025 yılında gerçekleşmesi beklenen 5G ihalesi, mobil segmentteki rekabeti yeniden şekillendirecek. Turkcell, güçlü bilançosu ve altyapı yatırımlarındaki liderliği ile 5G'ye en hazır operatörlerden biri konumunda. Turkcell'in 4.5G döneminde yaptığı önemli yatırımlar, kendisine güçlü bir altyapı avantajı sağladı. 5G'nin yaygınlaşmasının veri tüketimini artırması beklenirken, bunun ARPU seviyeleri üzerindeki etkisinin yakın vadede çok sınırlı kalmasını bekliyoruz.

Türk Telekom'un Şubat 2026'da sona erecek olan sabit genişbant imtiyazının yenilenmesi, şirkete uzun vadeli gelir öngörülebilirliği sağlayacaktır. Hükümetin alternatif modeller aramak yerine imtiyazı Türk Telekom lehine yenilemesini bekliyoruz. Böylece, Türk Telekom sabit genişbant pazarındaki lider konumunu güçlendirecek ve operasyonel ve finansal esneklik kazanacaktır.

5G ihalesi ve imtiyaz yenilemesine ilişkin nakit çıkışları 2025 yılında piyasa tarafından yakından takip edilecek ve operatörlerin finansal sağlığını etkileyen en önemli faktör olacaktır. 2016 yılında yapılan 4.5G ihalesi ve operatörlerin stratejik odağı göz önüne alındığında, Turkcell ve Türk Telekom'dan 13 yıllık 5G lisansı için 2 yıl içinde sırasıyla 1,7 milyar USD ve 0,6 milyar USD nakit çıkışı öngördük. Ayrıca, 2026 ve 2027 yılları arasında Türk Telekom'dan ihale yenilemesi için 1,5 milyar USD nakit çıkışı öngördük. Ödeme gücü ve likiditenin sağlıklı ve emsal ortalamaların altında kalmasını ve Net Borç/FAVÖK oranlarının her iki operatör için de 2026 yılında 1,1x civarında seyretmesini bekliyoruz.

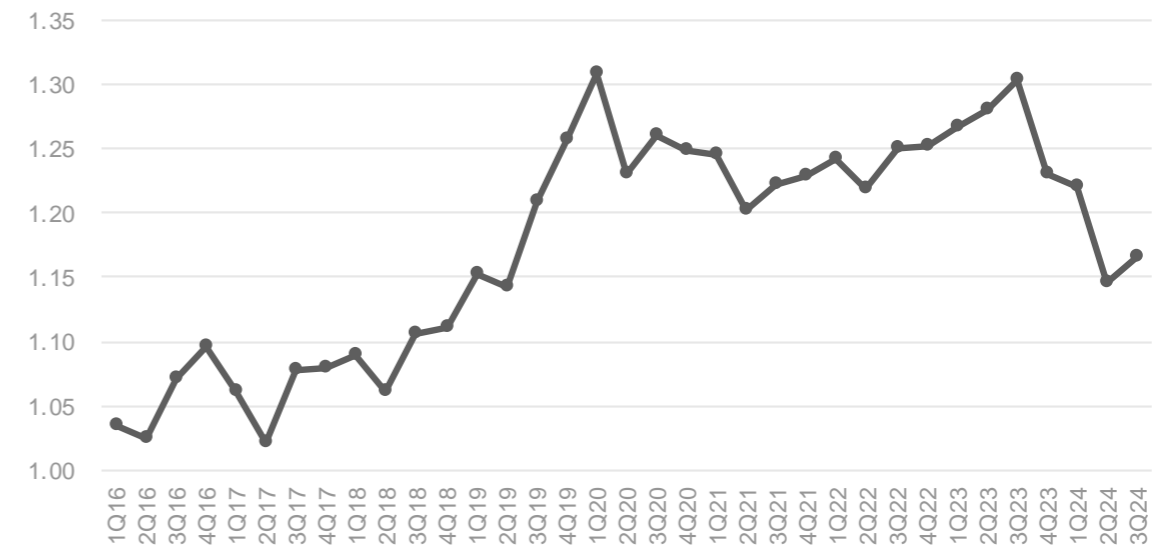
Çarpan iskontoları: 2025 yılında, 5G ihalesi için önemli nakit çıkışı projeksiyonları nedeniyle piyasanın Firma Değeri düzeltmelerini hesaplarken şirketlerin mevcut borç profillerinden ziyade gelecekteki net borç profillerini kullanması gerektiğine inanıyoruz. 5G ihalesi sonrası net borç tahminlerimize göre, TCELL hisseleri 3,8x ve 2,9x 2025T 2026T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görerek benzerlerine göre %22 ve %35 iskontoya işaret ediyor. TTKOM hisseleri ise 3,3x ve 2,7x çarpanlarıyla benzerlerine göre %32 ve %41 iskontoya işaret etmektedir. Mevcut değerlemelerin cazip olduğuna ve halihazırda 5G ihalesi ve imtiyaz yenilemesi ile ilgili riskleri orta düzeyde güvenlik marjı ile yansıttığını düşünüyoruz. Daha iyi büyüme tahminleri ve kar momentumu nedeniyle TTKOM'u model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Mobil Veri Tüketimi, Aylık GB, 2014-2024



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

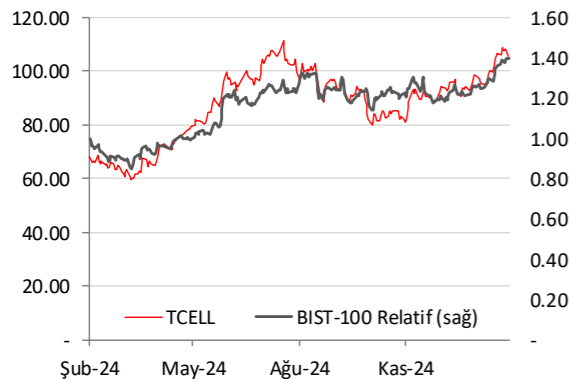
Turkcell'in Mobil ARPU / Türk Telekom'un Mobil ARPU, x, 2016-2024



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Turkcell

Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	149.00			
Güncel Fiyat, TL	105.60			
Getiri Potansiyeli	41%			
Halka Açıklık Oranı	54%			
Piyasa Değeri, mn TL	232,320			
Firma Değeri, mn TL	253,259			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	107,116	164,150	218,942	269,115
FAVÖK, mn TL	47,053	70,903	94,157	115,008
Net Kâr, mn TL	12,554	25,526	24,825	46,206
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	25,236	22,919	70,730	122,619
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.3	0.8	1.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	43.9%	43.2%	43.0%	42.7%
Net Marj	11.7%	15.6%	11.3%	17.2%
Temettü Verimi	2.3%	5.4%	2.7%	2.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	14.6%	53.2%	33.4%	22.9%
FAVÖK, y/y	18.1%	50.7%	32.8%	22.1%
Net Kâr, y/y	82.5%	103.3%	-2.7%	86.1%
Değerleme Verisi				
F/K	7.7	9.1	9.4	5.0
FD/FAVÖK	2.6	3.6	3.2	3.1
FD/Ciro	1.2	1.6	1.4	1.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1H	1A	3A	12A
BİST-100 Relatif	-0.5%	7.2%	26.8%	55.1%
AOİH, mn TL	1,798	2,840	2,289	2,154



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **2025'te orta tek haneli büyüme:** Turkcell'in karma mobil ARPU'sunun 2025'te nominal olarak %40, sabit geniş bant ARPU'sunun ise %53 artmasını bekliyoruz. Bu, yüksek paketlere geçirme performansı ve fiyat artışlarının ARPU üzerindeki gecikmeli etkisi sayesinde ortalama enflasyon tahminimiz olan %33,5'ten daha yüksek. 2025'te TÜFE'deki enflasyon düşüşüne rağmen, mobil segmentteki artan rekabet nedeniyle reel ciro büyümesinin 2025'e kıyasla daha düşük olmasını bekliyoruz.
- **Turkcell'in 2025'te hibrit fiyatlandırma stratejisi benimsemesini bekliyoruz.** Bu strateji sayesinde şirket, daha fiyat duyarlı müşteri gruplarında pazar payı yakalamak için kampanyalardan yararlanırken, premium müşteri segmentindeki nispeten yüksek ARPU seviyelerini korumayı hedefleyebilir. Şirket, son on yılda mobil kullanıcı tabanında yaklaşık %10 pazar payı kaybetti. Şirketin stratejik odağını ARPU büyümesinden alıp kullanıcı tabanı genişletmeye kaydırmasını bekliyoruz. Mobil kullanıcı tabanına yaklaşık 400 bin yeni ekleme bekliyoruz. Bu doğrultuda, müşteri edinimi ve 5G ihalesi ile ilgili duyurular için daha fazla pazarlama harcaması bekliyoruz. Bu sebeple orta tek haneli büyüme beklentisine rağmen, FAVÖK'ün neredeyse aynı kalacağına inanıyoruz.
- **TL güçlenirken nakit yaratma kapasitesinin iyileşmesi:** Makroekonomi ekibimiz, 2025'in ilk yarısında TL'nin döviz karşısında değerinin artmaya devam edeceğini öngörüyor. Telekomünikasyon sektöründe lisans yenilemeleri, imtiyaz sözleşmeleri ve diğer yatırım harcamaları çoğunlukla döviz cinsinden ifade edilirken, gelirler çoğunlukla TRY cinsinden ifade ediliyor. Güçlü TL hem karlılık marjlarını hem yatırım harcamalarını baskılayarak nakit yaratma kabiliyetini destekliyor. Bu nedenle, Türk telekomünikasyon şirketlerinin 2025'te nakit yaratma konusunda önceki yıllara göre daha iyi bir konuma sahip olacağına ve diğer sektörlerle karşı öne çıkacağına inanıyoruz.
- **Varlık para kazanma seçenekleri potansiyel bir orta vadeli katalizör olmaya devam ediyor:** Turkcell'in altında Super Online (fiber), Global Tower ve Paycell gibi birçok değerli şirket var. Bu varlıkların geleneksel telekomünikasyon işine kıyasla daha yüksek değerlendirme çarpanları çekmesi muhtemeldir. Bu varlıkların ilk halka arz veya başka bir stratejik ortaklık yoluyla paraya çevrilmesi Turkcell için değer katıcı olabilir. Dijital hizmetler ve teknoloji finans, Turkcell'in dönüşümünde stratejik alanlardır.
- **Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz:** TÜİK'in son nüfus projeksiyonlarına göre Terminal Büyüme Oranımızı %0,5 azaltarak %9,5'a indirdik. Modelimizi bir dönem ilerletmek buradan kaynaklanan değer düşüşünü büyük ölçüde telafi etti. Turkcell için "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi koruyoruz ve İNA odaklı 12A HF'mizi 150 TL'den 149 TL'ye çekiyoruz. TCELL hisseleri 3,8x ve 2,9x 2025T-2026T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görerek benzerlerine göre %22 ve %35 iskontoya işaret ediyor.

Türk Telekom

Bloomberg Kodu	TTKOM TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	84.00
Güncel Fiyat, TL	51.00
Getiri Potansiyeli	65%
Halka Açıklık Oranı	13%
Piyasa Değeri, mn TL	178,500
Firma Değeri, mn TL	232,361

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mn TL	81,271	160,578	222,198	275,079
FAVÖK, mn TL	32,646	61,913	88,747	115,264
Net Kâr, mn TL	6,645	6,133	5,103	13,361

Borçluluk

Net Borç, mn TL	44,460	62,433	94,184	121,934
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.0	1.1	1.1

Kârlılık

FAVÖK Marjı	40.2%	38.6%	39.9%	41.9%
Net Marj	8.2%	3.8%	2.3%	4.9%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme

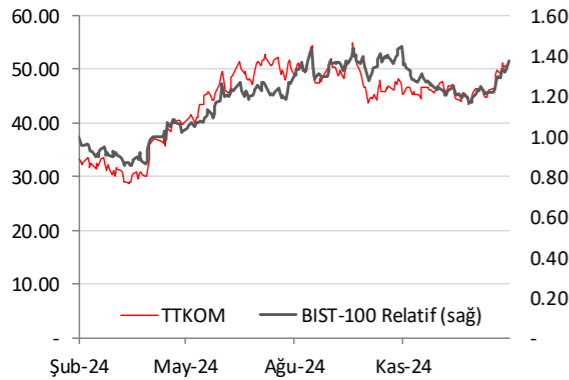
Ciro, y/y	69.2%	97.6%	38.4%	23.8%
FAVÖK, y/y	82.3%	89.7%	43.3%	29.9%
Net Kâr, y/y	60.7%	-7.7%	-16.8%	161.8%

Değerleme Verisi

	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	10.9	29.1	35.0	13.4
FD/FAVÖK	3.6	3.9	3.1	2.6
FD/Ciro	1.4	1.5	1.2	1.1

Hisse Verileri

	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	4.3%	11.9%	5.7%	52.9%
BİST-100 Relatif	6.7%	15.3%	-3.9%	35.5%
AOİH, mn TL	1,250	1,566	1,147	936



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **TTKOM hakkındaki olumlu kanaatimiz şunlara dayanmaktadır...** i) a) aboneliklerdeki son fiyat optimizasyonu ve gecikmeli etkileri, b) sabit genişbant segmentinde sözleşme sürelerinin kısalmasıyla ARPU büyümesinin hızlanması, c) premium abonelik paketlerinin satışını hızlandıran artan veri kullanımı, d) demografi sayesinde kullanıcı tabanının istikrarlı büyümesi, f) dezenflasyon ile reel büyüme için daha istikrarlı bir faaliyet ortamı, g) devam eden altyapı genişlemesi ve ağ iyileştirmeleri, ii) önemli ölçüde döviz bazlı Yatırım Harcamaları ve TL bazlı gelirler sebebiyle TL reel değerlenirken artan nakit yaratma kabiliyeti, iii) cazip değerlendirme
- **2025 ve 2026'da c9% ve c7% y/y reel gelip büyümesi bekliyoruz...** 2025'te %60 sabit genişbant ARPU büyümesi ve %46 mobil ARPU büyümesiyle, benzerinin %53/%40 büyümesine kıyasla öne çıkmasını bekliyoruz.
- **Sözleşme süreleri kısalıyor...** Şirket, sabit genişbant segmentinde Aralık 2023'te 24 aylık sözleşmeler yerine (12+12) 18 aylık (9+9) ve Haziran 2024'te 15 aylık (3+12) sözleşmeler uygulamaya başladı. Ayrıca Şirket toptan satışlarda Temmuz 2023'teki %70 fiyat artışına ek olarak Temmuz 2024'te %70 fiyat artışı daha uyguladı. Temmuz 2025'te toptan alt segment için %35'lik bir fiyat artışı varsayıyoruz. Toptan satışların fiyat düzenlemeleri hemen uygulanmakta, ciro etkisi gecikmemektedir.
- **Öte yandan, imtiyaz belirsizliği hala bir risk.** Yönetim Şirketin haklarını koruyan makul bir çözümün bulunacağına inanıyor. Bu bağlamda, 2026 ve 2027'de iki taksitte ödenecek 1,5 milyar USD tutarında yenileme bedeli öngördük. 5G ihalesinde, 13 yıllık dönemi kapsayan bir lisans için 2025 ile 2026 arasında 0,6 milyar USD tutarında nakit çıkışı öngörüyoruz. Sonraki 3 yılda önemli miktarda nakit çıkışına rağmen, kaldırıcın yaklaşık 1,0x-1,1x Net Borç/FAVÖK ile küresel benzerlerinin 1,2x-1,4x olan ortalamasının altında kalmasını bekliyoruz.
- **Emsallerine göre daha yüksek büyüme ve daha düşük nakit çıkışı...** Türk Telekom'un hakim olduğu sabit geniş bant segmentinin, i) mevcut uzun vadeli sözleşmelerin düşük ARPU tabanı, ii) sözleşme sürelerinin kısaltılmasıyla ARPU büyümesinin hızlanması ve iii) toptan alt segmentte %70 fiyat artışı sayesinde mobil segmente göre bir/bir buçuk yıllık vadede daha fazla büyüme alanı sunduğuna inanıyoruz. Gerçekten de, rakibi mobil satış karmasına hakimdi ve 12 aylık sabit konut sözleşmeleri halihazırda kompozisyonunun %82'sini oluşturuyordu. Ayrıca Türk Telekom'dan 5G ihalesi için daha düşük nakit çıkışı bekliyoruz. Bu nedenle Türk Telekom ile rakibi arasındaki net borç açığının düşmesini bekliyoruz. TTKOM'u en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz. TTKOM hisseleri 3,3x ve 2,7x 2025T-2026T FD/FAVÖK çarpanlarıyla benzerlerine göre %32 ve %41 iskontoya işaret etmektedir.

Beyaz Eşya

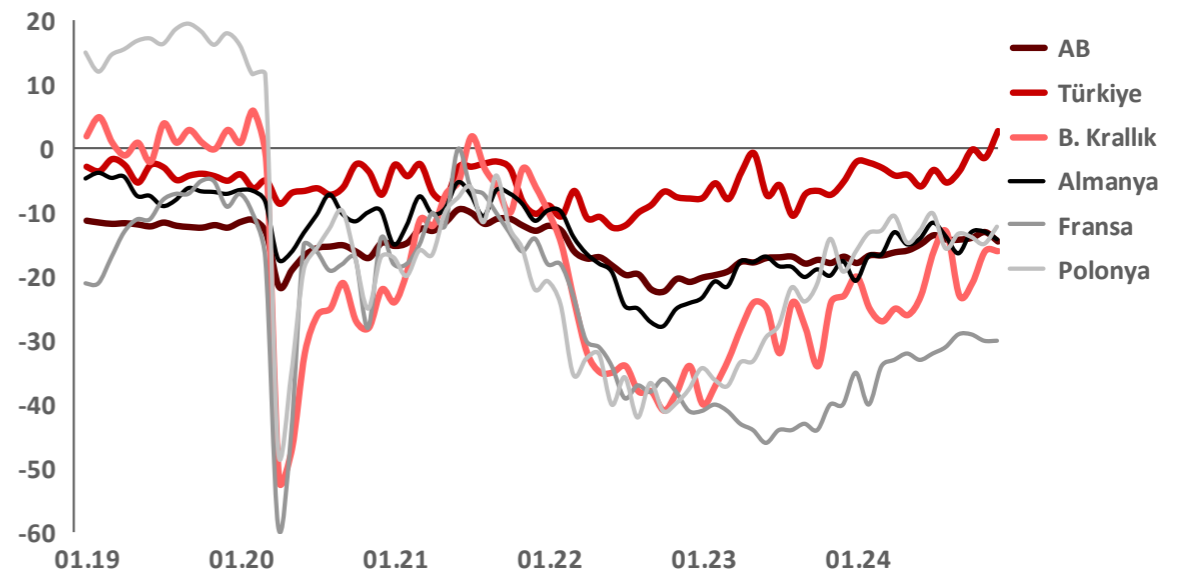
Avrupalılar belirsizlik ortamında temkinli kalırken Türkiye'deki tüketicilerin büyük tutarlı alımlar için iyimserliği artıyor. Haziran 2024'te bu yılın en düşük seviyesine kıyasla yılın ikinci yarısında iyileşme gösteren anketlere göre, Türkiye'deki tüketiciler büyük tutarlı alımlar yapma konusunda iyimserlik kazanıyor. Avrupalı tüketiciler ise siyasi belirsizlikler nedeniyle gelecekteki büyük alımlar konusunda daha temkinli.

2025'te yatay bir iç pazar ve hafif toparlanan bir Avrupa bekliyoruz. Toplam satışlar, ihracattaki %2,6'lık düşüğe rağmen yurtiçi satışlardaki %7,2'lik büyümenin etkisiyle 11A24'te y/y %0,3 arttı. 3Ç24'te toplam satışlar, %2,7 azalan yurtiçi satışlar ve %4,4 artan ihracat ile y/y %2,2 artış gösterdi. Hem Arçelik hem de Vestel Beyaz Eşya yurt içi satışlarda yavaşlama bildirdi. Piyasa verilerine göre, yurt içi satışlar Ekim ve Kasım'da geçen yıla kıyasla iyileşerek, 4Ç24'te talebin daha çok dondurucular ve kurutucular tarafından destekleneceğine işaret etti. İhracat cansız seyreterek uzun süreli kırılmalığa işaret etti. Kurutuculardaki seküler büyüme ve MDA4'teki normalleşmeyle birlikte donduruculardaki artış sayesinde 2025'te yurt içi satışların yatay, ihracatın hafif toparlanacağını tahmin ediyoruz. 2025'te toplam satışlarda küçük bir artış bekliyoruz. Kredi kartı taksitlerindeki artış iç talebi canlandırabilirken, önemli pazarlarda gevşeyen parasal duruş ihracatı destekleyebilir.

2025 yılında kâr büyümesi fiyatlandırmadan ziyade operasyonel verimlilikten gelecek. Avrupa'daki temkinli görünüm ve durgun bir iç pazar beklentimiz nedeniyle 2025 yılında güçlü bir fiyatlandırma ortamı görmeyi beklemiyoruz. Bize göre, şirketler bunun yerine operasyonel verimlilik yoluyla kâr artışı sağlamaya çalışacak.

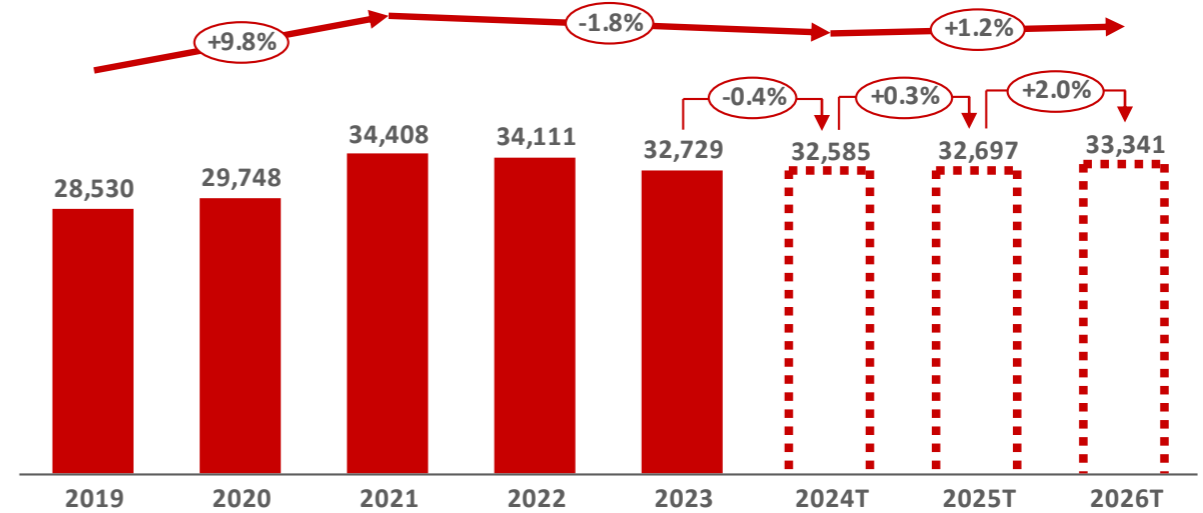
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Büyük Tutarlı Satın Alımlar için Tüketici Eğilimi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Büyük Beyaz Eşya Toplam Satışları* (bin adet)

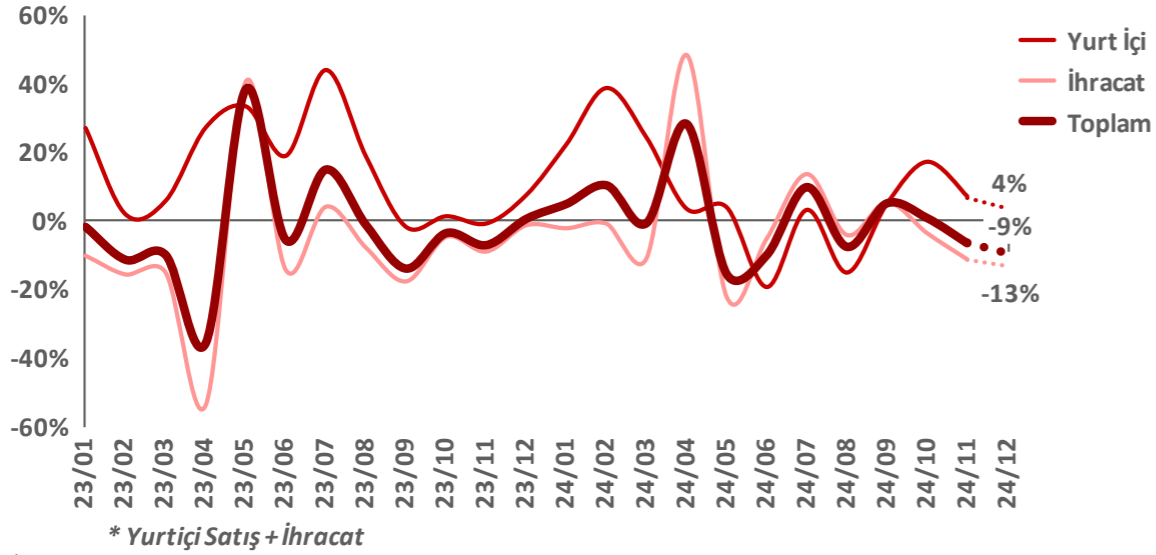


* Yurtiçi Satış + İhracat

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜRKBESD

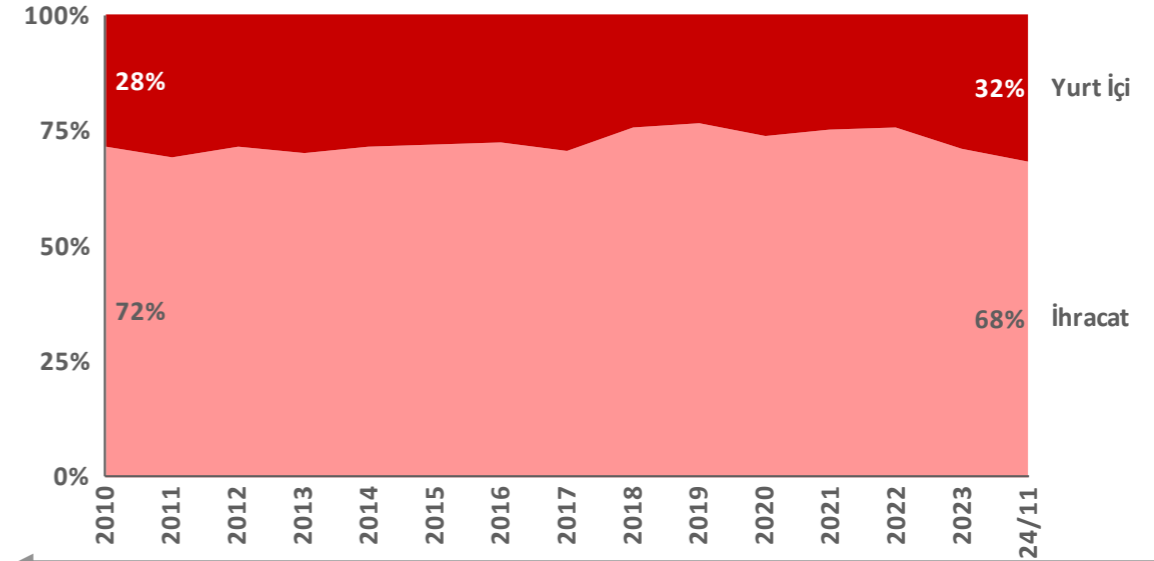
Beyaz Eşya

Aylık Toplam Beyaz Eşya Satışları*, y/y



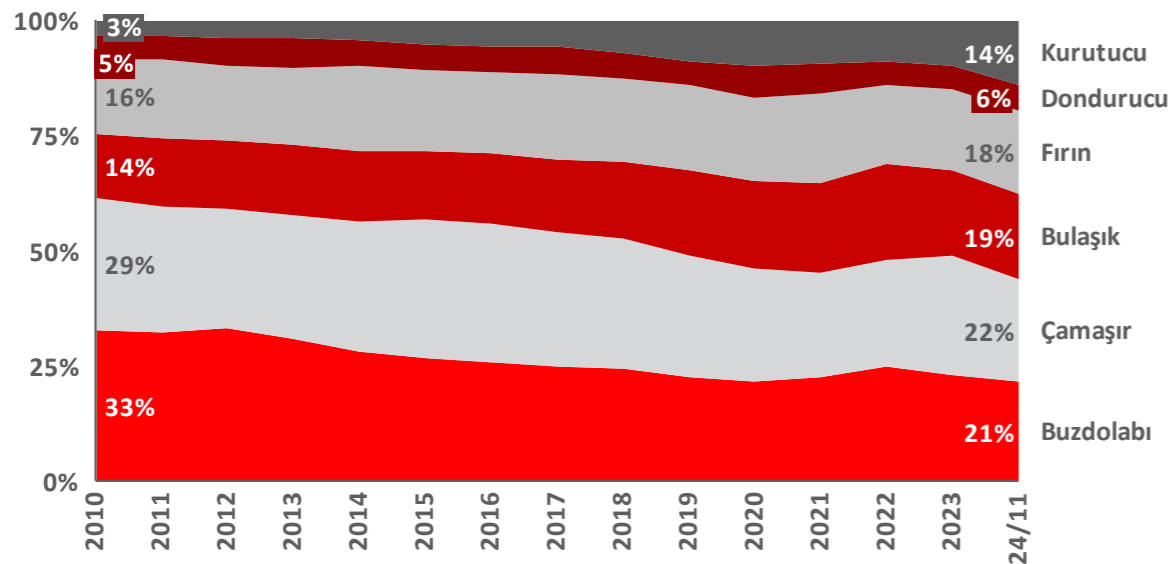
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜRKBESD

Toplam Beyaz Eşya Satışları Pazar Karması



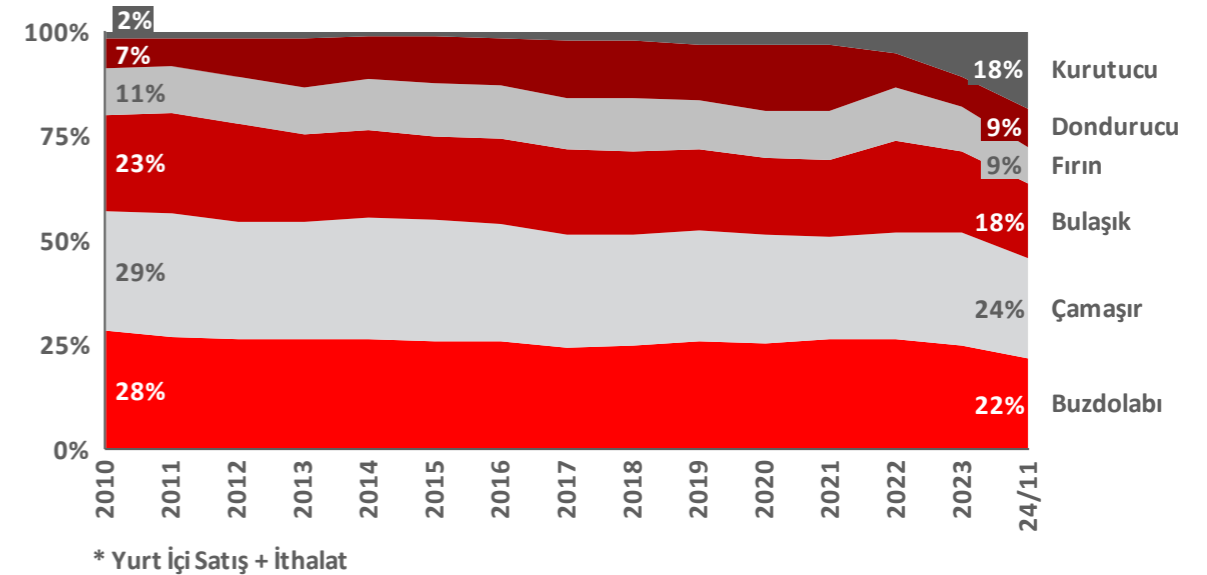
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜRKBESD

Toplam Beyaz Eşya Satışları Ürün Karması



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜRKBESD

Görünür Yurt İçi Beyaz Eşya Talebi* Ürün Karması

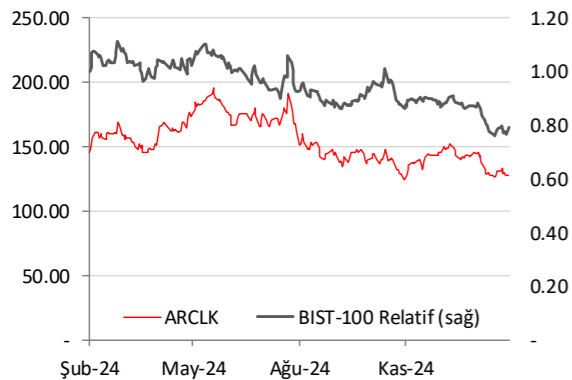


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜRKBESD

Arçelik

Bloomberg Kodu	ARCLK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	199.00
Güncel Fiyat, TL	127.90
Getiri Potansiyeli	56%
Halka Açıklık Oranı	15%
Piyasa Değeri, mn TL	86,426
Firma Değeri, mn TL	172,736

Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	257,104	428,548	587,994	685,499
FAVÖK, mn TL	20,331	22,297	38,220	47,985
Net Kâr, mn TL	7,667	1,689	5,101	9,729
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	53,118	87,227	122,748	127,603
Net Borç/FAVÖK	2.6	3.9	3.2	2.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.9%	5.2%	6.5%	7.0%
Net Marj	3.0%	0.4%	0.9%	1.4%
Temettü Verimi	2.0%	-	-	1.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	92.0%	66.7%	37.2%	16.6%
FAVÖK, y/y	71.4%	9.7%	71.4%	25.6%
Net Kâr, y/y	77.3%	-78.0%	202.0%	90.7%
Değerleme Verisi				
F/K	11.5	61.5	16.9	8.9
FD/FAVÖK	6.9	8.5	5.4	4.4
FD/Ciro	0.5	0.4	0.4	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-2.1%	-11.8%	-0.5%	-12.9%
BİST-100 Relatif	0.1%	-9.1%	-9.6%	-22.8%
AÖİH, mn TL	436	383	301	482



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

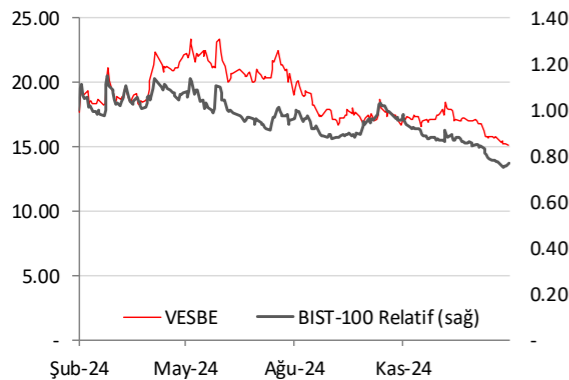
Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **2025'te yatay bir iç pazar ve hafif toparlanan bir Avrupa bekliyoruz:** Kurutuculardaki mevcut seküler büyüme trendi ve MDA4 kategorisindeki normalleşmenin ortasında donduruculardaki son yükselişin etkisiyle 2025 yılında yatay bir yurtiçi satış performansı öngörürken, ihracatta hafif bir toparlanma bekliyoruz. Genel olarak, 2025 yılında toplam satışlarında sınırlı bir artış bekliyoruz. Kredi kartı taksit seçeneklerindeki artışın iç talebi desteklemesini; kilit ihracat pazarlarında gevşeyen parasal duruşun ihracat performansını desteklemesini bekliyoruz.
- **Whirlpool birleşmesinin yılda 200 milyon Euro maliyet tasarrufu sağlaması bekleniyor:** Arçelik, Whirlpool ile Beko Europe çatısı altında birleşmiş; yeni kurulan şirketin %75'i Beko BV'ye, %25'i Whirlpool EMEA'ya ait olmuştur. Birleşme kapsamında Whirlpool'un Avrupa'daki 14 üretim tesisi ve 38 iştiraki ile Arçelik'in Avrupa'daki 25 iştiraki ve 2 üretim tesisi devralınmıştır. Arçelik ayrıca Whirlpool'un Orta Doğu ve Kuzey Afrika'daki iki iştirakini de satın almıştır. Birleşmenin, özellikle iyileştirilmiş kapasite kullanımı, tedarik ve lojistikten kaynaklanan yıllık 200 milyon Euro'nun üzerinde maliyet sinerjisi yaratması beklenmekte olup, bu sinerjilerin %30'unun kısa vadede, geri kalanının ise 4-5 yıl içinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- **4Ç24'te olağandışı gelirler beklenti üstü net kar getirdi:** Arçelik'in 4Ç24 net karı yıllık bazda %52 düşüşle 7 milyar TL (Kons.: -1,3 milyar TL) olarak gerçekleşti. Net satışlar yıllık bazda %19 artışla 108 milyar TL (Kons.: 110 milyar TL) oldu. FAVÖK yıllık bazda %9 düşüşle 4,8 milyar TL (Kons.: 5,5 milyar TL) olarak gerçekleşti. Daha düşük net satışlar ve daha zayıf operasyonel karlılık FAVÖK'te %13 seviyesinde aşağı yönlü sapmaya neden oldu. 7,1 milyar TL'lik parasal kazanç ve birleşme işlemlerinden elde edilen 17 milyar TL'lik pazarlıklı satın alım kazancı, 10,9 milyar TL'lik yeniden yapılandırma giderlerine karşın net karda piyasa beklentisinin aşılmasını sağladı.
- **2025 için yönetim beklentileri:** Arçelik (i) Türkiye'de reel olarak yatay net satışlar (TL bazında) ve uluslararası satışlarda yaklaşık %15 büyüme (döviz bazında), (ii) ~%6,5 FAVÖK marjı, (iii) ~300 milyon Avro yatırım harcaması ve (iv) %20'nin altında bir İşletme Sermayesi/Satış oranı hedefliyor.
- **Finansal beklentilerimiz:** 2025 yılı için (i) yeniden yapılandırma maliyetlerinin büyük ölçüde 2024 sonu itibarıyla finansallara yansıtıldığını, (ii) ikinci yarıyılın yıllık büyüme açısından daha olumlu olacağını ve (iii) talep toparlanması, kaldırma azaltma ve operasyonel iyileştirmelerin odaktaki ana maddeler olacağını düşünüyoruz. Coğrafi dağılımda ihracatın ağırlık kazanmasıyla birlikte yılın tamamında %35'lik bir hasılat büyümesi öngörüyoruz. FAVÖK marjı tahminimiz ise %6,7'dir.
- **«Endeks Üzerinde Getiri» tavsiyemizi koruyoruz:** (i) Cazip değerlendirme, (ii) birleşme sonrası önemli hasılat büyümesi ve (iii) operasyonel verimlilikte kademeli iyileşme beklentisini göz önünde bulundurarak tavsiyemizi «Endeks Üzerinde Getiri» olarak koruyoruz. Şirketin Avrupa'da talep toparlanması için iyi pozisyonlandığını düşünüyoruz.

Vestel Beyaz Eşya

Bloomberg Kodu	VESBE TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	26.00
Güncel Fiyat, TL	15.07
Getiri Potansiyeli	73%
Halka Açıklık Oranı	19%
Piyasa Değeri, mn TL	24,112
Firma Değeri, mn TL	34,668

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	61,070	77,117	98,507	114,637
FAVÖK, mn TL	7,896	6,015	8,373	10,891
Net Kâr, mn TL	4,724	300	875	2,608
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	4,166	9,311	13,876	16,835
Net Borç/FAVÖK	0.5	1.5	1.7	1.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	12.9%	7.8%	8.5%	9.5%
Net Marj	7.7%	0.4%	0.9%	2.3%
Temettü Verimi	1.6%	4.8%	0.6%	1.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	94.6%	26.3%	27.7%	16.4%
FAVÖK, y/y	172.2%	-23.8%	39.2%	30.1%
Net Kâr, y/y	231.7%	-93.6%	191.4%	198.1%
Değerleme Verisi				
F/K	4.8	80.3	27.6	9.2
FD/FAVÖK	3.4	5.6	4.5	3.8
FD/Ciro	0.4	0.4	0.4	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-1.6%	-11.3%	-11.5%	-12.0%
BİST-100 Relatif	0.6%	-8.6%	-19.5%	-22.0%
AOİH, mn TL	60	74	85	183



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **2025'te yatay bir iç pazar ve hafif toparlanan bir Avrupa bekliyoruz:** Kurutuculardaki mevcut seküler büyüme trendi ve MDA4 kategorisindeki normalleşmenin ortasında donduruculardaki son yükselişin etkisiyle 2025 yılında yatay bir yurtiçi satış performansı öngörürken, ihracatta hafif bir toparlanma bekliyoruz. Genel olarak, 2025 yılında toplam satışlarında sınırlı bir artış bekliyoruz. Kredi kartı taksit seçeneklerindeki artışın iç talebi desteklemesini; kilit ihracat pazarlarında gevşeyen parasal duruşun ihracat performansını desteklemesini bekliyoruz.
- **Uzun vadeli temeller sağlam görünüyor:** Vestel Beyaz Eşya Türkiye'nin en büyük ikinci ve Avrupa'nın en büyük beşinci beyaz eşya üreticisidir. Şirketi (i) ihracata dayalı iş modeli, (ii) Avrupa pazarına yakınlığı ile tek çatı altında Türkiye'deki rekabetçi varlık tabanı ve (iii) güçlü nakit dönüşümüne izin veren nispeten düşük işletme sermayesi yoğunluğu nedeniyle beğeniyoruz.
- **Finansal beklentilerimiz:** 2024 yılı için (i) uluslararası zayıf fiyatlama ortamı, (ii) güçlü TL'nin EUR bazlı uluslararası satış performansını baskılaması ve (iv) yüksek finansman giderleri nedeniyle zayıf bir operasyonel kârlılık ve net zarar bekliyoruz. 2025 yılının tamamında %28'lik bir ciro büyümesi öngörüyoruz. FAVÖK marjı tahminimiz ise %8,5 seviyesindedir. Operasyonel kârlılığın, TL'nin reel olarak değer kazanması ve uluslararası zayıf fiyatlama ortamının etkisiyle 2024 yılındaki düşük bazdan toparlanmasını bekliyoruz. Önümüzdeki çeyreklerde talepteki toparlanma temel değer faktörü olacaktır.
- **«Endeks Üzerinde Getiri» tavsiyemizi koruyoruz:** Tavsiyemizi «Endeks Üzerinde Getiri» olarak koruyoruz.

GYO

11A24'te toplam konut satışları yıllık bazda %16 artmıştır. Bu rakam, karşılaştırılabilir dönem için 2014-2023 medyanından %6 daha yüksektir. İpotekli satışların payı Kasım-24'te tüm zamanların en düşük seviyesi olan Aralık-23'teki %4'ten %14'e yükselirken, 11A24'teki oran yıllık bazda 5 puan düşüşle %11'e geriledi ve tüm zamanların ortalaması olan %26'nın oldukça altında kaldı. Konut fiyat endeksinin TÜFE'den arındırılmış olarak tüm zamanların en yüksek seviyesinden %17 düşmesi ve kira endeksinin TÜFE'den arındırılmış olarak tüm zamanların en düşük seviyesinden %94 artması, kira katsayılarında %48'lik bir düşüşe yol açmıştır. Kira çarpanlarındaki daralma konut alıcıları için cazip bir yatırım fırsatı sunarken, konut kredisi faiz oranlarındaki artış ve krediye erişimin zorlaşması orta ve düşük gelirdi hane halklarını uzak tutuyor. Bu nedenle, konut fiyatlarına yönelik risklerin yukarı yönlü olduğuna inanıyoruz.

Bu arada, mağaza ve ofis fiyat endeksleri tüm zamanların en yüksek seviyelerinden reel olarak sırasıyla %6 ve %10 oranında düşmüştür. Daha olumlu bir not olarak, ofis fiyat endeksi bu yılın en düşük seviyelerinden bir miktar iyileşme gösteriyor.

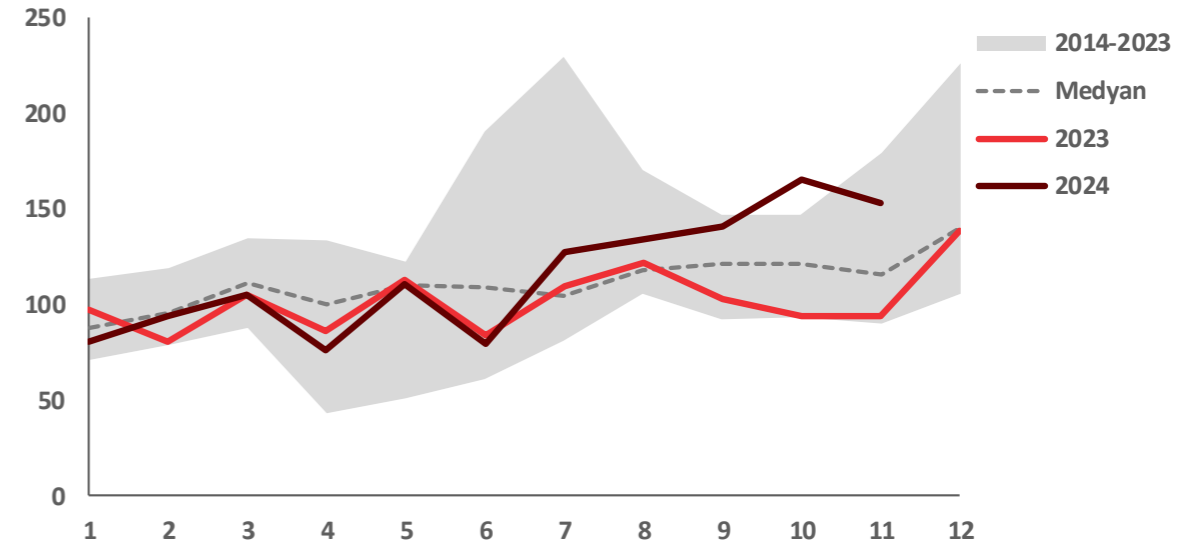
4Ç24'ün ilk iki ayında, alışveriş merkezlerine ziyaret sayısı endeksi yıllık bazda %2 düşerken, metrekare başına ciro yıllık bazda değişmemiştir (TÜFE'ye göre düzeltilmiş).

Hanehalkı enflasyon beklentilerinin işaret ettiği kanaat doğrultusunda, öne çekilen talebin eski gücünü kaybediyor olduğu düşüncesiyle, metrekare bazında ciroların önümüzdeki çeyreklerde TÜFE seviyelerinde veya hafif üzerinde istikrar kazanmasını bekliyoruz.

Dikey kentleşme, Avrupa yakasında Başakşehir ve Anadolu yakasında Kadıköy gibi proje ilçelerinde nüfusun yoğunlaşmasına yol açmaktadır. Bu tür yerleşim alanlarının çevresindeki alışveriş merkezleri, kendi bölgelerindeki artan nüfus yoğunluğundan faydalanmaya hazırdır.

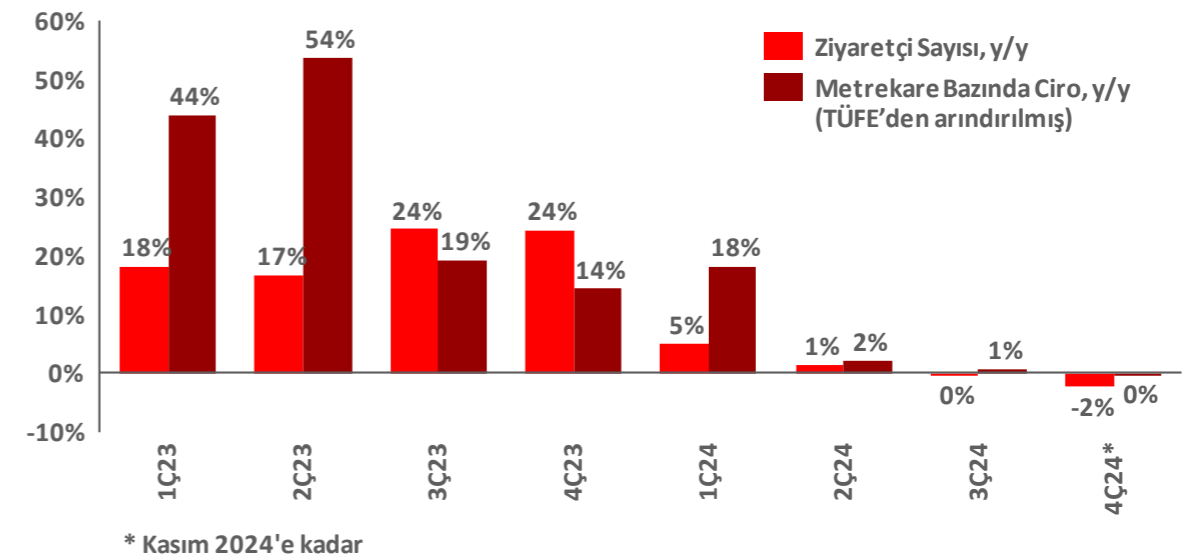
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Konut Satışları (bin adet)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

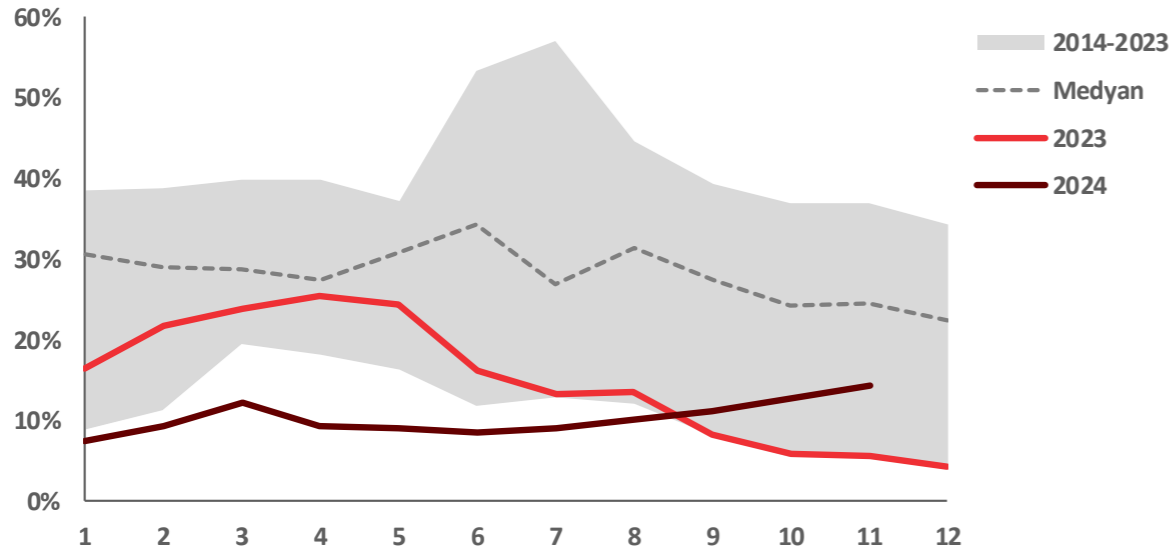
Alışveriş Merkezi İstatistikleri



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, AYD, TÜİK

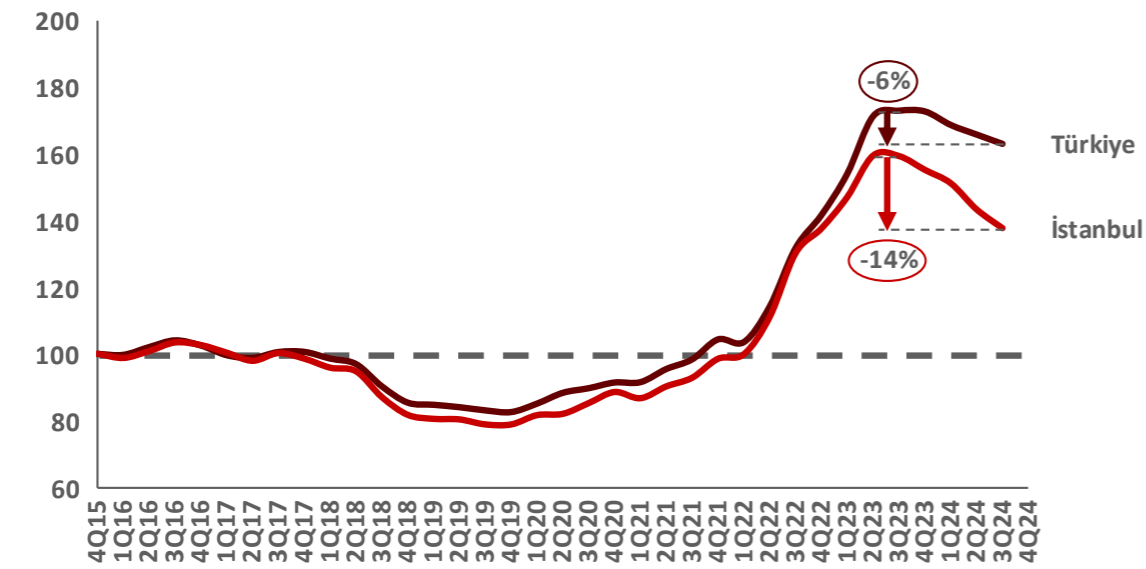
GYO

İpotekli Konut Satışlarının (% Toplam Satışlar)



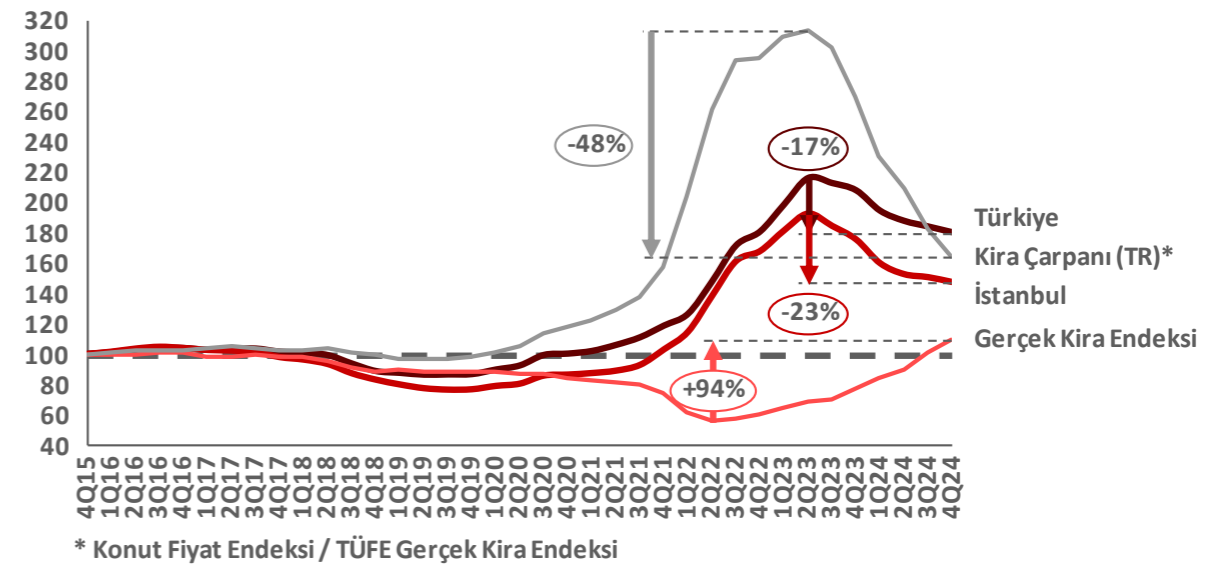
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Mağaza Fiyat Endeksleri (y/y, TÜFE'den arındırılmış) (Baz=100)



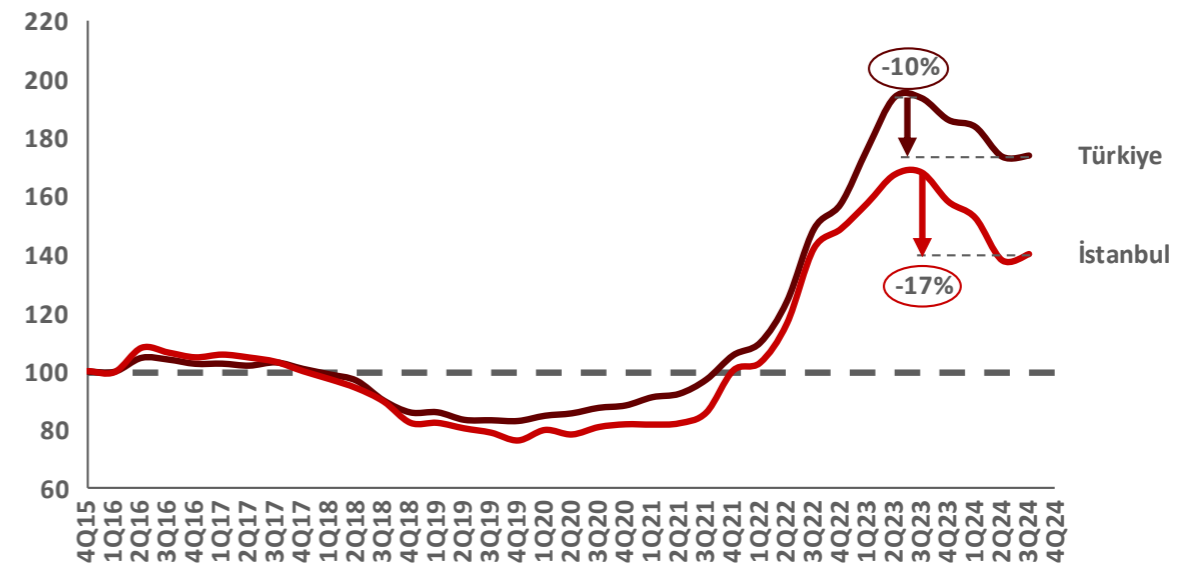
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

Konut Fiyat Endeksleri (y/y, TÜFE'den arındırılmış) (Baz=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB, TÜİK

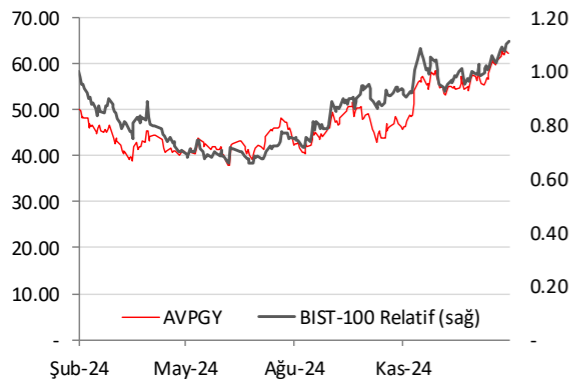
Ofis Fiyat Endeksleri (y/y, TÜFE'den arındırılmış) (Baz=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

Avrupakent GYO

Bloomberg Kodu	AVPGY TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	78.00			
Güncel Fiyat, TL	62.10			
Getiri Potansiyeli	26%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	24,840			
Firma Değeri, mn TL	24,075			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	3,083	7,372	6,362	7,703
FAVÖK, mn TL	1,699	5,666	4,088	5,228
Net Kâr, mn TL	3,261	7,643	7,921	9,444
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-3,713	-1,555	-6,987	-13,535
Net Borç/FAVÖK	-2.2	-0.3	-1.7	-2.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	55.1%	76.9%	64.3%	67.9%
Net Marj	105.8%	103.7%	124.5%	122.6%
Temettü Verimi	-	3.4%	7.2%	6.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	26.2%	139.1%	-13.7%	21.1%
FAVÖK, y/y	25.8%	233.5%	-27.9%	27.9%
Net Kâr, y/y	-56.0%	134.4%	3.6%	19.2%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.3	3.3	3.1	2.6
FD/FAVÖK	8.0	4.1	4.4	2.2
FD/Ciro	4.4	3.2	2.8	1.5
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	0.9%	8.0%	32.4%	26.5%
BİST-100 Relatif	3.2%	11.3%	20.3%	12.1%
AÖİH, mn TL	148	139	183	223



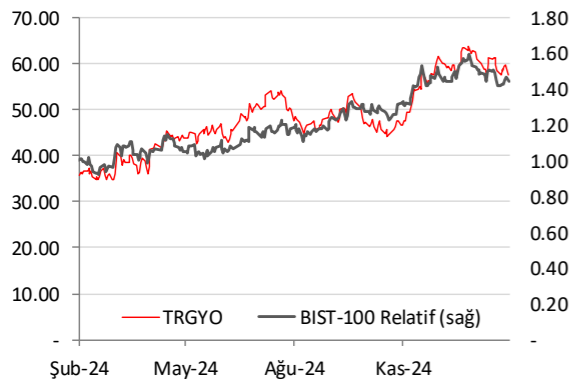
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **Üst segment konut portföyü orta vadede kârlılığı ve nakit üretimini destekleyecektir:** Konut ve ofis satışlarının 2024-2027 yılları arasında toplam gelirin %44'ünü oluşturmasını bekliyoruz. Şirketin gayrimenkul portföyünde 2027 yılına kadar teslim edilmesi beklenen yaklaşık 473 adet satılmamış konut bulunmaktadır. Beklenen ev & ofis satışları Şişli, Damga Yapı Feza Park Villaları, Demir Life ve Avrupa Konutları Çamlıvadi gibi projelerdeki konutlardan oluşmaktadır.
- **Güçlü bilanço sürdürülebilir temettü ödemelerini mümkün kılmaktadır:** Şirketin yüksek kaliteli operasyonel varlık portföyü, istikrarlı bir tekrar eden gelir akışı sağlarken, satılık premium konut varlıkları nakit yaratma kabiliyetini güçlendirmektedir. Avrupakent GYO, finansal ihtiyaçlar ve ekonomik koşullar aksini gerektirmediği sürece yıllık net kârının en az %50'sini hissedarlarına nakit olarak dağıtmayı hedefleyen ve ana sözleşmesinde de yazılı olan bir kâr dağıtım politikası benimsemektedir. Kâr payı tüm paylara eşit olarak dağıtılır. Şirket, 2024 yılına kadar üç eşit taksitte 840mn TL temettü ödemesi yapmış olup, önümüzdeki yıllarda da temettü büyümesini sürdürmeyi hedeflemektedir.
- **Tavsiyemizi «Nötr»e indiriyoruz:** 36 milyar TL olarak hesapladığımız NAD göz önünde bulundurulduğunda şirketin sınırlı bir getiri potansiyeli sunduğuna inandığımız için tavsiyemizi «Nötr»e indiriyoruz. Hızlanan konut satışları nakit üretimini güçlendirerek gelecek çeyreklerde ticari gayrimenkul portföyünü büyütmenin önünü açacaktır.

Torunlar GYO

Bloomberg Kodu		TRGYO TI			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		90.00			
Güncel Fiyat, TL		57.50			
Getiri Potansiyeli		57%			
Halka Açıklık Oranı		21%			
Piyasa Değeri, mn TL		57,500			
Firma Değeri, mn TL		50,211			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	4,971	10,425	13,455	18,157	
FAVÖK, mn TL	3,371	6,197	8,283	11,288	
Net Kâr, mn TL	12,639	4,808	13,713	18,963	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	91	-17,723	-25,795	-36,690	
Net Borç/FAVÖK	0.0	-2.9	-3.1	-3.3	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	67.8%	59.4%	61.6%	62.2%	
Net Marj	254.3%	46.1%	101.9%	104.4%	
Temettü Verimi	0.9%	4.1%	4.8%	7.3%	
Büyüme					
Ciro, y/y	86.7%	109.7%	29.1%	34.9%	
FAVÖK, y/y	85.4%	83.8%	33.7%	36.3%	
Net Kâr, y/y	-31.4%	-62.0%	185.2%	38.3%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	1.8	12.0	4.2	3.0	
FD/FAVÖK	9.3	7.8	4.8	2.6	
FD/Ciro	6.3	4.6	3.0	1.6	
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A	
Nominal Getiri	-0.3%	-8.3%	21.2%	60.8%	
BİST-100 Relatif	2.0%	-5.5%	10.1%	42.5%	
AOİH, mn TL	56	82	90	109	



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **Üst segment konut portföyü orta vadede kârlılığı ve nakit üretimini destekleyecektir:** Konut ve ofis satışlarının 2024 ve 2027 yılları arasında toplam gelirin %40'ını oluşturmasını bekliyoruz. Şirketin gayrimenkul portföyünde 2027 yılına kadar teslim edilmesini beklediğimiz yaklaşık 680 adet satılmamış konut bulunmaktadır. Beklenen konut & ofis satışları Torun Center, Korupark, Mall of İstanbul - 2. Faz ve 5. Levent - 2. Faz gibi projelerdeki konutlardan oluşmaktadır.
- **Faiz gelirleri 2025 net gelirlerini desteklemeye devam edecektir:** 4Ç24T itibarıyla yaklaşık 18 milyar TL olarak beklediğimiz nakit ve finansal yatırımların piyasa şartlarına paralel şekilde pozitif reel getiriler sunarak önemli nakit akışı sağlamasını bekliyoruz. Faiz gelirinin, gayrimenkul yatırım faaliyetlerine uygulanacak asgari kurumlar vergisinden muaf olmasını bekliyoruz. Yeniden değerlendirme kazançları yasal finansal tablolara yansıtılmadığından, efektif vergi oranının nispeten düşük olacağına inanıyoruz.
- **«Endeks Üzerinde Getiri» tavsiyemizi koruyoruz:** 103 milyar TL olarak hesapladığımız NAD göz önünde bulundurulduğunda makul bir getiri potansiyeli sunduğuna inandığımız için tavsiyemizi «Endeks Üzerinde Getiri» olarak koruyoruz. Şirketin güçlü nakit rezervi (4Ç24T: yaklaşık 18 milyar TL), güçlü finansal gelir yaratarak net geliri desteklemeye devam edecektir. Hızlanan konut satışları nakit üretimini artıracak ve böylece önümüzdeki çeyreklerde ticari gayrimenkul portföyünün büyütülmesinin önünü açacaktır.

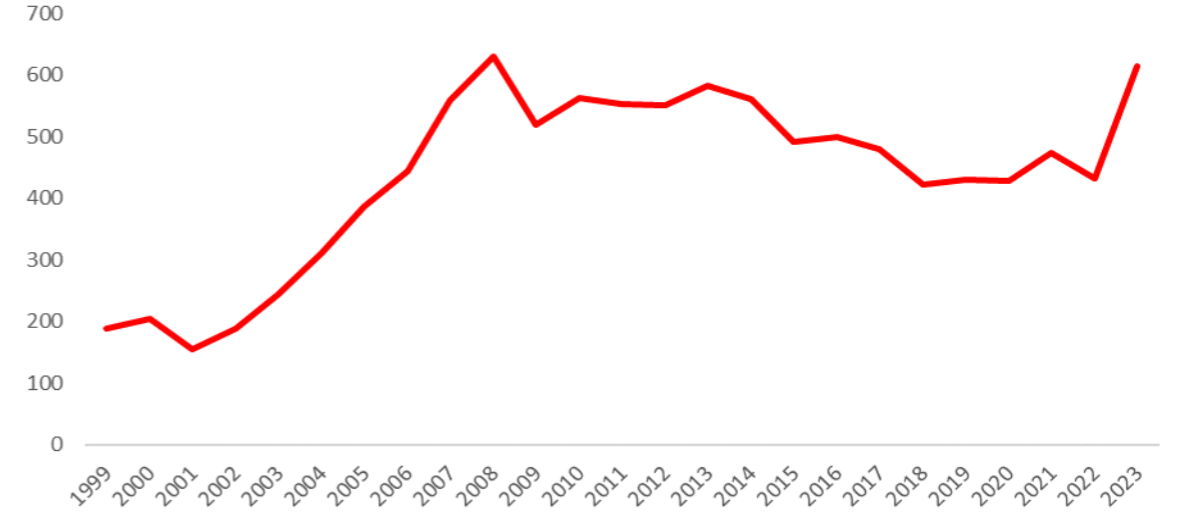
Sağlık Sektörü – Hastaneler

Hasta sayısındaki artış, SUT fiyatları nedeniyle sağlık harcamaları üzerinde sınırlı bir etkiye sahip olmuştur. 2002-2008 yılları arasında ABD doları cinsinden sağlık harcamaları yıllık bileşik %22 oranında artmıştır. Sosyal Güvenlik Kurumuna dayalı fiyat tarifesinin (SUT) 2007 yılında uygulamaya konulmasıyla birlikte bir değişim yaşanmıştır. 2007-2019 yılları arasında SUT fiyatları neredeyse hiç değişmemiştir, ancak özel hastaneler 2013 yılında %200 olarak belirlenen ve SUT fiyatlarının üzerinde ücret almalarına olanak tanıyan bir prim düzenlemesi için pazarlık yapmayı başarmıştır. 2008'den 2019'a kadar, artan hasta hacmine rağmen, ABD doları cinsinden kişi başına sağlık harcaması %3'lük bir yıllık bileşik daralma yaşamıştır. 2020 yılında SUT fiyatlarında bir artış başlatılmıştır. Bu fiyat artışına rağmen, pandemi nedeniyle toplam hasta sayısının yıllık %34 azalması ve insanların acil olmayan prosedürleri ertelemesi nedeniyle ABD doları cinsinden kişi başına sağlık harcaması yıllık bazda yatay kalmıştır. 2021 yılında, SUT fiyatları artmaya devam etmiş ve hasta sayısındaki toparlanmayla birlikte kişi başı sağlık harcaması ABD doları bazında yıllık %11 artmıştır. 2022 yılında, SUT fiyatlarındaki artış TL'deki değer kaybının gerisinde kalmış ve kişi başına sağlık harcaması yıllık bazda %9 azalmıştır. 2023 yılında SUT fiyatı iki kez TÜFE'nin üzerinde artırılmış ve kişi başına sağlık harcaması ABD doları bazında yıllık %42 oranında artmıştır.

Hasta sayıları 2002-2019 döneminde %9 YBBO ile istikrarlı bir artış göstermiştir. Ancak pandemi sırasında bazı hastalar acil olmayan tedavilerini ertelemiştir. Son veriler, 2022 yılında hasta sayısının 2019 seviyesinin %98'i olduğunu göstermektedir.

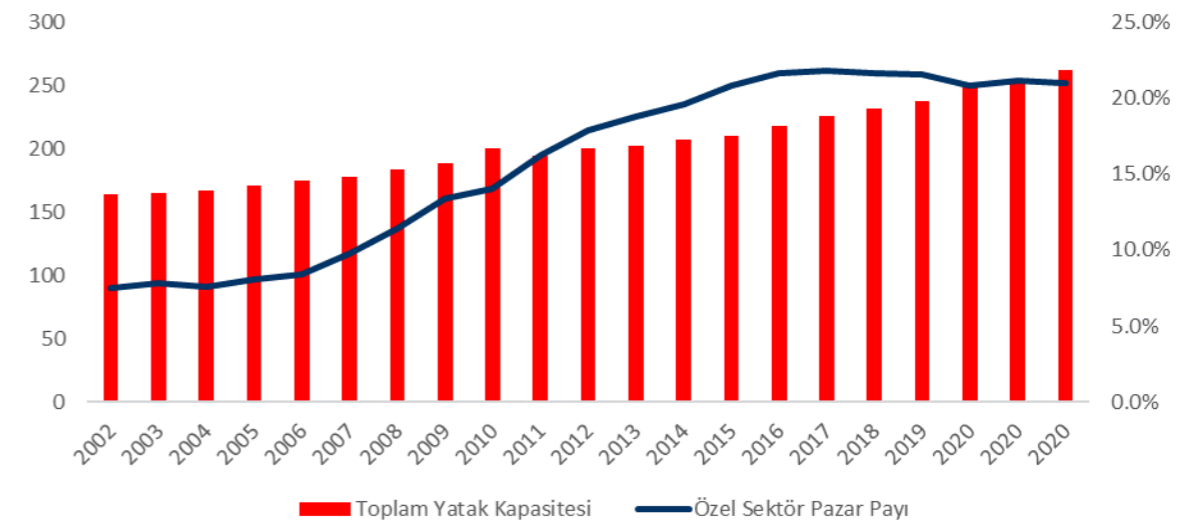
Özel hastaneler, büyüyen bir pazarda pazar paylarını genişletmektedir. 2002'den 2022'ye kadar Türkiye'nin toplam yatak kapasitesi %2 YBBO ile artmıştır. 2002 yılında yatakların %8'ine sahip olan özel hastaneler, 2022 yılına gelindiğinde pazar paylarını %21'e çıkarmıştır.

Kişi Başı Sağlık Harcamaları (ABD\$/kişi)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Toplam Yatak Kapasitesi (Bin Adet) ve Özel Sektör Pazar Payı



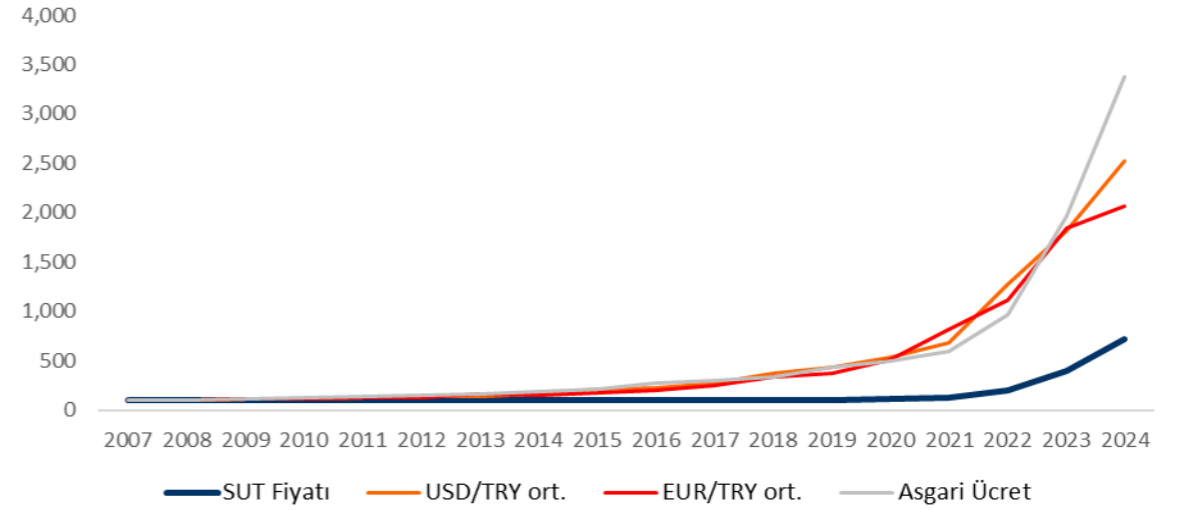
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Sağlık Sektörü – Hastaneler

2007'de uygulamaya konulan SUT, sağlık hizmetleri için SGK temelli fiyat tarifesi olarak hizmet vermekte ve çeşitli tedaviler için ödeme oranlarını belirlemektedir. SUT fiyatları 2007-2019 yılları arasında sabit kalmıştır. 2008 yılında bir ek ücret tavanı getirilmiş ve hükümet daha sonra özel hizmet sunucularının artan maliyet tabanını karşılamak ve sistemin sürdürülebilirliğini artırmak için bu tavanı birçok kez artırmıştır. Örneğin, 2008 yılında izin verilen ek ücret üst sınırı SUT fiyatlarından sadece %30 daha yüksekti. Güncel durumda bu tavan %200 seviyesindedir. Bir özel sağlık hizmeti sunucusunun SUT fiyat listesi üzerine ne kadar yüksek fiyatlamaya yapabileceği rekabet, piyasa koşulları ve tüketicinin ödeme istekliliği gibi faktörlerden etkilenmektedir. Mart 2020'de SGK, takip listemizdeki hastanelere göre yaklaşık %15 fiyat artışı yapmıştır. Mayıs 2021'de yaklaşık %20'lik bir zam daha hesaplıyoruz. 2022'de SGK, Şubat ve Eylül aylarında iki fiyat artışı ile tahminlerimize göre ortalama %85 zam yaptı. 2023'de SUT fiyatlarının yaklaşık 2 kat arttığını hesaplıyoruz. Mayıs 2024'te ise %50 oranında bir zam yapıldığını hesaplıyoruz.

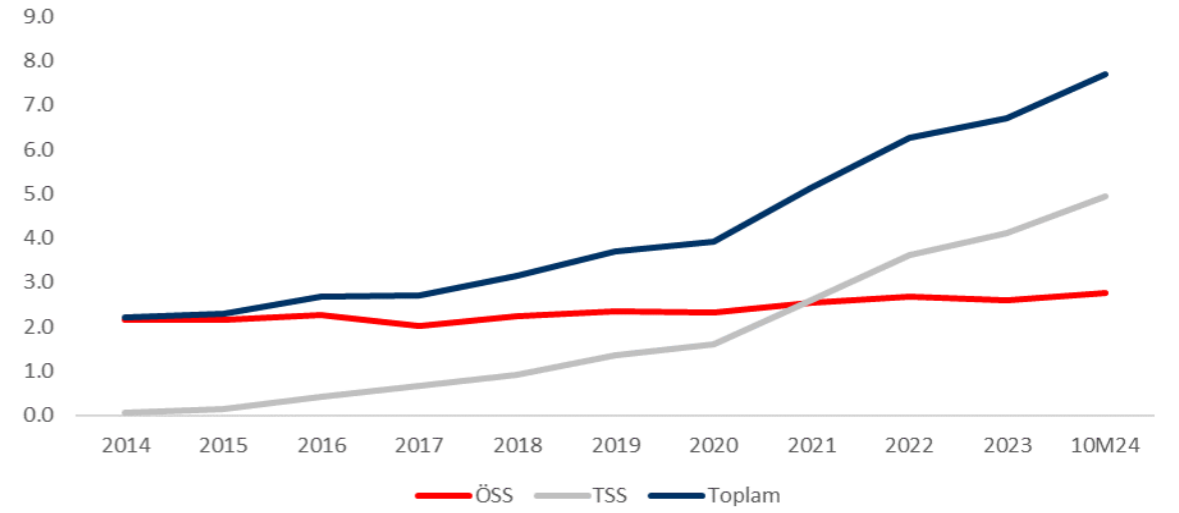
Türkiye'de özel sağlık sigortasının payı güncel durumda düşük bir seviyededir. Bu sektördeki başlıca iki ürün özel sağlık sigortası ve tamamlayıcı sağlık sigortasıdır. Halihazırda özel sağlık sigortası toplam nüfusun yalnızca %16'sını (seyahat sigortası hariç tutulduğunda %13) kapsamakta olup büyüme için ciddi bir alana işaret etmektedir. Türkiye'deki 14,2 milyon sağlık sigortası poliçesinin 2,8 milyonu kapsamlı sağlık sigortası, 4,9 milyonu ise tamamlayıcı sağlık sigortası poliçesidir. Tamamlayıcı sağlık sigortasındaki artış, pandemi sonrası sağlık hizmetlerine talebin artması ve bu poliçe türünün kapsamlı sağlık sigortasından daha uygun bir fiyatla piyasaya sunulmasından kaynaklanmaktadır. Tamamlayıcı sağlık sigortası, SGK sigortası tarafından tam olarak karşılanmayan katkı payı maliyetlerini ve ek masrafları karşılayarak özel sağlık sigortasına göre daha ekonomik bir alternatif olarak hizmet vermektedir. Tamamlayıcı sağlık sigortası sadece SGK sözleşmesi olan hastanelerde kullanılabilir. Bu durum, satın alınabilirliği artırarak SGK anlaşmalı özel hastanelere olan talebi canlandırmanın yanı sıra, bu kurumların katkı payı ek ücretlerini yükseltmelerine de olanak sağlamaktadır. MLP, 2014 yılında bu poliçe türüne öncülük ederek Türkiye'de tamamlayıcı sigorta poliçesi sunan ilk hastane olma özelliğini taşımaktadır.

SUT Fiyatları (2007=100)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Özel ve Tamamlayıcı Sağlık Sigortası (Milyon Kişi)



Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği, Ak Yatırım Araştırma

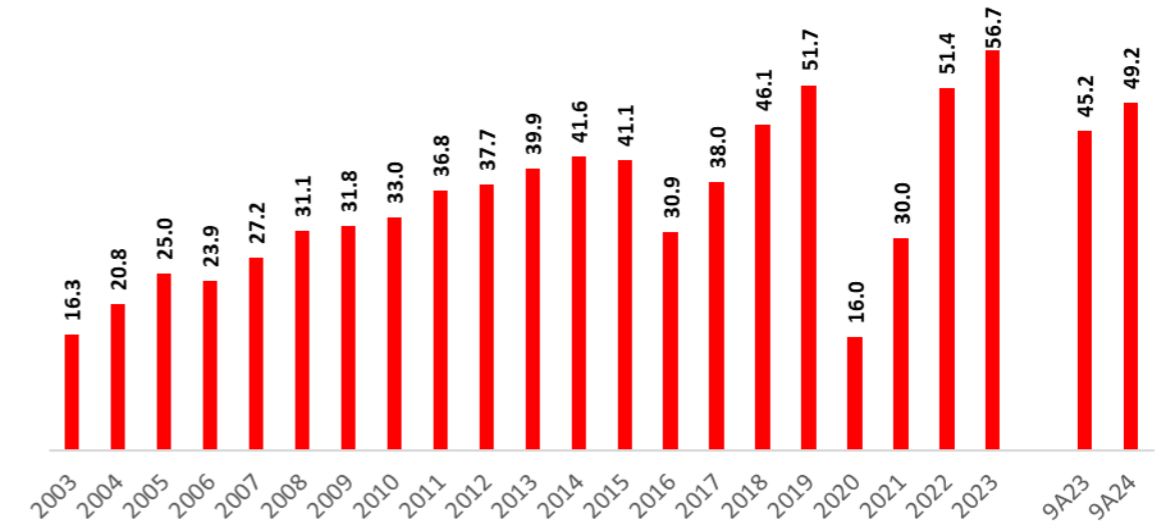
Sağlık Sektörü – Hastaneler

Yabancı sağlık turizmi (YST), yüksek kâr marjları ve büyüme potansiyeli olan bir sektör olarak öne çıkmaktadır. Yabancı sağlık turizmi gelirleri yabancı hastalar tarafından yapılan ödemelerden kaynaklanmaktadır. Özel hastaneler bu pazarda önemli bir rol oynamakta ve daha rekabetçi bir maliyetle üstün hizmetler sunarak kendilerini farklılaştırmaktadır. Devletin vergi indirimleri, kira desteği, danışmanlık hizmetleri ve havayolu taşımacılığını (Türk Hava Yolları tarafından sağlanan) kapsayan mali teşvikler yoluyla verdiği destek, özel hastanelerin avantajlı konumlarını güçlendirmektedir. Ağırlıklı olarak cepten ödemelerle gerçekleştirilen yabancı sağlık turizminin kendine has özellikleri, gelişmiş bir nakit döngüsüne katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, başta ABD doları olmak üzere büyük ölçüde yabancı para cinsinden olan gelir akışı, özellikle TL'nin değer kaybettiği dönemlerde gelir artışı için önemli bir destek sağlamaktadır.

YST ziyaretçilerinin toplam içerisindeki payı pandemi sonrasında önemli bir artış göstermiştir. Hem yabancılar hem de Türk vatandaşları dahil olmak üzere toplam ziyaretçi sayısı 2003'ten 2019'a kadar %7'lik bir YBBO kaydetmiştir. Ancak, pandemi ziyaretçi sayılarında önemli bir düşüşe neden olmuş ve 2022 yılında toparlanma görülmüştür. 2003-2015 yılları arasında sağlıkla ilgili ziyaretçilerin payı %0,6 ila %1,2 aralığında kalmıştır. Özellikle 2016'dan itibaren sağlık hizmetleriyle ilgili ziyaretçilerin oranında yukarı yönlü bir eğilim görülmüştür. Bu eğilim pandemiden sonra ivme kazanarak %2,3 ila %2,7 aralığına ulaşmıştır.

Hem MLP hem de Lokman Hekim'in YST alanında iddialı planları var. Her iki şirketin de YST gelirlerinin konsolide gelirleri içindeki payını uzun vadede %20-25'e çıkarmayı hedefleyen stratejik planları bulunmaktadır. Bu hedeflere ulaşmak için hem MLP hem de Lokman Hekim, YST ziyaretçilerine hizmet verme konusunda önemli potansiyele sahip hastaneleri satın almaktadır. Bu stratejik yaklaşım, genel iş stratejilerinin önemli bir bileşeni olarak yabancı sağlık turizmi sektöründeki varlıklarını ilerletme ve genişletme konusundaki kararlılıklarını göstermektedir.

Türkiye'ye Gelen Toplam Ziyaretçi Sayısı (Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Yabancı Sağlık Turizmi İçin Türkiye'ye Gelen Ziyaretçi Sayısı (Milyon Kişi)



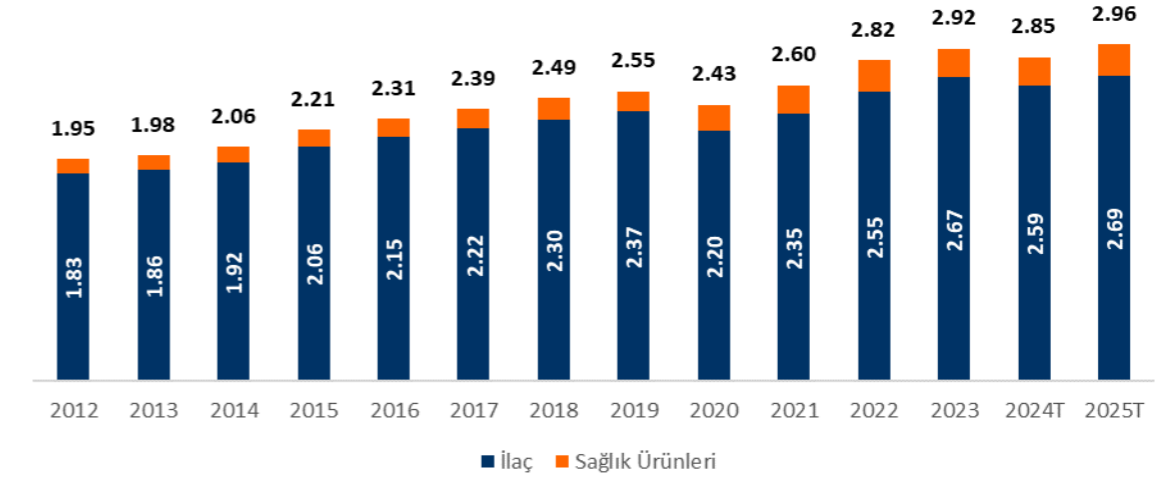
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Sağlık Sektörü – İlaç

İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası (İEİS) verilerine göre, Türkiye reçeteli ilaç pazarı 2012-2023 yılları arasında TL bazında %29, Euro bazında ise %4 YBBO ile büyümüştür. Ayrıca, ilaç pazarında satılan kutu sayısı 2012-2023 döneminde %4 YBBO ile büyümüştür. 2020 yılında ertelenen tedaviler nedeniyle ilaç satış hacmi yıllık bazda %5 azalmıştır. Kısıtlamaların hafifletilmesi ile 2021-2023 döneminde hızlı bir toparlanma yaşanmıştır. 11A24'te satılan kutu sayısı, ilaç kıtlığı, yüksek faiz ortamında eczanelerin stok tutmak istememesi ve pandemi sonrası güçlü trendlerin ardından talebin normalleşmesi ile yıllık bazda %2,5 azaldı. Enflasyondaki düşüşle birlikte, 2025 yılında satılan kutu sayısında uzun vadeli trendlere paralel %4'lük bir büyüme oranı bekliyoruz.

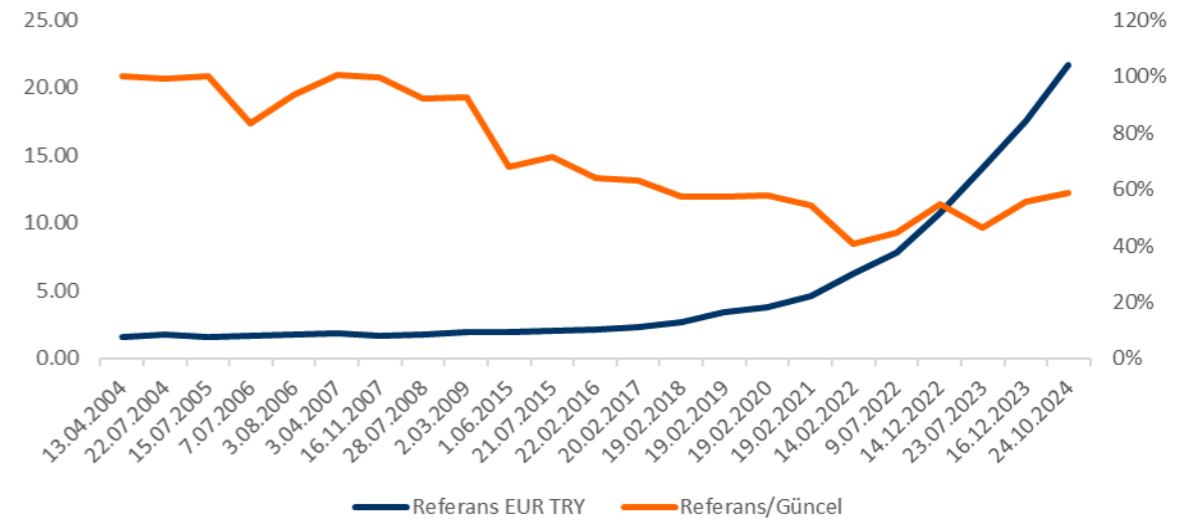
Türkiye'de ilaç fiyatlandırması 2004 yılından bu yana referans fiyat sistemine göre yapılmaktadır. 2004 yılında Euro cinsinden referans ilaç fiyatlarının TL'ye çevrilmesinde güncel ekonomik koşulları yansıtabilecek dinamik bir kur sistemi hedeflenmişti. 2004 yılındaki düzenlemede, döviz kurunun dinamik olarak izleneceği ve iki para birimi arasındaki farkın üç ay boyunca %5 sınırını aşması halinde çevirme oranının derhal güncelleneceği belirtilmişti. Böylece fiyat sisteminin işleyişi en fazla %5'lik bir hata payı ile sağlanmıştı. Ancak ilerleyen yıllarda mevzuatın gerektirdiği döviz kuru güncellemelerinin gerisinde kalındı. 2015 yılında mevcut kur ile aradaki %30'luk farkın giderilmesi yerine, ilaç fiyatları açısından 1 Euro'nun 70 kuruş olarak kabul edilmesi anlamına gelecek bir katsayı ayarlaması ile fark kalıcı hale getirildi. Dönüşüm oranının dinamik olarak güncellenmesinden de vazgeçilmiş, %5'lik eşik kaldırılarak yılda bir kez güncelleme sistemine geçilmiştir. 2018 yılına kadar kullanılan %70'lik katsayı 2019 yılından itibaren %60'a düşürülmüştür. Minimum fark seviyesine 2022 yılında %40 ile ulaşılmıştır. Kur farkı seviyesi %40'lı seviyelere ulaştığında referans kurun güncellendiğini izlemektediriz.

Türkiye'de İlaç Satışları (Milyar Kutu)



Kaynak: IEIS, Ak Yatırım Araştırma

Referans EUR/TRY



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

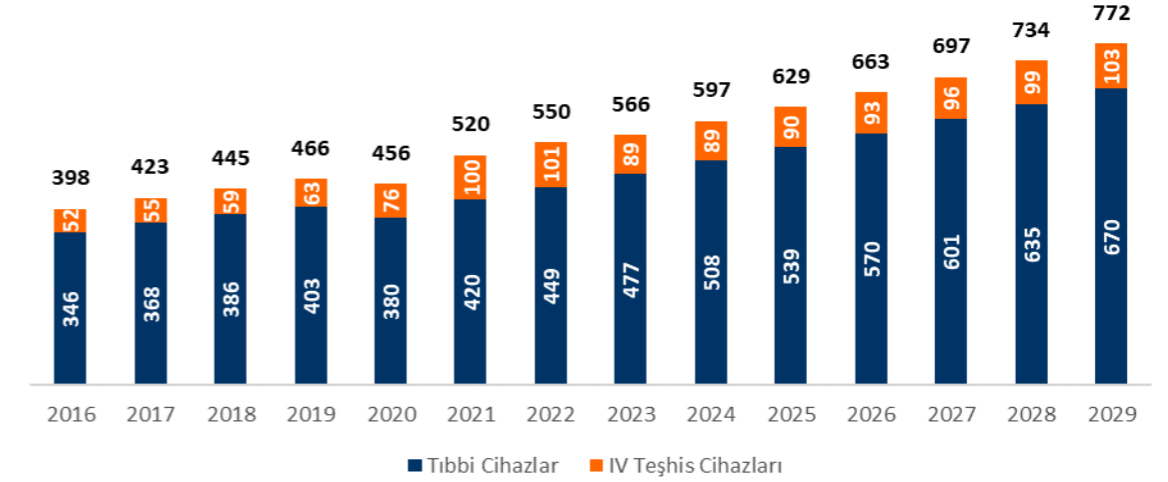
Sağlık Sektörü – Sağlık Teknolojisi

2024-2029 yılları arasında tıbbi cihazlar, tıbbi teknoloji sektöründeki büyümenin motoru olacak. Statista, 2024-2029 yılları arasında küresel tıbbi teknoloji gelirleri için %5,3 YBBO tahmin ederken, tıbbi cihazlar için %5,7 YBBO tahmin etmektedir. Bölgesel tahminler, Avrupa'da tıbbi cihaz gelirleri için %4,9'luk bir YBBO ve Kuzey Amerika'da %5,3'lük biraz daha yüksek bir büyüme oranına işaret etmektedir. Avrupa ve Kuzey Amerika, Meditera için en önemli ihracat pazarlarıdır. 2025'te tıbbi cihazlardan elde edilen gelirin önemli bir kısmının ABD'de yoğunlaşacağı öngörülmektedir. Tıbbi cihaz sektörü, pandemiden hasta sayısındaki azalma ve tedavilerin ertelenmesi nedeniyle olumsuz etkilendi.

KPMG'nin 'Tıbbi Cihazlar 2030' raporunda, ABD'nin tıbbi cihazlar sektöründeki hakimiyetini 2030 yılına kadar sürdüreceği öngörülmüyor. Bununla birlikte, Çin ve Hindistan'ın 2030 yılına kadar ilk beş arasında yer alarak büyük pazarlara dönüşmesi beklenmektedir. Bu ülkelerdeki büyüme, sağlık reformları, devlet teşvikleri ve tıbbi cihazlara yönelik artan talep ile gerçekleşmektedir. Yüksek ekonomik büyümeleriyle tanınan Çin ve Hindistan sadece pazarlarını genişletmekle kalmıyor, aynı zamanda inovasyon merkezleri olarak da öne çıkıyorlar. Güncel durumda Meditera'nın bu pazarlara erişimi bulunmamaktadır.

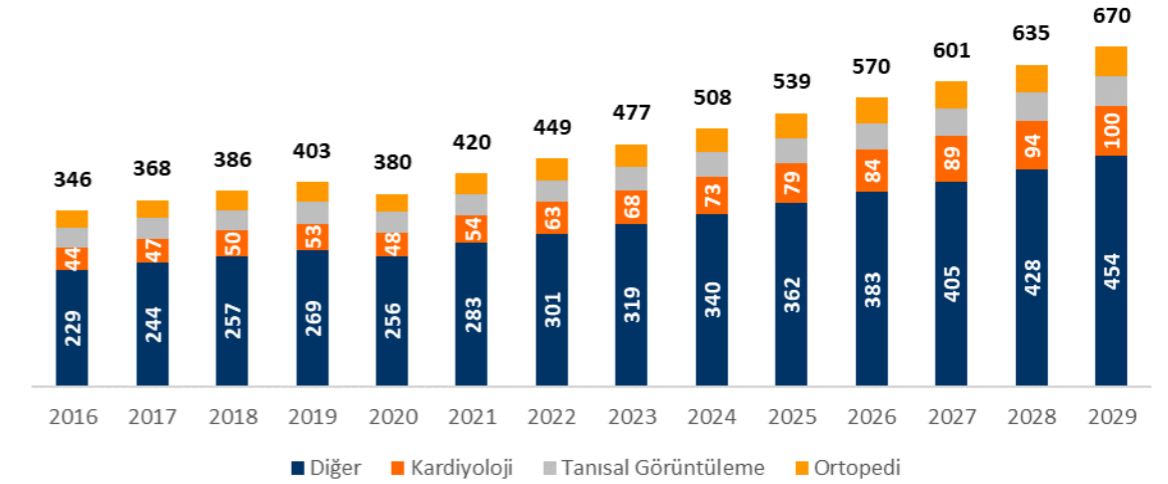
Sağlık teknolojileri sektörü, Avrupa'daki patent başvurularında tutarlı bir şekilde ilk üçte yer alarak en yenilikçi sektörlerden biridir. 2023 yılında Avrupa Patent Ofisi'ne (EPO) sağlık teknolojileri alanında 15.985 patent başvurusu yapılmış olup, bu rakam bir önceki yıla göre %1'lik bir büyümeye işaret etmektedir. Dikkat çekici bir şekilde, bu sektör sürekli bir büyüme göstermiş ve EPO başvurularının sayısı son yirmi yılda neredeyse üç katına çıkmıştır. 2023 yılında, başvuruların %40'ı AB27, Birleşik Krallık, Norveç ve İsviçre dahil olmak üzere EPO ülkelerinden gelmiştir. ABD bu başvuruların %38'ini oluştururken, kalan %22'si diğer ülkelerden kaynaklandı. Buna karşılık, 2023 yılında ilaç sektöründe 9.273 patent başvurusu, biyoteknoloji sektöründe ise 8.367 başvuru kaydedildi. Patent başvurularındaki genel büyümeye rağmen, ilaç ve biyoteknoloji son yirmi yılda nispeten durgun rakamlar yaşadı.

Küresel Sağlık Teknolojileri Satışları (Milyar ABD Doları)



Kaynak: Statista, Ak Yatırım Araştırma

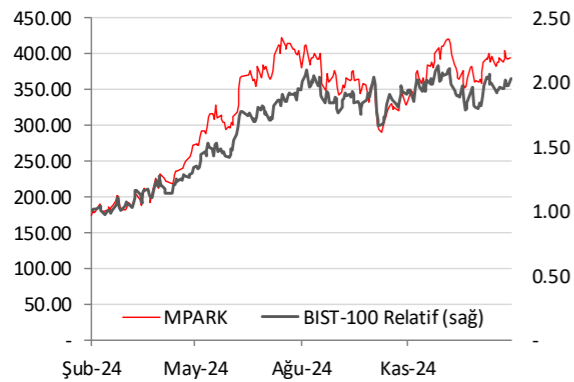
Küresel Tıbbi Cihaz Satışları (Milyar ABD Doları)



Kaynak: Statista, Ak Yatırım Araştırma

Medikal Park

Bloomberg Kodu	MPARK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	550.00			
Güncel Fiyat, TL	393.25			
Getiri Potansiyeli	40%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	75,116			
Firma Değeri, mn TL	78,227			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	22,449	40,468	56,497	66,752
FAVÖK, mn TL	5,784	10,455	14,382	16,992
Net Kâr, mn TL	4,530	5,410	6,239	7,972
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,243	2,965	-1,921	-10,623
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.3	-0.1	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	25.8%	25.8%	25.5%	25.5%
Net Marj	20.2%	13.4%	11.0%	11.9%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	128.2%	80.3%	39.6%	18.2%
FAVÖK, y/y	146.6%	80.8%	37.6%	18.2%
Net Kâr, y/y	179.7%	19.4%	15.3%	27.8%
Değerleme Verisi				
F/K	4.8	13.9	12.0	9.4
FD/FAVÖK	4.2	7.4	5.0	3.8
FD/Ciro	1.1	1.9	1.3	1.0
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1H	1A	3A	12A
BİST-100 Relatif	1.7%	8.9%	15.7%	122.9%
AOİH, mn TL	4.0%	12.2%	5.1%	97.6%
	171	179	174	183



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

Artan hasta sayısı ile 2025 yılında yıllık %9 reel net satış büyümesi bekliyoruz. 2023 yılında SUT fiyatları iki kez artırılarak TÜFE'nin üzerinde bir seviyede yükseltildi. Mayıs 2024'te bir fiyat artışı daha açıklandı. 2025 yılında SUT fiyat artışının TÜFE trendlerine paralel olmasını bekliyoruz. 9A24'te hasta sayısı yıllık %12 arttı. 2024 yılında hem hacim hem de fiyatın %25'lik reel net satış büyümesini desteklemesini bekliyoruz. MLP 9A24'te 5 yeni hastane satın almıştır. Yeni hastanelerin optimizasyon dönemini göz önünde bulundurarak, 2025 yılında hasta sayısında yıllık %9 artış bekliyoruz. Şubat 2023'teki deprem nedeniyle, YST performansı 1Y23'te zayıf kalmıştı. YST satışları 1Y24'te yıllık bazda %3 geriledi. TL'nin reel olarak değer kazanmasının YST talebini azalttığını görüyoruz. 2024-2025 yıllarında YST performansında önemli bir iyileşme beklemiyoruz.

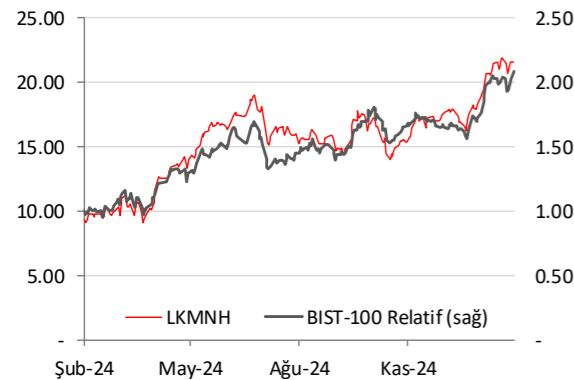
2024 yılında güçlü fiyatlandırma ve etkin maliyet yönetimi sayesinde %25,8 FAVÖK marjı bekliyoruz. TÜFE trendlerine paralel fiyat artışı beklentimizi de göz önünde bulundurarak, 2025 yılında FAVÖK marjında yıllık 0,3 puan düşüş bekliyoruz.

İnorganik büyüme fırsatları. 1Ç24'te ~5700 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren MLP, 9A24'te kapasitesinin %10'una karşılık gelen ~600 yatak kapasiteli 5 hastane satın almıştır. Bu hastaneler Ankara'da faaliyet gösteren Özel Ortadoğu Fizik Tedavi Hastanesi, Kocaeli'de faaliyet gösteren Özel Gebze Medar Hastanesi, İstanbul'da faaliyet gösteren Özel Medar Ataşehir Hastanesi, İzmir'de faaliyet gösteren Özel Su Hastanesi ve Kosova Priştine'de faaliyet gösteren Kosova Medical Park Hastanesi'dir. MLP, Ekim 2024'te Birleşik Arap Emirlikleri'nin Dubai şehrinde bir hastane daha satın almıştır. Hastane Liv Hospital Dubai adı altında işletilecektir. Hastanenin Dubai gibi yüksek segmentli bir şehirde Liv markası ile faaliyet göstereceği düşünüldüğünde, bu satın almanın uzun vadede MLP'nin FAVÖK marjına olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz. MLP, Temmuz 2023'te İstanbul Ataşehir'de yeni bir hastane geliştirmek için bölgede arazisi bulunan Şile Cns'nin %25'ini satın aldı. Ocak 2025'te alınan Yönetim Kurulu kararı ile MLP, Şile Cns'deki sahipliğini %25'ten %64'e çıkarmıştır. Ayrıca Şile Cns'nin unvanı MLP Ataşehir Sağlık Hizmetleri olarak değiştirilmiştir. MLP, 2025 yılında biri İstanbul'da diğeri Bursa'da olmak üzere 2 yeni hastaneyi portföyüne eklemeyi planlamaktadır. MLP, 2025-2027 yılları arasında 200-250 yatak kapasiteli 6 yeni hastane eklemeyi planlamaktadır.

Lightyear Healthcare 19 milyon adet halka açık olmayan hisseyi halka açık hisseye dönüştürdü. Lightyear'ın MLP'deki sahiplik oranı %34,7 seviyesindedir. Lightyear MLP'nin en büyük hissedarıdır. Lightyear'ın geri alım programı devam ederken hisselerini satmasına izin verilmiyordu, geri alım programı sona erdiğinden hisselerini satabilirler.

Lokman Hekim

Bloomberg Kodu	LKMNH TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	22.50			
Güncel Fiyat, TL	21.50			
Getiri Potansiyeli	5%			
Halka Açıklık Oranı	66%			
Piyasa Değeri, mn TL	4,644			
Firma Değeri, mn TL	5,433			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	1,896	3,171	4,463	5,413
FAVÖK, mn TL	359	703	1,003	1,216
Net Kâr, mn TL	322	192	158	247
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	490	883	1,056	852
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.3	1.1	0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.0%	22.2%	22.5%	22.5%
Net Marj	17.0%	6.1%	3.6%	4.6%
Temettü Verimi	1.4%	1.1%	0.8%	0.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	124.3%	67.3%	40.7%	21.3%
FAVÖK, y/y	107.7%	95.6%	42.6%	21.3%
Net Kâr, y/y	174.0%	-40.4%	-17.5%	56.2%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	3.7	24.2	29.3	18.8
FD/FAVÖK	4.6	7.8	5.6	4.5
FD/Ciro	0.9	1.7	1.3	1.0
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	0.3%	17.2%	38.6%	137.7%
BİST-100 Relatif	2.6%	20.8%	26.0%	110.7%
AÖİH, mn TL	66	44	31	41



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

1Y25'te düşük baz etkisi ve yeni departman açılışları ile hasta sayısının 2025'te yıllık bazda %10 artmasını bekliyoruz. 1Y24'te hasta sayısı yüksek tedavi ücretleri, artan doktor rekabeti ve mevsimsellik nedenleriyle yıllık bazda %3 azaldı. 3Ç24'te hasta sayısında yıllık %10 büyüme ile keskin bir artış gördük. 2023 ve 2024 yıllarında SUT fiyat artışları TÜFE'nin üzerinde gerçekleşti. 2025 yılında SUT fiyat artışının TÜFE trendlerine paralel olmasını bekliyoruz. 2025 yılında, artan hasta sayısına bağlı olarak net satışların reel %10 büyümesini bekliyoruz.

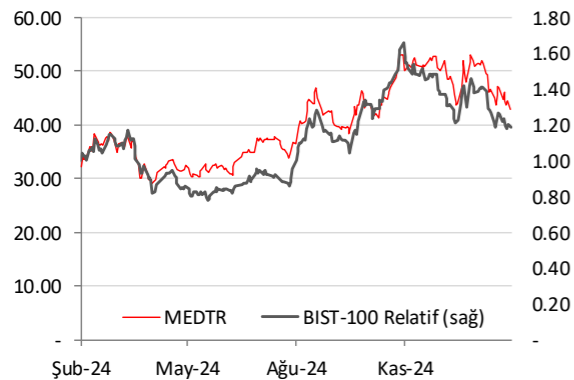
FAVÖK marjında 2025 yılında yıllık 0,3 puan artış bekliyoruz. 2024 yılında Lokman Hekim'in %22,2 FAVÖK marjına ulaşmasını bekliyoruz. Lokman Hekim 2Ç22'de yeni bir hastane satın aldı. Yeni hastanedeki KKO artışı 2025 yılında marjları olumlu etkileyecektir. Lokman Hekim, güneş paneli yatırımlarının 2025 yılında faaliyete geçmesini ve bu sayede enerji maliyetlerinin önemli ölçüde azalmasını beklemektedir. YST operasyonları TL'nin reel olarak değer kazanmasından olumsuz etkilenmiştir, 2025 yılında YST segmentinde önemli bir iyileşme beklemiyoruz. Sonuç olarak, 2025 yılında FAVÖK marjının yıllık 0,3 puan artışla %22,5'e yükselmesini bekliyoruz.

Potansiyel yatırımlar. 1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkarmak için bir yatırım üzerinde çalışıyordu. Ancak inşaat maliyetlerindeki artış ve devam eden operasyonlar üzerindeki inşaat kaynaklı verimlilik riskleri nedeniyle bu yatırım askıya alınmıştır. 2) Yönetim ayrıca Lokman Hekim Üniversitesi Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini 216'dan 230-235'e çıkarmayı planlamaktadır. 3) LH İstanbul Hastanesi için de benzer bir kapasite artırımını 115 yatak kapasitesinden 200 yatak kapasitesine çıkarılması gündemdedir. 4) Yönetim, enerji faturalarını azaltmak için bir güneş enerjisi santrali yatırımı üzerinde çalışmaktadır. Yönetim bu yatırımı 2025 yılına kadar tamamlamayı planlamaktadır. 5) Son olağan genel kurulda şirket CEO'su Ankara'da yeni bir hastane inşa etmek için bir plandan bahsetti. Bu hastane Lokman'ın mevcut Ankara hastanelerinin 1,5 katı büyüklüğünde olacak. Ayrıca yönetim, 2026 yılında İstanbul'da yeni bir hastane satın alma planından da bahsetti.

Başka bir hastanede afilyasyon statüsü kazanılması. Yönetim, Ankara merkezli Etlik ve Akay hastaneleri için de afilyasyon statüsü almak için çalışıyor. Bu durum net satışları ve marjları olumlu yönde etkileyecektir.

Meditera

Bloomberg Kodu	MEDTR TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	63.50			
Güncel Fiyat, TL	42.80			
Getiri Potansiyeli	48%			
Halka Açıklık Oranı	21%			
Piyasa Değeri, mn TL	5,093			
Firma Değeri, mn TL	4,656			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	1,452	2,130	2,702	3,432
FAVÖK, mn TL	369	422	581	806
Net Kâr, mn TL	26	108	204	440
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-339	-403	-734	-808
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-1.0	-1.3	-1.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	25.4%	19.8%	21.5%	23.5%
Net Marj	1.8%	5.1%	7.6%	12.8%
Temettü Verimi	3.6%	0.7%	1.6%	3.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	80.2%	46.6%	26.9%	27.0%
FAVÖK, y/y	50.9%	14.3%	37.6%	38.8%
Net Kâr, y/y	-91.3%	318.0%	88.7%	115.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	160.0	47.1	25.0	11.6
FD/FAVÖK	10.1	10.9	7.4	5.2
FD/Ciro	2.6	2.2	1.6	1.2
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	-4.5%	-16.1%	-19.1%	32.9%
BİST-100 Relatif	-2.3%	-13.5%	-26.5%	17.8%
AOİH, mn TL	15	17	24	27



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

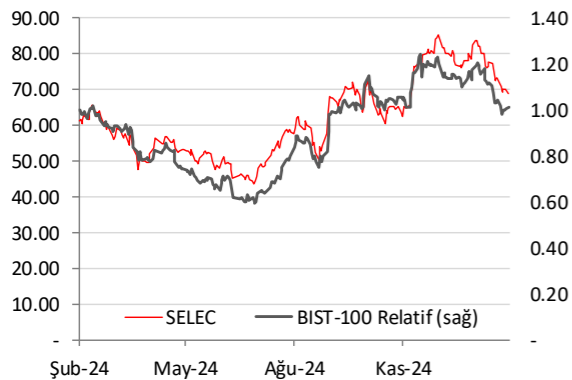
2025 yılında yeni kapasite ilavesi ile net satışlarda dolar bazında yıllık %13 artış bekliyoruz. 9A24'te ihracatın net satışlar içindeki payı 1,3 puan azalarak %61'e geriledi. Meditera, 2022 yılında sıvı silikon bazlı ürünler üretmek üzere yeni bir iştirak kurdu. Meditera yeni iştirakin %65'ine sahiptir. Faaliyetler 4Ç23'te başlamıştır. Meditera halihazırda 14.840 m² kapalı alanda plastik granül bazlı tıbbi sarf malzemeleri üretmektedir. Meditera, Tire Organize Sanayi Bölgesi'nde 13.140 m²'lik bir arazi üzerinde bir fabrika daha inşa etti. Yeni fabrikanın satışlar ve üretim hacmi üzerindeki etkisi ticari sır nedeniyle gizli tutulmaktadır. Üretim yüksek düzeyde temiz oda kapasitesine tabi olduğundan, üretim hacminin fiziksel genişlemeye paralel olarak artacağını varsayıyoruz. Böylece, bu yatırımla birlikte üretim kapasitesinin %89 oranında artacağını öngörüyoruz. Üretimin 1Ç25'te kademeli olarak başlayacağını varsayıyoruz. 2024 yılında net satışlarda ABD doları bazında yıllık %13,6 artış bekliyoruz.

TL'de reel güçlenmenin yavaşlamasıyla FAVÖK marjı 2025 yılında iyileşecektir. TL'deki reel değerlenme ve asgari ücret zammı 2024 yılında FAVÖK marjını düşürdü. 2024 yılında FAVÖK marjında yıllık bazda 5,6 puan düşüş bekliyoruz. 2025 yılında FAVÖK marjında yıllık 1,7 puan artış bekliyoruz.

Güneş paneli yatırımları. Meditera, güneş paneli yatırımlarının birinci ve ikinci fazlarını sırasıyla Nisan ve Ekim 2023'te tamamladı. Şu anda bu iki tesis Meditera'nın elektrik kullanımının ~%35'ini karşılamaktadır. Meditera, yeni fabrika binasının tamamlanmasının ardından güneş paneli yatırımlarının üçüncü fazını yeni fabrikasında kurmayı planlamaktadır. Meditera bu sahada ~1 milyon ABD doları yatırım bütçesi ile ikinci faza yakın bir seviyede elektrik üretmeyi planlamaktadır. Şirket, üç fazda gerçekleştireceği güneş paneli yatırımları ile maliyet tasarrufu sağlayarak FAVÖK marjını yaklaşık %1,5 oranında artırmayı hedefliyor. Ağustos 2024'te Meditera, halihazırda faaliyette olan 2.110 kWP'ye ek 280 kWP güneş paneli yatırımı yapacağını duyurdu.

Selçuk Ecza

Bloomberg Kodu		SELEC TI			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		97.00			
Güncel Fiyat, TL		68.60			
Getiri Potansiyeli		41%			
Halka Açıklık Oranı		15%			
Piyasa Değeri, mn TL		42,601			
Firma Değeri, mn TL		36,216			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	97,719	135,750	168,503	197,635	
FAVÖK, mn TL	4,924	5,720	8,378	8,852	
Net Kâr, mn TL	223	1,652	3,711	6,060	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	-3,331	-6,489	-13,404	-21,586	
Net Borç/FAVÖK	-0.7	-1.1	-1.6	-2.4	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	5.0%	4.2%	5.0%	4.5%	
Net Marj	0.2%	1.2%	2.2%	3.1%	
Temettü Verimi	0.6%	0.4%	0.8%	1.7%	
Büyüme					
Ciro, y/y	118.6%	38.9%	24.1%	17.3%	
FAVÖK, y/y	62.1%	16.2%	46.5%	5.7%	
Net Kâr, y/y	-90.6%	640.3%	124.6%	63.3%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	125.7	25.8	11.5	7.0	
FD/FAVÖK	4.9	6.2	3.4	2.3	
FD/Ciro	0.2	0.3	0.2	0.1	
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A	
Nominal Getiri	-3.2%	-16.5%	5.4%	14.5%	
BİST-100 Relatif	-1.0%	-14.0%	-4.2%	1.5%	
AOİH, mn TL	147	118	123	124	



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

2024 yılında, ilaç bulunurluğunun düşmesi, yüksek faiz ortamında eczanelerin stok tutma eğiliminin yavaşlaması ve pandemi sonrası güçlü trendlerin ardından talebin normalleşmesi ile ilaç pazarında yıllık %2,5 hacim düşüşü bekliyoruz. 2025 yılında ilaç pazarında yıllık %4 hacim artışı bekliyoruz. 1Y24'te Selçuk Ecza, ağırlıklı olarak yerel distribütörler tarafından sağlanan gevşek finansman koşulları nedeniyle hacim bazında yıllık 2,9 puan pazar payı kaybetti. Yerel distribütörlerin sınırlı kaynakları göz önüne alındığında, bu eğilim sürdürülebilir değildi. 2024 yılında pazar payının %36,5 olmasını bekliyoruz. 2025 yılında, geçici etkilerin ortadan kalkması ve şirketin eczanelere ödenen primleri artırarak pazar payını tarihi seviyelere yükseltmeyi planlamasıyla pazar payının yıllık 3,5 puan artarak %40 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Ekim 2024'te ilaç depolarının brüt karlılığı için belirlenen fiyat aralıklarının yukarı yönlü revize edilmesi, Selçuk Ecza'ya eczanelere ödenen primleri artırmak için kaynak sağlayacaktır.

Temmuz 2025'te referans EUR/TL kurunda %13'lük bir artış bekliyoruz. Türkiye'de ilaç fiyatlarının belirlenmesinde kullanılan referans EUR/TL kuru Ekim 2024'te %23 artışla 21,6721'e yükselmiştir. Geçmiş yıllarda kur ayarlamaları Şubat ayında yapılmaktaydı. 2022-2023 yıllarında ayarlama zaman aralıkları kısalmış ve Temmuz ve Aralık aylarına kaymıştır. 2024 yılında referans kur ayarlaması Ekim ayında açıklanmıştır.

Regüle marjlar. İlaç depoları için düzenlenmiş brüt marjlar ve fiyat aralıkları 2004-2023 döneminde sabit tutulmuştur. Aralık 2024'te, ilaç depoları için düzenlenmiş brüt marjlar yukarı doğru revize edilmiştir: Ecza depolarının brüt kârlılığı için belirlenen fiyat aralıkları da yukarı yönlü revize edilmiştir. Ekim 2024'te ecza depoları için fiyat aralıkları yukarı yönlü revize edilmiş ancak marjlar sabit kalmıştır. Son düzenlemenin Selçuk Ecza'nın ağırlıklı ortalama brüt kar marjı üzerinde 1-1,5 puan civarında olumlu bir etkisi olacağını düşünüyoruz. Her ne kadar bunu olumlu bir gelişme olarak görsek de, 2004-2023 döneminde marjların ve fiyat aralıklarının yatay seyrettiği göz önünde bulundurulduğunda, iyileşmenin kapsamının sınırlı olduğunu düşünüyoruz. 3Ç24'te FAVÖK marjı %3,3 olarak gerçekleşmişti. 4Ç24'te FAVÖK marjının %4,5 olmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, Selçuk Ecza'nın 2024 yılını %4,2 FAVÖK marjı ile tamamlamasını bekliyoruz. 2025 yılında, marjlardaki son değişiklik ve düşen enflasyon ile FAVÖK marjının yıllık bazda 0,8 puan artmasını bekliyoruz.

Elektrik Üretim

BIST'de işlem gören enerji üreticilerinin 2025 ve sonrası için iddialı kapasite büyüme hedefleri var. Bu yıl BIST enerji üreticilerinden ortalama %10-12 kapasite artışı bekliyoruz. Ancak, bu kapasite artışlarının piyasa takas fiyatındaki yıldan yıla farklılıklar nedeniyle enflasyonun ötesinde reel gelir artışı sağlamayacağını varsayıyoruz. Ayrıca, yeni yatırımlar için gereken ek yatırım harcamalarıyla birlikte artan borç oranları şirketlerin finansal performansını baskılayıcı bir unsur olabilir. Bu nedenle, 2025 yılında odak noktalarımız şirketlerin borç oranları, piyasa fiyatı ve sistem maliyetleriyle ilgili tarifelerin izlenmesi olacak.

Yeni sistem kullanım ve yönetim tarife indirimlerinin 2025 yılının ilk yarısında FAVÖK marjlarını desteklemesini bekliyoruz. Temmuz 2024'te 100 TL/MWh olan indirimli kullanım tarifesini, 1 Ocak 2025'ten itibaren geçerli olmak üzere maliyetleri 80 TL/MWh'e düşürmüştür. Benzer şekilde, yeni yönetim tarifesini de maliyetleri önceki 66 TL/MWh seviyesinden 45 TL/MWh seviyesine düşürmüştür. Bu azalan tarifelerin 2025 yılının ilk yarısında üreticilerin FAVÖK marjlarını 200-300 baz puan iyileştireceğini tahmin ediyoruz. Türkiye'de doğal gaz fiyatları elektrik fiyatları ile güçlü bir korelasyona sahiptir. Gaz yakıtlı elektrik santrallerinin maliyetlerinin yüksek olması ve liyakat sıralamasında son sırada yer alması nedeniyle, doğal gaz fiyatı spot elektrik piyasası için önemli bir risk faktörüdür. Türkiye'de doğal gaz fiyatları BOTAŞ tarafından dokuz ay gecikmeli olarak petrol fiyatlarına bağlı uzun vadeli ikili sözleşmelere dayalı olarak belirlenmektedir. Temmuz 2024'te uygulanmaya başlanan yeni 3.000 TL/MWh spot fiyat tavanı, doğal gazla çalışan üreticilerin kârlılık marjlarını artırmaktadır. Ek olarak Euro/TL paritesi etkisiyle birlikte, yeni BOTAŞ tarifelerinin spot fiyatları bir miktar artırmasını bekliyoruz.

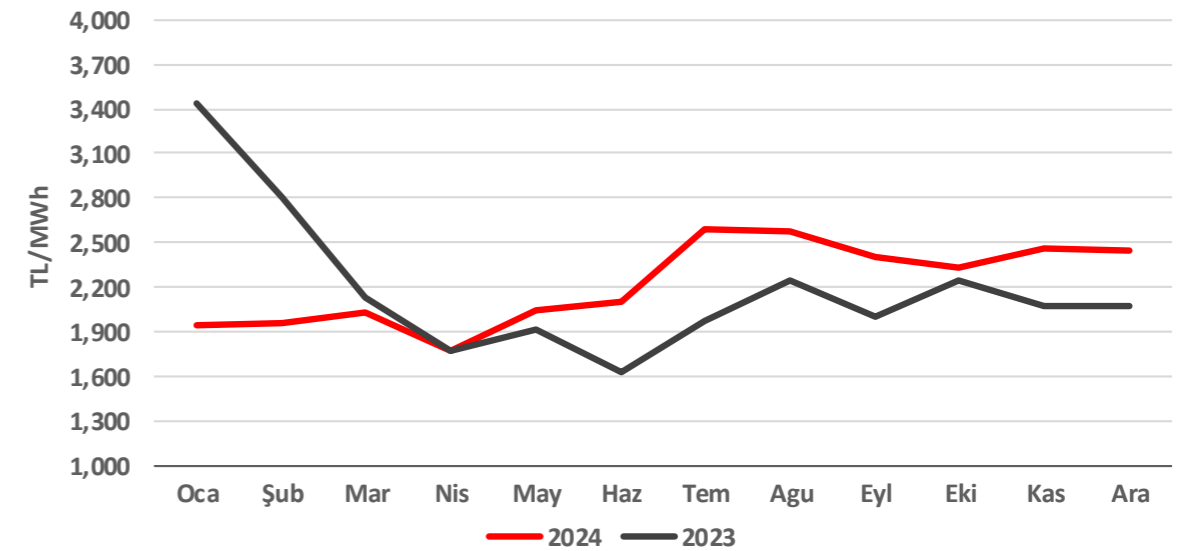
Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın 2024-2028 Stratejik Planı'na göre, yenilenebilir enerji kurulu gücünün %7,2'lik yıllık bileşik büyüme oranıyla (CAGR) artarak 2028 yılında 91,4 GW'a ulaşması öngörülmüyor. Rüzgar ve güneş enerjisi kapasitesinin ise aynı dönemde yıllık %12,8 artışla 52,4 GW'a ulaşması beklenmektedir. Bu da 20 GW'ı rüzgar ve güneş enerjisi projelerinden gelmesi beklenen ilave 22,2 GW yenilenebilir kapasite anlamına gelmektedir. Sadece güneş enerjisi kapasitesinin Türkiye'de yıllık %14,7 oranında artması beklenirken, rüzgar enerjisi kapasitesinin yıllık %9,8 oranında artması öngörülmüyor. Genel olarak bakanlık, 2028 yılına kadar toplam kapasite içindeki yenilenebilir enerji payını mevcut %57'den %63'e çıkarmayı hedefliyor.

Yenilenebilir Üreticilerin Beklenen Kapasite Artışları – 2025 Yılı Sonu

Hisse Kodu	Şirket	2024 9A Kapasite (MW)	2025 YS Beklenen Kapasite (MW)	Artış (%)
AYDEM	Aydem Yenilenebilir Enerji	1180	1216	3%
AKFYE	Akfen Yenilenebilir Enerji	700	892	27%
ENTRA	IC Enterra	410	516	26%
GWIND	Galata Wind	297	375	26%

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Ortalama Aylık PTF (Piyasa Takas Fiyatı) - 2023 & 2024



Kaynak: EPİAŞ, Ak Yatırım Araştırma

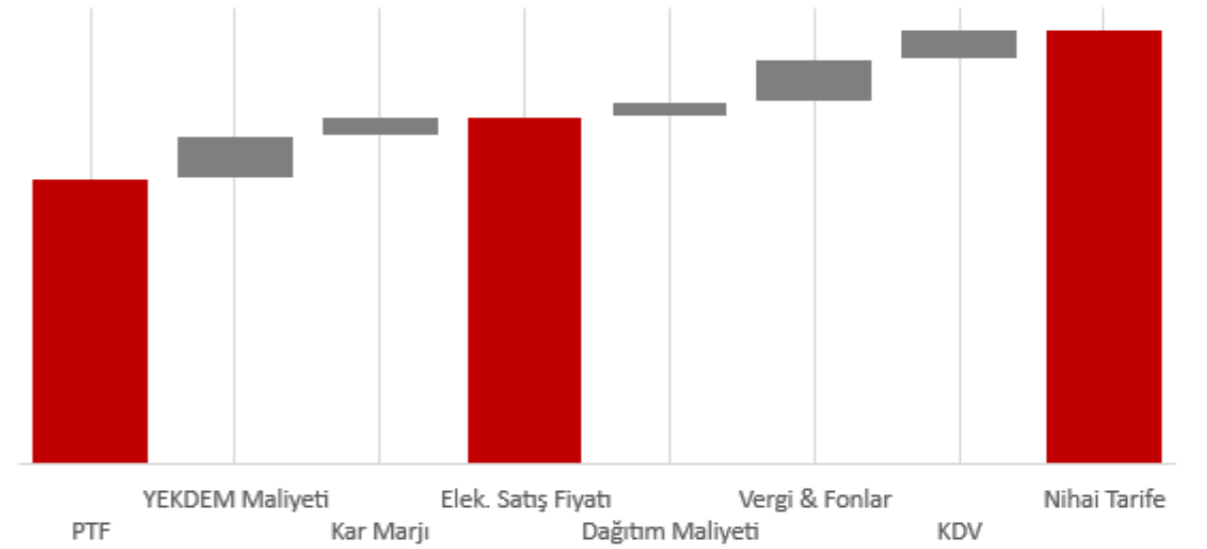
Elektrik Dağıtım ve Perakende

Enerji perakende şirketleri, yıllık elektrik tüketimlerine bağlı olarak piyasadaki birçok farklı tüketici için farklı elektrik tarifeleri uygulamaktadır. 2024 Kasım ayında EPDK, 'Son Kaynak Tedarik Tarifesi' limitlerini güncelledi. Şubat 2025'de uygulanmaya başlanacak yeni tarife, abonelerin belirli bir kullanım limitini aşması durumunda fatura hesaplamalarının değişeceğini gösteriyor. Türkiye'de yaklaşık 45 milyon mesken elektrik abonesi bulunuyor. Abonelerin %3'ünün, yani yaklaşık 1,3 milyon mesken abonelinin bu durumdan etkilenmesi bekleniyor. Belirlenen kullanım limitlerinin değişmesiyle birlikte aynı miktarda elektrik tüketen bir hanenin faturasında %150'lik bir artış yaşanabilir. 'Serbest Tüketici' seviyesine artık daha az tüketimle ulaşabileceği anlamına gelen yeni düzenleme, daha az tüketicinin sübvansiyonlu fiyatlardan elektrik kullanmasına ve tedarik şirketlerinin daha karlı tarifelerden satış yapmasına neden olacaktır.

Elektrik talebinin giderek arttığı Türkiye'de altyapının geliştirilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Altyapı modernizasyonu, bakımı ve Milli Akıllı Sayaç Sistemi (MASS) gibi projeler büyük önem taşımaktadır. 2025'te devreye girecek olan proje ile yaklaşık 4,5 milyon sayacın yenilenmesi hedefleniyor. Elektrik altyapısının ömrü 20 yıldır ve artan kapasite ve talep doğrultusunda yenilenmesi gerekmektedir. Aynı zamanda, yenilenebilir enerjinin üretimdeki payını artırmak için daha verimli bir altyapı şarttır. Verimli dağıtım altyapısı, frekans kopukluklarını ve kayıpları önleyerek mevcut bağlantı sistemindeki ağır yatırım harcamalarına olan ihtiyacı da azaltacaktır.

Enerji dağıtım şirketleri için izlenmesi gereken bir gelişme olarak; dağıtım sisteminde ihtiyaç duyulan yatırımların yapılabilmesi için EPDK tarafından belirlenen yıllık yatırım tavanlarının TÜFE bazında reel olarak artması gerekmektedir. Dağıtım sistemindeki yatırımlar yoğun bölgesel bilgi, uzmanlık, işgücü ve kaynak gerektirdiğinden, bu yatırımlar dağıtım şirketlerinin sorumluluğundadır. Bu yatırımlardan elde edilen yatırım harcaması geri ödemeleri dağıtım şirketlerinin gelirlerinin büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Dağıtım şirketlerinin en çok yatırım yaptığı şebeke yatırımları, malzeme ve işçilik gibi artan maliyetlere göre yükseltilecek bir yatırım tavanı gerektirmektedir.

Enerji Perakende – Serbest Tüketici Tüketim Tarifesi Kırılımı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

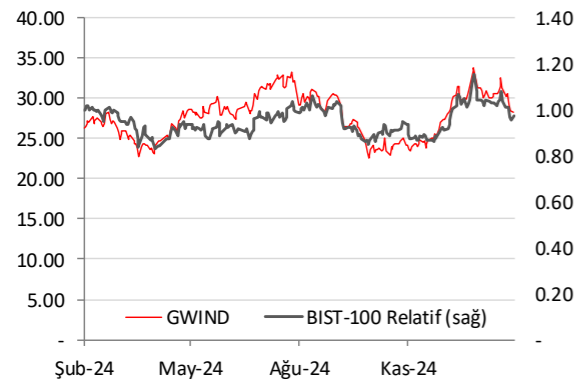
YEKDEM – Açıklanan Güncel Fiyatlar

Kaynak	USD/MWh	TL/MWh
Rezervuarlı HES	73.8	1440
Nehir tipi HES	69.2	1350
Karasal RES	54.3	1060
Deniz üstü HES	73.8	1440
Jeotermal	103.6	2020
Çöp Gazı	54.3	1060
Biyometanizasyon	88.7	1730
Güneş Enerjisi	54.3	1060
RES-GES Depolamalı	64.1	1250
Pompaj HES	103.6	2020
Akıntı HES	69.2	1350

Kaynak: EPDK, Ak Yatırım Araştırma

Galata Wind

Bloomberg Kodu	GWIND TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	51.62			
Güncel Fiyat, TL	28.30			
Getiri Potansiyeli	82%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	15,282			
Firma Değeri, mn TL	17,845			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	1,859	2,306	3,640	4,291
FAVÖK, mn TL	1,405	1,884	3,033	3,536
Net Kâr, mn TL	624	1,784	2,617	2,181
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	619	680	125	2,183
Net Borç/FAVÖK	0.4	0.4	0.0	0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	75.6%	81.7%	83.3%	82.4%
Net Marj	33.5%	77.4%	71.9%	50.8%
Temettü Verimi	-	2.9%	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	56.6%	24.1%	57.8%	17.9%
FAVÖK, y/y	40.1%	34.1%	61.0%	16.6%
Net Kâr, y/y	-40.3%	186.1%	46.7%	-16.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	19.1	8.6	5.8	7.0
FD/FAVÖK	8.9	13.3	10.3	10.0
FD/Ciro	6.8	10.9	8.6	8.3
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	-6.0%	-9.5%	12.7%	7.3%
BİST-100 Relatif	-3.9%	-6.7%	2.5%	-4.8%
AÖİH, mn TL	103	78	101	121



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

Yerel ve uluslararası pazarlarda önemli genişleme planları ile 2026 yılına kadar kapasitesini neredeyse iki katına çıkarmayı planlıyor:

Galata Wind, kapasitesini 2025 yılına kadar neredeyse iki katına çıkararak 550 MW'a ulaşmayı hedeflemektedir (2030 yılına kadar 1000 MW). Yakın vadeli hedefler ise (2025-2028); i) mevcut Taşpınar RES'te hibrit güneş enerjisi kapasite artışı (25MW), ii) Mersin RES'te kapasite artışı (39MW), iii) yakın zamanda satın alınan Alapınar RES (14MW) ve iv) Avrupa'da yeni yatırımların (çoğunlukla güneş enerjisi) ilk aşamaları (toplam 300MW, küçük adımlarla gerçekleştirilmesi bekleniyor). Şirket, daha uzun vadede (2026-2030) Türkiye'de depolama özellikli üretim tesisleriyle kapasitesini daha da artırmayı planlamaktadır (300MW RES, 110MW GES).

Çeşitlendirilmiş ve istikrarlı gelir akışı, elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalara ve yerel para birimindeki zayıflığa karşı kısmen koruma sağlamakta:

Toplam 129 MW kapasiteye sahip mevcut 5 santralden 3'ü (toplamın %43'ü) YEKDEM kapsamındadır ve ABD dolarına bağlı sabit fiyatlardan alım garantisinden yararlanmaktadır. Tesislerin YEKDEM ömürlerinin ağırlıklı ortalama kalan vadesi yaklaşık 5 yıldır. Nitekim şirket, son üç yılda gelirlerinin ortalama %42'sini YEKDEM mekanizmasından elde etmiştir. Tarife garantisi mekanizması, santrallerin kalan YEKDEM ömrü sayesinde önümüzdeki yıllarda da şirket'i elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalara ve kurdaki zayıflığa karşı korumaya devam edecektir.

Galata Wind, Türkiye'nin yenilenebilir enerji hedeflerinden yararlanmak için iyi bir konumda:

Yenilenebilir enerji santrallerinin kurulması için çalışmalar yürütülecek ve bağlanabilir kapasitenin artırılması için şebeke altyapısının güçlendirilmesi çalışmalarına devam edilecektir. Türkiye'de toplam güneş enerjisi kapasitesinin yıllık %14,7 (2024: 19.100 MW, 2028E: 33.100 MW), toplam rüzgâr enerjisi kapasitesinin ise yıllık %9,8 (2024: 13.300 MW, 2028E: 19.300 MW) büyümesi bekleniyor. Genel olarak bakanlık, toplam kapasite içindeki yenilenebilir enerji payını mevcut %57 seviyesinden 2028 yılında %63'e çıkarmayı hedeflemektedir. Güçlü bir çatı şirketinin sahip olduğu, sağlam bilançosu ile güçlü ve istikrarlı nakit yaratma kapasitesine sahip saf bir yenilenebilir enerji üreticisi olarak Galata Wind, Türkiye'nin iddialı büyüme yolculuğundan yararlanmak için iyi bir konuma sahiptir.

Galata Wind'i endeks üzeri getiri notu ve 51,62 TL/hisse 12 aylık hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza aldık.

Hissenin; i) cazip değerlendirme, ii) yaklaşan yatırım harcamaları döngüsü öncesinde düşük kaldıraç, iii) 2025 sonu ve sonrasında etkin FAVÖK katkısı göstererek yaklaşan kapasitenin olumlu etkisi nedeniyle BIST100 endeksinden daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. DCF analizimiz için USD bazlı bir değerlendirme kullandık ve Hazine'nin en son Eurobond İhraç oranından türetilen USD bazlı risksiz faiz oranını %6,5 olarak belirledik. 2025 yılsonu için USD bazlı FD/FAVÖK çarpanı beklentimiz ise 10,3x'tir.

Diğer Şirketler

Anadolu Grubu Holding

Anadolu Grubu Holding NAD Kırılımı (TL mn)

Sektörler / Şirketler	Hisse Kodu	AGHOL'ün Payı	Cari Değerleme Metodu	Cari Değer	AGHOL'ün Payı	NAD Payı
Tüketim Sektörleri				205,255	96,694	87%
Anadolu Efes	AEFES	43.1%	Piyasa Değeri	93,316	40,172	36%
*Coca Cola İçecek	CCOLA	21.7%	Piyasa Değeri	153,894	33,325	30%
Migros	MGROS	50.0%	Piyasa Değeri	103,925	51,963	47%
Adel Kalemçilik	ADEL	56.9%	Piyasa Değeri	8,015	4,559	4%
Otomotiv				22,775	16,037	14%
Çelik Motor&Anadolu Motor	İşlem Görmeyen	100.0%	5x S12A FD/FAVÖK	7,668	7,668	7%
Anadolu Isuzu	ASUZU	55.4%	Piyasa Değeri	15,107	8,369	8%
TOGG	İşlem Görmeyen	23.0%	Sermaye Artırımı	18,250	4,198	4%
Diğerleri				303	160	
İştiraklerin Cari Değeri					112,892	100%
Halka Açık Olanlar					105,064	93%
İşlem Görmeyenler					7,828	7%
Holding Solo Net Nakit / (Borç)					-1,613	-1%
Cari NAD					111,279	
Cari NAD'e Göre Prim / (İskonto)					-34.7%	
Güncel Piyasa Değeri					72,695	

* Holding CCOLA hisselerine, Anadolu Efes'in CCOLA'da sahip olduğu %50.3 pay üzerinden dolaylı sahip

Net Nakit / (Borç) pozisyonu 3Ç24 itibarıyla (Migros'un yaptığı avans temettü ödemesi ile düzeltilmiştir)

- **Cazip bir yatırım teması sunuyor:** Anadolu Grubu Holding, hızlı tüketim sektörleri ağırlıklı, büyük oranda halka açık, sektörlerinde lider ve büyüyen şirketlerden oluşan portföyü ile cazip bir yatırım teması sunuyor. Aynı zamanda bölgesel ve sektörel çeşitlilik, FX gelirlerin yüksek ağırlığı (9A24 FAVÖK'ün %52'si), iştiraklerden öngörülebilir ve artan temettü akışı ve güçlenen bilanço yapısı ile (konsolide TMS 29 öncesi net borç/FAVÖK: 0,4x) riskleri de minimize ediyor. Ana iş kolları olan **i) Migros**; ~%17'lik modern FMCG pazar payı ile Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri, en büyük on-line gıda perakende oyuncusu ve en hızlı büyüyen online yemek platformu olarak öne çıkıyor, **ii) CCOLA**; faaliyet gösterdiği ülkelerdeki sağlam pazar konumunu, güçlü organik büyüme fırsatlarının yanı sıra, son yıllarda büyümesini Coca-Cola Özbekistan, Coca-Cola Bangladeş ve Coca-Cola Pakistan'ın kalan ~%50 hissesinin satın alınması gibi inorganik büyüme fırsatları ile destekliyor, **iii) AEFES**; Rusya ve Türkiye bira pazarının lideri konumunda bulunuyor.
- **Halen yüksek NAD iskontosuyla işlem görüyor:** Anadolu Grubu Holding güncel NAD'ine göre %35 iskontolu işlem görüyor. Halen yüksek iskontonun yanısıra, holdingin son yıllarda ana iş kollarına odaklanması, ana iş kolları haricindeki varlık satışları ile portföyünü sadeleştirilmesi, hem konsolide hem solo borçluluğu azaltması, döviz açık pozisyonunu düşürmesi, iştiraklerden temettü akışının artması gibi faktörlerle yatırım temasını güçlendirdiğini ve cazip bir risk-getiri profili sunduğunu düşünüyoruz.
- **Ana iş kolları uluslararası benzerlerine göre oldukça iskontolu işlem görüyor:** Cazip holding iskontosunun yanı sıra iştiraklerin de yüksek iskontolu işlem görüyor olması değerlendirilmesinden cazibesini artırıyor. Ana iştiraklerinden AEFES, 2025T 6,7x F/K ile benzerlerine göre +%50, CCOLA 2025T 5,2x EV/EBITDA ile +40% iskontolu, MGROS 9,6x 2025T F/K ile en yakın benzeri BIMAS'a +%10 iskontolu işlem görüyor.
- **Rusya bira operasyonu önemli bir belirsizlik yaratıyor:** En önemli iştiraklerinden Anadolu Efes'in Rusya bira operasyonlarına ilişkin belirsizlik nedeni ile hedef değer ve tavsiye paylaşmıyoruz. Ancak Rusya bira iş kolunun değerlememizin %8'ine denk geldiğini hatırlatırız. Rusya operasyonlarındaki atıl nakit pozisyonunu bile yok saydığımızda değerlememize toplam etkisi %15'e denk geliyor. Hisse haberden beri endeksin ~%20 altında performans gösterdi. Rusya bira operasyonları tamamen yok sayıldığında bile NAD iskontosu +%25'e denk geliyor.

BİM

Bloomberg Kodu	BIMAS TI		
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri		
Hedef Fiyat, TL	818.00		
Güncel Fiyat, TL	537.50		
Getiri Potansiyeli	52%		
Halka Açıklık Oranı	60%		
Piyasa Değeri, mn TL	326,370		
Firma Değeri, mn TL	341,667		

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mn TL	267,036	465,279	674,323	888,341
FAVÖK, mn TL	20,985	34,922	50,338	66,297
Net Kâr, mn TL	12,283	20,373	30,863	39,718

Borçluluk

Net Borç, mn TL	15,350	17,556	20,897	24,000
Net Borç/FAVÖK	0.7	0.5	0.4	0.4

Kârlılık

FAVÖK Marjı	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%
Net Marj	4.6%	4.4%	4.6%	4.5%
Temettü Verimi	2.4%	2.6%	3.7%	5.7%

Büyüme

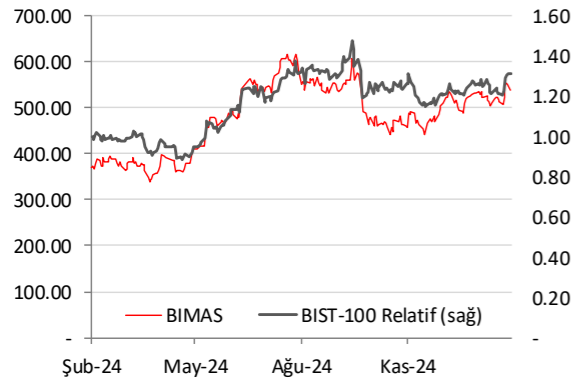
Ciro, y/y	80.8%	74.2%	44.9%	31.7%
FAVÖK, y/y	76.8%	66.4%	44.1%	31.7%
Net Kâr, y/y	50.6%	65.9%	51.5%	28.7%

Değerleme Verisi

	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	10.4	16.0	10.6	8.2
FD/FAVÖK	6.9	9.9	6.9	5.3
FD/Ciro	0.5	0.7	0.5	0.4

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.2%	16.5%	48.8%	1.7%
BİST-100 Relatif	4.3%	5.9%	31.9%	2.3%
AÖİH, mn TL	2,863	2,377	1,993	2,851



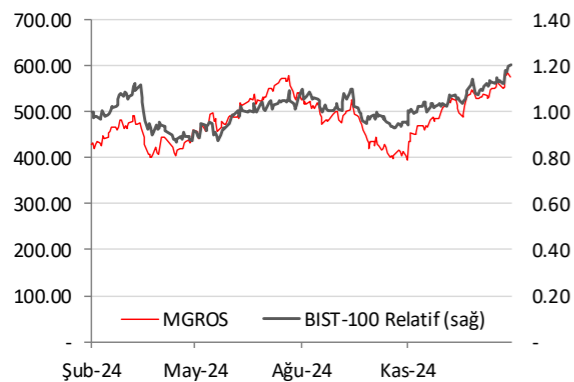
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

- **Risklere karşı dayanıklı defansif iş modeli:** 2025 yılının ilk yarısında sıkı para politikasının, yavaşlayan enflasyonun ve asgari ücrete yapılan sınırlı artışın tüketim sektörlerinde talep koşullarını baskı altında tutmaya devam edeceğini öngörüyoruz. 2025 yılında faiz indirim döngüsüne rağmen özellikle yılın ilk yarısında reel faizlerin yüksek kalacağını ve hızlı tüketim sektörlerinin halen dayanıklı tüketim sektörlerine kıyasla görece daha iyi bir görünüme sahip olduğunu düşünüyoruz. Mevcut makro ortamda tüketimin geleneksel kanaldan modern kanala kaymaya devam edeceğini dolayısıyla organize pazar oyuncularının pazar payı kazanımlarının devam etmesini bekliyoruz. Azalmaya devam eden satın alma gücü nedeniyle indirim marketlerinin bu trendlerden daha fazla pay almasını öngörüyoruz. Rakiplerine kıyasla güçlü mağaza verimliliği ve kanıtlanmış yönetim şekli ile Türkiye gıda perakende pazarının lideri olan Bim'in, sektördeki bu trendlerden faydalanmak için iyi konumlandığını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, Bim'in 2025'te sektörde en hızlı m2 artışı ve en güçlü satış büyümesini göstermesini bekliyoruz.
- **Hızlı mağaza açılışları:** Bim, son 5 yılda yurt içi ve yurt dışı toplam ~5.280 net yeni mağaza açarak ~%10,5 yıllık bileşik büyüme oranı göstermiştir. 2024 yılında 1.145 mağaza açılışı ve ~%9 mağaza artış hızıyla sektörde en hızlı büyüyen oyuncu olmuştur. Bim'in önümüzdeki 2 yılda yıllık ~1.200 net yeni mağaza açılışı ve ~%8,5 YBBO ile sektörde en hızlı büyüyen oyuncu olmasını bekliyoruz.
- **Güçlü satış büyümesi:** Önümüzdeki 3 yıl Bim'in reel satış büyümesinin büyük ölçüde mağaza açılışlarından geleceğini ve benzer mağaza büyümesinin enflasyonun hafif üzerinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Tahminlerimiz 2025 yılında yıllık %9 m2 büyümesine %45 satış büyümesine işaret ediyor.
- **Dayanıklı FAVÖK marjı:** 2024 yılını %7,5 FAVÖK marjı ile kapatmasını beklediğimiz Bim'in, FAVÖK marjını 2025 yılında koruyacağını öngörüyoruz. Brüt marjlarda, enflasyonun aşağı gelmesi ve avans ödemelerinin azalması ile, sınırlı aşağı yönlü risk olduğunu ama bunun operasyonel gider tarafında telafi edileceğini öngörüyoruz. Son 5 çeyrekte yaklaşık %20,5 brüt marj seviyesine ulaşan şirketin (son 7 yıl ortalaması ~%18,5) brüt marjlarının yılın ikinci yarısından itibaren normalleşmeye başlayacağını ve yılı 30bps brüt marj daralması ile kapatmasını bekliyoruz. Diğer taraftan brüt marjdaki düşüşün operasyonel giderlerin satışlara oranındaki iyileşme ile telafi edileceğini öngörüyoruz. Nakit operasyonel gider / satış oranının 30bps iyileşme ile %14,2 seviyesine geleceğini tahmin ediyoruz. En önemli maliyet kalemi olan personel maliyetlerinde Temmuz 2024'te %10 ücret artışı yapan Bim'in, 2025 yılında son asgari ücret artışına paralel %30 ek artış yapacağını öngörüyoruz. Böylelikle 2025 yılında ortalama ücret artışının %36 olmasını bekliyoruz (1YY: 43%; 2YY 30%). Kira giderlerinin geçmiş ortalama enflasyonla artıyor olmasının kira gideri / satış oranlarında çok sınırlı baskı yaratmasını ancak onun haricinde maliyet tarafında herhangi bir baskı beklemiyoruz. Rakiplerine göre daha güçlü mağaza verimliliklerine sahip şirketin 2025'te 7,5% FAVÖK marjı ile sektörün en karlı şirketi olmaya devam etmesini bekliyoruz.
- **Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Son 2 yılda güçlü hisse performansına rağmen (endeks rölatif ~130% 2023 başından itibaren), 10,6x 2025T F/K ile uluslararası benzerlerine ve kendi 5 yıllık tarihsel ortalamalarına göre ~%30 iskontoyla işlem görüyor. Hedef değerimiz 818TL'ye 52% getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

Migros

Bloomberg Kodu	MGROS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	915.00			
Güncel Fiyat, TL	574.00			
Getiri Potansiyeli	59%			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mn TL	103,925			
Firma Değeri, mn TL	99,852			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	145,810	258,433	374,713	485,983
FAVÖK, mn TL	9,784	23,460	30,939	35,540
Net Kâr, mn TL	5,917	6,099	10,850	13,153
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,547	-3,520	-10,255	-13,220
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.2	-0.3	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.7%	9.1%	8.3%	7.3%
Net Marj	4.1%	2.4%	2.9%	2.7%
Temettü Verimi	1.0%	2.2%	2.9%	5.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	95.7%	77.2%	45.0%	29.7%
FAVÖK, y/y	63.9%	139.8%	31.9%	14.9%
Net Kâr, y/y	130.2%	3.1%	77.9%	21.2%
Değerleme Verisi				
F/K	7.8	17.0	9.6	7.9
FD/FAVÖK	4.5	4.3	3.0	2.6
FD/Ciro	0.3	0.4	0.3	0.2
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	8.4%	38.9%	39.1%	4.9%
BİST-100 Relatif	11.7%	26.3%	23.3%	5.5%
AÖİH, mn TL	846	821	795	892



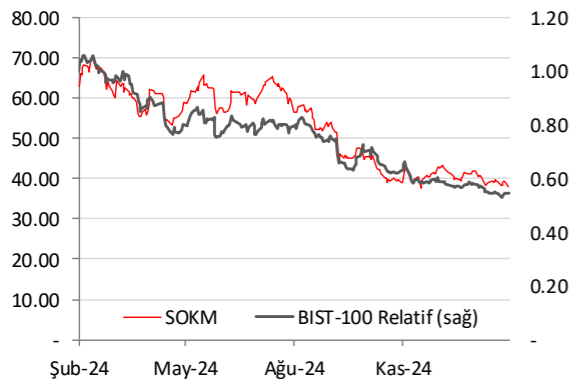
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

- **Dijital bir oyuncuya dönüşüyor:** Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri, en büyük on-line gıda perakendecisi ve en hızlı büyüyen online yemek platformu olan Migros, zengin ürün çeşitliliği, farklı mağaza formatları ve online platformlar ve özel markalı ürünlerde indirimli marketleri yakalayan fiyatlama stratejisi ile müşteri memnuniyeti yaratırken önemli bir rekabet avantajı elde ediyor. Ayrıca online kanalın hızlı büyümesinden en çok yararlanan oyuncu olarak öne çıkıyor. Migros'un geleneksel gıda perakende şirketinden değişen ve çeşitlenen müşteri beklentilerine cevap verebilen önemli bir dijital oyuncu haline gelmesinin uzun vadede değer yaratacağını öngörüyoruz.
- **Sektörün en güçlü benzer mağaza büyümesini gösteriyor:** Pandemi öncesi online operasyonların toplam satışlara oranı ~%3'lerden son yıllarda hızla artarak 9A24 itibari ile +%18'e ulaştı (sigara ve alkol hariç). Hızla büyüyen online operasyonlar sayesinde Migros benzer mağaza büyümesinde son yıllarda rakiplerinden pozitif ayrışıyor. Ayrıca Kipa satın alınmasından sonra yavaşlayan alan büyümesi, son 4 yılda yeniden hızlanarak ~%6,5 seviyelerine ulaştı. Migros'un önümüzdeki 2 yılda satış alanında yıllık bazda %5 büyüme göstereceğini öngörüyoruz. 2024 yılını %77 büyümeyle (reel: %11) rakiplerinden daha güçlü kapatmasını beklediğimiz Migros'un 2025'te de %9 reel (%5 m2 + 4% LfL) ve %45 nominal satış büyümesi göstermesini bekliyoruz.
- **Marjlar açısından en kötü geride kaldı:** Karlılığı daha düşük olan on-line segmentin ağırlığının artması, Migros'un hem fiziki hem online kanalda agresif büyüme stratejisi ve yüksek faizlerin temiz operasyonel kar majlarını (faiz etkisinden arındırılmış) baskılaması nedeni ile Migros'un operasyonel karlılığı 2024 yılında en azından son 7 yılın dip seviyesine geldi. Ancak beklentimize paralel yılın 3. çeyreğinde operasyonel kar marjında sınırlı da olsa iyileşme görüldü. Yılın son çeyreğinde temiz marjlardaki iyileşmenin daha belirgin hale gelmesini (+100bps) ve 2025 yılında +40bps daha iyileşme göstermesini bekliyoruz. Migros, 4Ç24'te ve 2025'te hızlı tüketim sektörleri içerisinde en güçlü FAVÖK büyümesi beklediğimiz şirket olarak öne çıkıyor. Güçlü benzer mağaza büyümesinin yaratacağı operasyonel kaldıraçın uzun vadede de Migros'un karlılığını destekleyeceğini ve marj iyileşmesi açısından rakiplerinden pozitif ayrışacağını öngörüyoruz. Ayrıca hızla büyüyen ve önemli bir ölçüğe ulaşan online operasyonların artan verimlilik ve maliyet sinerjilerinin de karlılığın iyileşmesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Nitekim, yönetim 2024 sonu itibari ile randevulu online operasyonların konsolide marjları yakalamasını ve ultra hızlı teslimatın ise başa baş noktasına ulaşmasını hedefliyordu. En önemli rakibi Getir'in yaşadığı hissedarlık problemlerinin yanı sıra strateji değişikliği ile büyümeden daha çok karlılığa odaklanmasının ve pazarda önemli oyuncularından biri olan İstegelsin'in oyun dışı kalmasının online segmentte karlılığı destekleyeceğini düşünüyoruz.
- **En çok beğendiğimiz hızlı tüketim sektörü oyuncusu olarak öne çıkıyor:** Hisse 9,6x 2025T F/K ile tarihsel çarpanlarına göre primli işlem görüyor. Ancak dijital bir oyuncu haline gelmesi ve bilançonun güçlenmesi ile çarpanların genişlemeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Çarpanları sektör lideri Bim'e göre ise ~10% iskontoya işaret ediyor. Hedef değerimiz 915TL'ye %59 getiri potansiyeli ile hızlı tüketim sektöründe en çok beğendiğimiz hisse olan Migros'u en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz.

Şok Marketler

Bloomberg Kodu	SOKM TI			
Tavsiye	Yok			
Hedef Fiyat, TL	n.a.			
Güncel Fiyat, TL	38.08			
Getiri Potansiyeli	n.a.			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mn TL	22,592			
Firma Değeri, mn TL	25,924			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	106,555	179,550	254,137	320,987
FAVÖK, mn TL	7,406	7,593	11,817	16,291
Net Kâr, mn TL	3,205	406	2,434	4,295
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	2,098	2,341	4,473	6,141
Net Borç/FAVÖK	0.3	0.3	0.4	0.4
Karlılık				
FAVÖK Marjı	7.0%	4.2%	4.6%	5.1%
Net Marj	3.0%	0.2%	1.0%	1.3%
Temettü Verimi	1.2%	6.6%	-	3.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	79.7%	68.5%	41.5%	26.3%
FAVÖK, y/y	55.2%	2.5%	55.6%	37.9%
Net Kâr, y/y	34.7%	-87.3%	499.5%	76.5%
Değerleme Verisi				
F/K	7.9	55.6	9.3	5.3
FD/FAVÖK	3.8	3.4	2.4	1.8
FD/Ciro	0.3	0.1	0.1	0.1
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-9.3%	-3.8%	-39.2%	-7.6%
AOİH, mn TL	-6.5%	-12.6%	-46.1%	-7.0%
	323	308	467	324



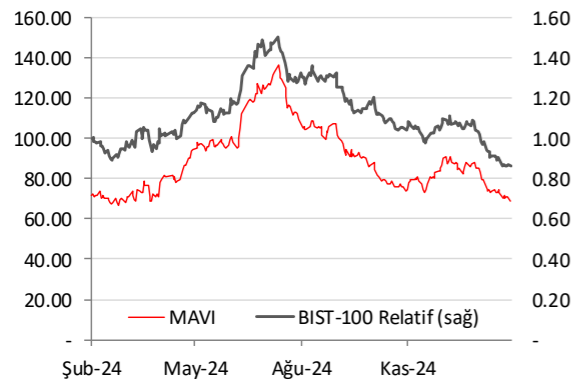
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

- En kötünün geride kaldığını düşünüyoruz:** Henüz takip listemizde olmayan, hedef değerimiz ve tavsiyemiz bulunmayan Şok Marketler için en kötünün geride kaldığını düşünüyoruz. Hisse henüz takip listemizde olmamasına rağmen sektörü daha iyi anlamak adına hisseyi yakından takip ediyoruz. Hisse fiyatı 2024 yılı başından itibaren en yakın rakipleri Bim ve Migros'un %55-60 altında performans gösterdi. Yıl içinde şirketin öngörülerinin aşağı revize edilmesi, daha büyük mağazalar açsa da genel olarak alan büyümesinin yavaşlaması, benzer mağaza büyümesinin rakiplerinin gerisinde kalması ve rakiplerinden görece daha yüksek marj baskısı yaşaması zayıf performansının arkasında yatan temel faktörler oldu. Ancak zayıflıkların piyasa tarafından fazlasıyla cezalandırıldığını ve rakiplerine olan iskontosunun tarihi yüksek +%30 seviyelerine yükseldiğini görüyoruz. Benzer mağaza büyümelerinde ve operasyonel kar marjlarında en kötünün geride kaldığını ve 2025 yılında büyümesinin sektöre yakınsayacağını ve kar marjlarının iyileşeceğini öngörüyoruz.
- Yönetim mağaza verimliliklerini iyileştirmeyi hedefliyor:** Şok ile ilgili en büyük problemin görece zayıf mağaza verimlilikleri olduğunu düşünüyoruz. Mağaza verimliliklerinin rakiplerinden düşük olması hem uzun vadede mağaza açılış hızı görünümünü yavaşlatıyor hem de maliyet baskılarının yüksek olduğu yıllarda karlılık tarafında rakiplerinden daha fazla maliyet baskısı ile karşılaşmasına neden oluyor. Düşük fiyat ve müşteriye yakın olma stratejisi ile 2016-2022 döneminde ortalama her yıl +1000 net mağaza açan ve Ocak 2025 itibari ile yaklaşık 11bin mağazaya ulaşan Şok'un net mağaza açılışları 2023 yılında 445'e, 2024 yılında yaklaşık 265'e geriledi. Yeni açılan mağazaların olgunlaşmasıyla mağaza verimliliklerinin yükselmesi hedeflenmiş olmasına rağmen mağaza verimliliklerinde rakipleri ile olan farkın kapatılamamış olmasını şirketin 2024 yılında yaşadığı problemin temel kaynağı olarak görüyoruz. Ancak yönetim, Şok 2.0 ile daha modern ve %40-50 daha büyük m2 mağaza açılışları (yeni mağaza alanı: 300-350m2 vs mevcut ortalama 200-250m2), mevcut mağazaların dönüştürülmesi ve verimliliği düşük mağazaların kapatılması stratejisi ile bu problemi adreslemek için önemli adımlar atıyor. Bu stratejinin mağaza verimliliklerini artırmada destekleyici olabileceğini düşünüyoruz. Bu strateji doğrultusunda önümüzdeki 2 yılda da ağırlıklı olarak ŞOK 2.0 konseptli ortalama 400 yeni mağaza açılışı ile satış alanında yıllık bazda %4,5 büyüme göstereceğini öngörüyoruz. 2024 yılını %68 büyümeyle (reel: %6) ve %4,2 FAVÖK marjı ile rakiplerinden daha zayıf kapatmasını beklememize rağmen hem büyümenin hem de marjın şirketin revize öngörülerini olan %65 büyüme ve %4 FAVÖK marjına göre daha güçlü gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Şok'un 2025'te de %6 reel (%4,5 m2 + 1,5% LfL) ve %41,5 nominal satış büyümesi ile sektör ortalamasının hafif altında büyüyeceğini öngörüyoruz. FAVÖK marjında ağırlıklı olarak brüt marj kaynaklı 35 baz puan marj iyileşmesi ile %4,6 FAVÖK marjı öngörüyoruz.
- Cazip değerlendirme ve güçlü kar momentumu görünümü cazip alım fırsatı sunuyor:** Hisse 9,3x 2025T F/K ile işlem görüyor. Çarpanları Türkiye sektör ortalamalarına yaklaşık +30% iskontoya işaret ediyor. Perakende sektöründe mağaza KPI'larının değerlendirme üzerindeki etkilerinin önemini hatırlatarak, rakiplerinden daha zayıf KPI'lara sahip olmasının büyüme ve karlılık görünümü açısından bir iskonto gerektirdiğine inanıyoruz. Ancak mevcut iskonto seviyesi bize bu zayıflığın fazlasıyla cezalandırıldığını işaret ediyor.

Mavi

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	139.00			
Güncel Fiyat, TL	68.80			
Getiri Potansiyeli	102%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	27,331			
Firma Değeri, mn TL	25,674			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	20,209	32,737	44,821	57,450
FAVÖK, mn TL	4,870	7,236	9,144	11,376
Net Kâr, mn TL	2,887	4,113	5,228	6,344
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,586	-3,961	-5,429	-6,771
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	24.1%	22.1%	20.4%	19.8%
Net Marj	14.3%	12.6%	11.7%	11.0%
Temettü Verimi	2.7%	3.1%	4.5%	9.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	90.8%	62.0%	36.9%	28.2%
FAVÖK, y/y	96.3%	48.6%	26.4%	24.4%
Net Kâr, y/y	100.6%	42.5%	27.1%	21.3%
Değerleme Verisi				
F/K	5.5	6.6	5.2	4.3
FD/FAVÖK	2.8	3.3	2.4	1.8
FD/Ciro	0.7	0.7	0.5	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-19.5%	-9.5%	-2.3%	-21.1%
AOİH, mn TL	-17.1%	-17.8%	-13.4%	-20.6%
	657	462	372	629



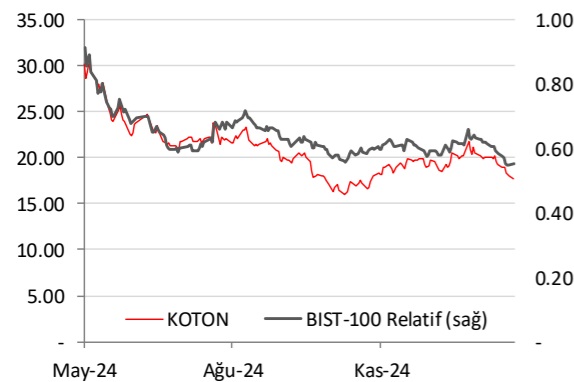
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

- Başarısı kanıtlanmış iş modeli:** Mavi, 2024 yılına kadar son 3 yılda takip listemizdeki tüm perakende sektöründe en yüksek satış büyümesinin yanı sıra en yüksek marj genişlemesi ile rekor yüksek tarihsel marjlara ulaştı. Yüksek talep sayesinde güçlü hacim büyümeleri ve güçlü fiyatlandırma, rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımı ve online operasyonların büyümeye devam etmesi ana itici güçler oldu. Ancak 2024 yılının 2. çeyreğinden itibaren sıkı para politikasının ve alım gücündeki düşüşün tüketim üzerindeki olumsuz etkileri, TL'nin reel değerlenmesinin yurt dışı operasyonların büyümesinde ve karlılığında yarattığı negatif etki ve yüksek baz etkileri nedeni ile operasyonları baskılanmaya başladı. 2024 yılın son çeyreğinde ve 2025 yılının ilk yarısında yüksek baz etkileri nedeni ile büyümenin ve karlılığın normalleşmeye devam edeceğini öngörüyoruz. Ancak Mavi'nin, güçlü rekabet avantajları, müşteriler için yüksek değer önerisi, güçlü bilançosu ve kanıtlanmış yönetim anlayışıyla pazar payı kazanımının, güçlü büyümesinin ve sürdürülebilir yüksek karlılığının orta-uzun vadede devam edeceğine inanıyoruz.
- Mağaza açılışları hız kazandı:** Önceki 4 yılda toplam 22 yeni mağaza açan Mavi, 2024'ü Türkiye'de 17 net yeni mağaza açılışı ve 10 mağazanın da genişletilmesi ile tamamladı. Sektörde önemli birçok oyuncunun mağaza kapattığı bir dönemde büyümedeki hızlanmayı önemli buluyoruz. Sektöre kıyasla daha güçlü mağaza verimliklerine (KPI) sahip olmasının bu büyümeyi desteklediğini düşünüyoruz. En az önümüzdeki 2 yılda Türkiye'de mağaza açılış hızının yıllık 15 ile devam etmesini ayrıca yurt dışı operasyonlarda mağaza açılışlarının yeniden hız kazanmasını ve önümüzdeki 3 yılda toplam 30 yeni yurt dışı mağaza açılışı öngörüyoruz. Buna göre önümüzdeki 2 yılda yıllık bazda %5 alan büyümesi göreceğimizi tahmin ediyoruz.
- 2025 yılının ilk yarısında normalleşme devam edecek, yılın ikinci yarısında marjların yeniden iyileşmesini öngörüyoruz:** 3. çeyrek bilançosu sonrası 2024 büyüme ve karlılık öngörülerini aşağı revize eden şirketin, yılı hem büyümede hem karlılıkta öngörülerinin hafif üzerinde kapatacağını tahmin ediyoruz. Şirketin 2024 öngörülerini ve bizim 2025'e ilişkin beklentilerimiz normalleşmenin yılın son çeyreğinde ve 2025 yılının ilk yarısında (özellikle ilk çeyrek) devam edeceğine işaret ediyor. 2025 yılında %37 satış büyümesi (%2,5 reel büyüme) göstereceğini tahmin ediyoruz. Temiz FAVÖK marjında ise (faiz etkisinden arındırılmış) 2025 yılında 70 baz puan daralma bekliyoruz. Yıllık bazda marjların yılın ilk yarısında daralacağını, yılın ikinci yarısında ise yeniden genişleyeceğini öngörüyoruz. Yılın ilk yarısında hem brüt marj üzerindeki yüksek baz etkisinin hem de yüksek personel maliyet baskısının (ücret artışı 1YY: yıllık bazda %40, 2YY: yıllık bazda %12) marjların daralmasına neden olacağını düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında ise brüt marj baskısının tamamen ortadan kalkacağını ve operasyonel gider marjının sınırlı personel maliyet artışı nedeni ile iyileşeceğini tahmin ediyoruz.
- Son dönemdeki zayıf performans yeniden alım fırsatı yaratıyor:** Güncel hedef değerimiz 139TL'ye %102 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Ayrıca, perakende evreninde cazip çarpanlar sunan hisseyi model portföyümüzde tutuyoruz. MAVI, gelişmekte olan piyasalardaki benzerlerine kıyasla 5,2x 2025T F/K ve 4,4x 2025T FD/FAVÖK (faiz etkisi arındırılmış) çarpanlarıyla yaklaşık +%50 iskontolu işlem görüyor.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

Koton

Bloomberg Kodu		KOTON TI			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		32.00			
Güncel Fiyat, TL		17.67			
Getiri Potansiyeli		81%			
Halka Açıklık Oranı		16%			
Piyasa Değeri, mn TL		14,660			
Firma Değeri, mn TL		19,317			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	17,194	25,573	32,821	40,432	
FAVÖK, mn TL	3,725	6,202	7,454	9,225	
Net Kâr, mn TL	1,805	1,365	1,654	2,356	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	3,357	5,570	6,508	6,799	
Net Borç/FAVÖK	0.9	0.9	0.9	0.7	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	21.7%	24.3%	22.7%	22.8%	
Net Marj	10.5%	5.3%	5.0%	5.8%	
Temettü Verimi	-	-	-	4.0%	
Büyüme					
Ciro, y/y	n.a.	48.7%	28.3%	23.2%	
FAVÖK, y/y	n.a.	66.5%	20.2%	23.8%	
Net Kâr, y/y	n.a.	-24.4%	21.2%	42.4%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	n.a.	10.7	8.9	6.2	
FD/FAVÖK	n.a.	3.3	2.8	2.3	
FD/Ciro	n.a.	0.8	0.6	0.5	
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A	
Nominal Getiri	-6.5%	-12.3%	2.9%	n.a.	
BİST-100 Relatif	-4.3%	-9.6%	-6.5%	n.a.	
AOİH, mn TL	51	84	88	n.a.	



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

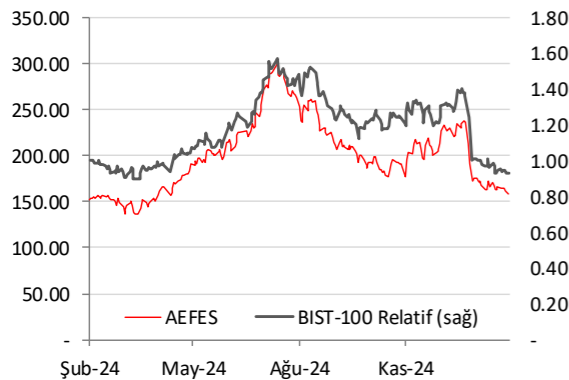
Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir

- **Cazip büyüme fırsatı sunan güçlü değer önerisi:** Koton, Türkiye giyim sektöründe tüm ana kategorilerde ilk üç sırada yer alan ve %3,3'lük pazar payıyla uygun fiyatlı moda alanında lider konumda bulunan bir giyim perakende markasıdır. Orta ve Doğu Avrupa, BDT, KİK ve Afrika'daki güçlü varlığı ile 32 ülkede (e-ticaret dahil +70) faaliyet gösteren şirketin uluslararası gelirlerinin payı %30'a ulaşmıştır. Şirket, orta vadede, uluslararası büyümesini sermaye yoğunluğu düşük franchise modeline odaklanarak ve çoklu kanal stratejisini geliştirerek desteklemeyi planlıyor. Şirket, mevcut 447 mağazasına ek olarak 2028 yılına kadar 130-150 yeni mağaza (2025: 25 yeni mağaza) açmayı hedefliyor. Büyümede aslan payının KİK, Orta ve Doğu Avrupa, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Hindistan başta olmak üzere uluslararası pazarlardan gelmesi bekleniyor. Yönetim uluslararası operasyonlarının payını orta vadede mevcut %30'dan %40'a ve e-ticaret operasyonlarının payını mevcut %11'den +%15'e çıkarmayı planlıyor. Güçlü büyüme stratejisinin yanı sıra, mağaza verimliliğinin iyileştirilmesi, karlılığın artırılması ve bilançonun güçlendirilmesi için de ilave adımlar atılıyor.
- **Güçlü büyüme potansiyelinden yararlanmak için iyi bir konuma sahip:** Koton, güçlü marka bilinirliği, müşteriler için yüksek değer önerisi, deneyimli yönetimi, büyüyen uluslararası operasyonları, gelişen e-ticaret penetrasyonu ve sağlıklı bilançosu ile 90 milyar USD (OC&C) değerinde toplam büyüklüğe sahip pazarlarda cazip sektör dinamiklerinden yararlanmak için iyi bir konumda bulunuyor. Önümüzdeki üç yıl içinde Koton'un yıllık %5 mağaza büyümesi, TL bazında %27 ciro büyümesi (USD bazında %10), %30 FAVÖK büyümesi ve %36 net kar büyümesi (TMS 29 öncesi) göstereceğini tahmin ediyoruz. İyileşen operasyonel kaldıraç, yönetimin satış yoğunluğunu artırma çabaları, daha karlı olan uluslararası operasyonların ve e-ticaretin artan payları sayesinde FAVÖK marjının (TMS 29 öncesi, operasyonel nakit akışını daha iyi yansıması nedeniyle TFRS 15&16 öncesi) üç yıl içinde mevcut %11 seviyelerinden +%12'ye, uzun vadede ise +%14'e yükselmesini öngörüyoruz. Şirket, 2024T FAVÖK'e oranla 0,5x (TMS 29 ve TFRS 16 öncesi) net borç ile güçlü bir bilançoya sahip ve önemli bir döviz açık pozisyonu bulunmuyor (borcun ~%40'ı döviz ancak uluslararası gelirlerle doğal olarak kur riskinden korunuyor).
- **Riskler:** TL'nin reel olarak değer kazancı uluslararası operasyonların üzerinde 2024 yılında önemli bir baskı oluşturdu. TL'nin reel olarak değer kazanmaya devam etmesi ve Türkiye'de sıkı para politikasının sürmesi nedeniyle 1Y25'te zayıflığın devam etmesini bekliyoruz. Uluslararası büyüme stratejisinin ve mağaza verimliliklerini iyileştirme çabalarının başarısızlığa uğraması diğer ana risk faktörleri olarak öne çıkıyor.
- **Cazip getiri potansiyeli sunuyor:** Güncel hedef değerimiz 32TL'ye %81 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 7,2x/6x 2025/26T F/K (TMS -29 öncesi) ile yurt dışı benzerlerine +%50 iskontolu işlem görüyor.

Anadolu Efes

Bloomberg Kodu	AEFES TI
Tavsiye	Yok
Hedef Fiyat, TL	n.a.
Güncel Fiyat, TL	157.60
Getiri Potansiyeli	n.a.
Halka Açıklık Oranı	32%
Piyasa Değeri, mn TL	93,316
Firma Değeri, mn TL	199,760

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	147,226	223,156	286,659	345,489
FAVÖK, mn TL	30,556	42,476	52,760	63,141
Net Kâr, mn TL	7,780	10,679	13,957	17,203
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	18,586	20,742	20,200	16,997
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.5	0.4	0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	20.8%	19.0%	18.4%	18.3%
Net Marj	5.3%	4.8%	4.9%	5.0%
Temettü Verimi	2.5%	1.5%	1.8%	2.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	62.7%	51.6%	28.5%	20.5%
FAVÖK, y/y	86.2%	39.0%	24.2%	19.7%
Net Kâr, y/y	126.9%	37.3%	30.7%	23.3%
Değerleme Verisi				
F/K	6.4	8.7	6.7	5.4
FD/FAVÖK	5.4	6.0	5.6	5.3
FD/Ciro	1.1	1.1	1.0	1.0
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-10.2%	-17.7%	6.7%	-17.7%
AOİH, mn TL	-7.4%	-25.2%	-5.4%	-17.3%
	1,615	1,265	810	1,936



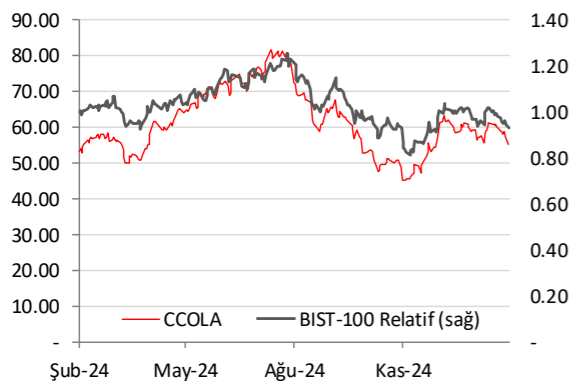
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

- Rusya operasyonlarına kayyum atanması önemli belirsizlik yaratıyor:** Anadolu Efes ve AB InBev, Rusya ve Ukrayna'daki operasyonlarının karşılıklı satışı için bir anlaşma imzalamıştı. Buna göre Anadolu Efes ortaklığın Rusya'daki operasyonlarını devralırken, ortaklığın Ukrayna operasyonlarını AB InBev'e devredecekti. Bu anlaşma Rus otoriteler tarafından onaylanmazken Anadolu Efes ve AB InBev'in Rusya'daki ortak girişimine Rusya tarafından geçici bir yönetim atandı. Haberin ardından Anadolu Efes yönetimi ortağı AB InBev ile durumun kapsamlı şekilde değerlendirileceğine ve gerekli tüm adımların atılacağına dair bir açıklama yaptı. Anadolu Efes'in Rusya operasyonu, Anadolu Efes için değerlememizin yaklaşık %15'ini oluşturuyor. Ancak Rusya'da bulunan atıl nakit pozisyonu dahil edildiğinde değerlendirme etkisi yaklaşık %30'a yükseliyor. Sürecin nasıl sonuçlanacağına dair riskler hisse fiyatı üzerinde önemli olumsuz etki yarattı. Hisse fiyatı bu süre zarfında endeksin %32 altında performans gösterdi. Hatırlatmak gerekirse benzer bir süreçten geçen Carlsberg'in durumunda, Rus hükümeti benzer şekilde geçici yönetim atadıktan (Temmuz 2023) yaklaşık 1,5 yıl sonra Carlsberg hükümetle varlık satışı için bir anlaşmaya varmıştı. Efes'in durumunda ortağı AB InBev'in Carlsberg gibi hükümet ile anlaşarak Rusya'dan çıkacağını düşünüyoruz. Ancak Anadolu Efes, AB InBev Efes'teki kalan %50'lik hisseyi satın alarak Rusya operasyonlarının tek sahibi olmayı planlıyordu. Sürecin nasıl sonuçlanacağı, Efes'in Rusya'dan çıkmak zorunda kalıp kalmayacağı, kalırsa bu varlıkların tek sahibi mi yoksa yeni bir ortak ile mi devam edeceği belirsizliği hisse fiyatını bir süre daha baskılamaya devam edecektir. Efes için hesapladığımız hedef değer 304TL'ye denk geliyordu. Rusya operasyonlarını tamamen yok sayarsak hedef değerimiz 257TL'ye, orada sahip olduğu atıl nakdi de yok sayarsak 214TL'ye denk geliyor. Güncel hisse fiyatı 12 aylık vadede farklı senaryolardaki hedef değerimize göre sırasıyla 92%, 62% ve 35% getiri potansiyeline işaret ediyor.
- 2025 yılında enflasyona paralel satış büyümesi ve sınırlı FAVÖK marjı daralması öngörüyoruz:** Türkiye'de ve Rusya'da güçlü talep sayesinde bira grubunda hacimler son 7 çeyrekte oldukça güçlü büyüme gösterdi (ortalama: ~%8,5). Diğer taraftan fiyatlandırma da son yıllarda hem Rusya'da (yumuşayan rekabet) hem de Türkiye'de (yüksek talep) güçlü seyrederek dolar bazında tarihi yüksek seviyelere yükseldi. Yüksek hacim büyümesinin yarattığı pozitif operasyonel kaldıracağına rağmen özellikle Rusya operasyonlarındaki yüksek maliyet baskısı nedeniyle bira grubu FAVÖK marjının 2024 yılında yaklaşık 250 baz puan daralacağını öngörüyoruz (Şirket'in öngörüsü 300 baz puanlık daralma). 2025 yılında bira grubunda geçen senenin hafif üzerinde hacim büyümesini, enflasyona yakın bir fiyat artışı ve yaklaşık 100 baz puanlık FAVÖK marjı daralması tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz 2025 yılında bira grubunda %24 satış büyümesi ve %17 FAVÖK büyümesine işaret ediyor.
- Hisse uluslararası benzerlerine yüksek iskonto ile işlem görüyor:** Anadolu Efes 6,7x 2025T F/K ve 5,6 2025T FD/FAVÖK çarpanları ile uluslararası benzerlerine +%50 iskonto ile işlem görüyor. Rusya operasyonlarına ilişkin belirsizlikler çarpanların daralmasında önemli rol oynadı.

Coca-Cola İçecek

		CCOLA TI			
		Endeks Üz. Getiri			
Bloomberg Kodu					
Tavsiye					
Hedef Fiyat, TL		84.00			
Güncel Fiyat, TL		55.00			
Getiri Potansiyeli		53%			
Halka Açıklık Oranı		25%			
Piyasa Değeri, mn TL		153,894			
Firma Değeri, mn TL		186,028			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	91,016	130,052	178,558	217,554	
FAVÖK, mn TL	18,944	25,937	34,512	41,635	
Net Kâr, mn TL	8,306	9,231	14,598	19,077	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	14,909	24,814	23,073	19,418	
Net Borç/FAVÖK	0.8	1.0	0.7	0.5	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	20.8%	19.9%	19.3%	19.1%	
Net Marj	9.1%	7.1%	8.2%	8.8%	
Temettü Verimi	1.0%	1.3%	1.2%	1.9%	
Büyüme					
Ciro, y/y	70.0%	42.9%	37.3%	21.8%	
FAVÖK, y/y	86.7%	36.9%	33.1%	20.6%	
Net Kâr, y/y	91.8%	11.1%	58.1%	30.7%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	9.3	16.7	10.5	8.1	
FD/FAVÖK	5.3	7.0	5.2	4.3	
FD/Ciro	1.1	1.4	1.0	0.8	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-6.9%	8.5%	10.9%	-8.3%	
BİST-100 Relatif	-4.1%	-1.4%	-1.7%	-7.7%	
AÖİH, mn TL	365	460	455	367	



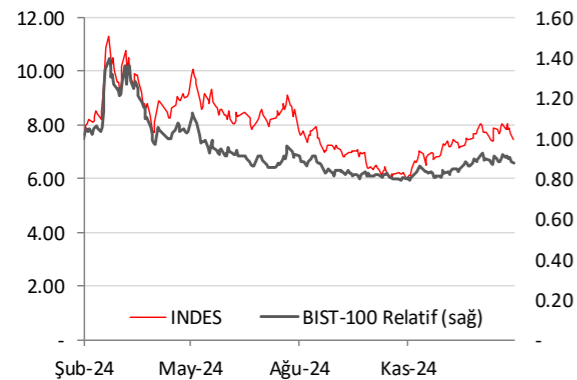
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

- Güçlü büyüme potansiyeli, güçlü sürdürülebilir karlılık:** Coca-Cola İçecek (CCI) faaliyet gösterdiği 12 ülkedeki güçlü büyüme ve düşük alkolsüz içecek penetrasyonu nedeniyle uzun vadede yüksek büyüme potansiyeli sunuyor. Mevcut pazarlardaki güçlü organik büyüme fırsatlarının yanı sıra, son yıllarda Coca-Cola Özbekistan ve Bangladeş operasyonlarını portföyüne eklemiş, yurtdışındaki en büyük operasyonu olan Coca-Cola Pakistan'ın kalan ~%50 hissesini ve Anadolu Etap İçecek'in %80 hissesini satın alarak büyümesini inorganik olarak desteklemiştir. Bu satın alımlar ile Coca-Cola bünyesinde nüfus bazında 3., hacim bazında 6. büyük oyuncu haline gelmiştir. Uzun vadede özellikle Asya'da yeni pazarlar ile inorganik büyüme stratejinin devam edeceğini ancak kısa-orta vadede yeni satın alımlardan ziyade portföye dahil edilen ülkelerin entegrasyonuna odaklanılacağını düşünüyoruz. Hacim büyümesinin yanı sıra güçlü fiyatlandırma ile dolar bazında tarihi yüksek ürün fiyatlarına ve satış gelirlerine ve tarihi yüksek marjlara ulaşan CCI, aynı zamanda dünyada en yüksek operasyonel kar marjına sahip Coca-Cola şişeleme şirketi haline geldi. Orta-uzun vadede güçlü büyüme trendinin devam edeceğini, marjlarda çok hafif normalleşme beklemekle birlikte büyük ölçüde korunacağını öngörüyoruz.
- 2025'te hacim artışı ve pazar payı kazanımı temel oyun stratejisi olacak:** Pandemi sonrası 2021 ve 2022 yıllarında yıllık bazda ortalama %15 hacim büyümesi gösteren CCI, 2023 ve 2024 yıllarında düşük tek haneli hacim daralmaları yaşadı. Faaliyette bulunduğu ülkelerdeki makro ekonomik problemler, alım gücündeki düşüş ve özellikle Orta Doğu'da yaşanan gelişmeler 2024 hacimlerini olumsuz etkileyen temel faktörler oldu. 2024 yılının son çeyreğinde zayıf baz nedeni ile %7,4'lük hacim artışı ile güçlü bir toparlanma olmuş olmasına rağmen, sınırlı fiyat artışı ve maliyet baskıları nedeni ile marjlarda yıllık bazda en az 350 baz puanlık düşüş bekliyoruz. Böylelikle yılının tamamında EBITDA marjının şirketin 2024 öngörülerinin hafif üzerinde 90 baz puan daralma ile (2024 öngörü yatay-hafif daralma), ~%20 gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
- CCI, hacim açısından 2 zayıf yılın ardından, 2025 yılında hacimlerde orta tek haneli büyüme ve yerel markalara son dönemde kaybettiği pazar payının yeniden kazanımını öngörüyor. Türkiye'de düşük-orta tek haneli büyüme beklerken, yurt dışı operasyonlarda orta-yüksek tek haneli büyüme öngörüyor. Pakistan'ın IMF ile olan anlaşması sonrası toparlanma emareleri görülürken, Pakistan tarafında hacim kayıplarının tamamının geri alınması biraz daha zaman alabilecek gibi görünüyor. Diğer taraftan bu hacim büyümelerini yakalamak için 2025 yılında rekabet açısından daha agresif olmasını beklediğimiz CCI'nin, fiyat artışlarının enflasyonun hafif altında kalabileceğini ve maliyet baskıları nedeni ile marjların tarihi zirvesinden bir miktar daha normalleşebileceğini öngörüyoruz. 2025 yılında %6 hacim büyümesi, %37 satış büyümesi ve 70 baz puan marj daralması ile %19,3 FAVÖK marjı öngörüyoruz.
- Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Coca-Cola İçecek 5,2x 2025T EV/EBITDA ve 8,1x 2026T F/K çarpanları ile uluslararası benzerlerine ~%40 iskonto ile işlem görüyor. Hedef değerimiz 84 TL'ye %53 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardı öncesine göre düzenlenmiştir

İndeks Bilgisayar

Bloomberg Kodu	İNDEKS			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	12.50			
Güncel Fiyat, TL	7.45			
Getiri Potansiyeli	68%			
Halka Açıklık Oranı	61%			
Piyasa Değeri, mn TL	5,588			
Firma Değeri, mn TL	4,579			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	49,234	68,450	85,312	97,842
FAVÖK, mn TL	2,694	2,740	3,693	4,122
Net Kâr, mn TL	508	472	627	713
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,044	-1,755	-2,165	-2,332
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.5%	4.0%	4.3%	4.2%
Net Marj	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%
Temettü Verimi	4.1%	4.7%	3.9%	5.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	96.8%	39.0%	24.6%	14.7%
FAVÖK, y/y	153.6%	1.7%	34.8%	11.6%
Net Kâr, y/y	-7.9%	-7.1%	32.8%	13.7%
Değerleme Verisi				
F/K	9.1	11.8	8.9	7.8
FD/FAVÖK	0.7	1.1	0.7	0.6
FD/Ciro	0.0	0.0	0.0	0.0
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1H	1A	3A	12A
BİST-100 Relatif	-5.0%	-4.6%	19.8%	1.7%
AOİH, mn TL	-2.8%	-1.7%	8.9%	-9.8%
	41	44	38	89



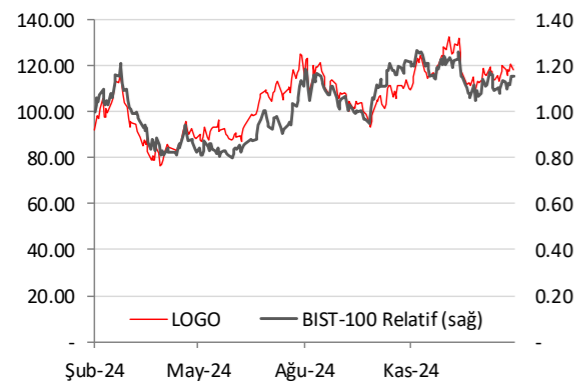
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihli.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **Pazarı inorganik büyümeyle geride bıraktı...** Türkiye'nin BT dağıtım pazarı 2024'te USD bazında yaklaşık %1,3 oranında büyüdü ve TL bazında reel değerlenme sebebiyle düşük onlu yüzdelerle küçüldü. Ancak, Apple Mix Channel anlaşması ve HB Bilişim'in satın alınması sayesinde İndeks Bilgisayar'ın pazarın belirgin şekilde üzerinde performans göstereceğine inanıyoruz ve gelirlerin USD bazında yaklaşık %6 oranında artacağını ve reel bazda yaklaşık %4 daralma olacağını öngörüyoruz. Yönetimin operasyonel performansını iyileştirmek için sağlam net nakit pozisyonunu etkin kullandığını gözlemliyoruz. Yatırımlar nedeniyle nakit çıkışlarına rağmen, şirketin 2025 yılında hala sağlıklı bir bilançoya sahip olmasını bekliyoruz.
- **Temeller güçlü kalmaya devam ediyor...** i) Türkiye'deki BT sektörü için cazip pazar dinamikleri, olumlu demografi ve artan akıllı telefon ve sabit geniş bant penetrasyonu, ii) şirketin kapsamlı ürün/marka portföyündeki güçlü rekabet avantajları, %30'un üzerinde pazar payı ile lider konumu ve sektördeki kilit tedarikçilerle uzun süreli ilişkileri, iii) güçlü nakit üretimine olanak tanıyan ihtiyatlı işletme sermayesi yönetimi ve iv) sürdürülebilir temettü politikası ve sağlıklı bilançosu sayesinde İndeks Bilgisayar'a ilişkin yapıcı bir görüşe sahibiz. Mobil ve hacimli BT ürünlerine olan artan taleple desteklenen Türkiye'nin BT sektörü için cazip bir pazar olmaya devam ettiğine inanıyoruz. Ek olarak, bulut tabanlı çözümlere, yazılımlara ve ağ ürünlerine yönelik büyüyen işletme (çoğunlukla KOBİ'ler) son kullanıcı talebi, şirketin uzun vadeli karlı büyümesini destekleyecektir.
- **Ücret artışları 1H24'te teknoloji talebini destekledi...** Türkiye'de elektronik ve bilgisayar kredi kartı harcamaları sırasıyla 1Ç24 ve 2Ç24'te %120 ve %71,6 oranında yıllık bazda büyüdü. Beklentilerimiz doğrultusunda, dayanıklı mallara olan talep, 2Y24'te reel faiz oranlarının daha yüksek olmasıyla azalan bir eğilimdeydi. Elektronik ve bilgisayarlara yönelik kredi kartı harcamaları 2024'te %46 arttı. Ancak, 1Y24 yüksek bir taban oluşturdu ve harcanabilir gelirler ücret ayarlamalarıyla daraldı. Bu nedenle, pazarın 1Y25'te daralmasını bekliyoruz. Öte yandan, kurumsal talep, parasal sıkılaşma nedeniyle 2024'te zayıftı. Reel faiz oranlarının düşmesiyle kurumsal talep için daha ılımlı bir görünüm bekliyoruz. Bu nedenle, 2025'te FAVÖK marjını %4,3 seviyesine biraz genişlettik.
- **Hisse geri alımları devam ediyor, %30 temettü ödemesi, %3,7 getiri...** Hisse geri alım programı hala devam ediyor, toplamda hisselerin %4,08'i geri alındı. 2025 için %30 temettü ödemesi öngörüyoruz, bu da %3,7 temettü getirisine denk geliyor. Şirketin son 10 yılda NI'sinin %40'ını dağıttığını belirtmek isteriz.
- **Çarpanlar...** INDEKS hisseleri için E.Ü.G. notumuzu yineliyoruz, 12A HF'mizi 10.8TL'den 12,5TL'ye çıkarıyoruz, bu da %59'luk bir yükseliş potansiyeli sunuyor. Piyasa Değerinden, ihtiyaç fazlası nakit seviyesini ve yatırım amaçlı gayrimenkullerini düşerek, INDEKS'in TMS29 öncesi beklentilerimize göre 5,7x 2024T F/K üzerinden işlem gördüğünü hesaplıyoruz. Bu da 10 yıllık TMS29 öncesi tarihi ortalama çarpanına göre yaklaşık %34 iskontoya işaret ediyor.

Logo Yazılım

Bloomberg Kodu	LOGO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	171.00			
Güncel Fiyat, TL	118.00			
Getiri Potansiyeli	45%			
Halka Açıklık Oranı	64%			
Piyasa Değeri, mn TL	11,210			
Firma Değeri, mn TL	9,455			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	2,975	4,113	5,764	7,159
FAVÖK, mn TL	726	1,512	2,055	2,552
Net Kâr, mn TL	140	194	607	982
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-421	-499	-678	-1,042
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-0.3	-0.3	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	24.4%	36.8%	35.7%	35.6%
Net Marj	4.7%	4.7%	10.5%	13.7%
Temettü Verimi	2.2%	3.6%	4.9%	6.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	93.0%	38.2%	40.1%	24.2%
FAVÖK, y/y	47.3%	108.2%	35.9%	24.2%
Net Kâr, y/y	-66.3%	38.4%	212.9%	61.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	48.3	57.8	18.5	11.4
FD/FAVÖK	6.8	6.1	4.4	3.4
FD/Ciro	1.7	2.3	1.6	1.2
Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	0.1%	4.9%	3.8%	32.4%
BİST-100 Relatif	2.4%	8.1%	-5.6%	17.3%
AOİH, mn TL	63	56	53	89



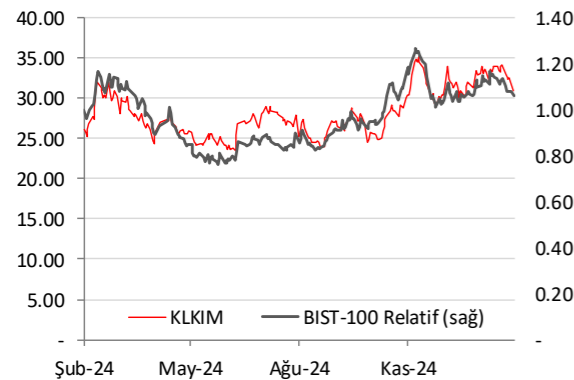
Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **Türkiye operasyonları etkileyici bir büyüme ve marj iyileştirmesi kaydedecek...** 2024 yılında Logo Türkiye'nin fiyat optimizasyonları, müşteri kazanımları ve ertelenmiş gelirlerin desteğiyle, yönetimin iddialı bulduğumuz %34'lük büyüme öngörüsünün hafif altında, %30 reel büyümesini bekliyoruz. Kontör gelirleri ile kontör kullanımı arasındaki fark, 4Ç23 bilanço incelememizde belirttiğimiz gibi ertelenmiş gelirleri azaltmaya ve IFRS gelirlerini desteklemeye başladı. Ertelemiş gelirlerdeki düşüştü kaynaklanan cTRY300mn'lik olumlu etki, 2024T FAVÖK tahminimizin yaklaşık %20'sine tekabül etmektedir. Ertelemiş gelirlerin IFRS gelirleri ve FAVÖK üzerindeki olumlu etkisinin nakit yaratıcı olmaktan ziyade bir muhasebe etkisi olmasına rağmen, FD/FAVÖK çarpanını düşürerek piyasaların dikkatini çekiyor.
- **Yönetimin operasyonel verimliliği artırmaya yönelik disiplinli çabaları genişleyen marjlarda açıkça görülüyor...** Geçtiğimiz yıl konsolide FAVÖK marjının 2023'te %24,4 ile dip yaptığını ve maliyet baskılarının yumuşamasıyla ilgili beklentilerimiz sebebiyle hafif bir toparlanma öngördüğümüzü belirtmiştik. Logo, operasyonel karlılık marjında beklentilerimizin ötesinde V şeklinde bir toparlanma kaydediyor gibi görünüyor. Yönetim, operasyonel verimliliği artırmak için organizasyon yapısındaki değişikliği 3Ç24'ün sonlarında duyurdu. Değişikliğin 2025'te marjları olumlu etkilemesini bekliyoruz. Ancak, 2024 FAVÖK marjı ertelenmiş gelir etkisinde yüksek bir baz oluşturuyor. Bu nedenle, FAVÖK marjını 2025T'de 110 baz puan yıllık bazda %35,7'ye düşürdük.
- **Total Soft hisselerinin %65'i satılıyor...** Romanya'daki iştirakinin %20 hissedarı olan Avramos Holding, Logo'ya 2027 sonuna kadar toplam 15,1 milyon EUR ödeme yaparak Total Soft'taki hissesini iki aşamada, 2025'te %20'den %30'a ve 2027 sonunda %30'dan %85'e çıkaracak. Aynı anlaşma kapsamında Logo, Total Soft'ta 9 milyon EUR sermaye artışı yaptı ve Avramos'un %20 hissesine ilişkin Logo'nun bilançosunda yükümlülük olarak sınıflandırılan 10,5 milyon EUR satış opsiyonunu iptal edilecek. Logo, 2016 yılında Total Soft hisselerinin %100'ünü 30 milyon EUR FD ve 7,0x FD/FAVÖK üzerinden satın aldı. Total Soft son 2 yılda konsolide FAVÖK'ün yaklaşık %15-20'sini oluşturdu ve bizim terminal yıl projeksiyonlarımızda konsolide FAVÖK'ün yaklaşık %20'sini yaratıyordu. Romanya operasyonunun borcunun tasfiyesiyle net nakitte cTRY350mn artış öngördük, bu çoğunlukla Romanya'ya sermaye ekleyerek dengelendi. Ayrıca 470 milyon TL değerindeki satış opsiyonunu da tasfiye ettik. Ayrıca 15,1 milyon EUR nakit girişini ve Romanya operasyonlarının kalan %15'i için 4,1 milyon EUR tutarlarını bugüne iskonto ettik. Sonuç olarak, Total Soft paylarının satışı ile ilgili İNA kaynaklı değerimizden yaklaşık 1,2 milyar TL çıkardık. Ancak, Romanya operasyonları proje bazlıydı ve yatırımcıların genellikle iskonto etmeyi tercih ettiği farklı çeyrekler arasında kazanç oynaklığı yüksekti. Bu nedenle, piyasaların Romanya katkısındaki düşüş ile elde edilen kazanç kalitesindeki artışı ve istikrarı beğeneceğine inanıyoruz.
- **Hisse geri alımı devam ediyor...** Yönetim daha önce satın aldığı payların iptalini gerçekleştirdi, bu da %5,26 daha yüksek HBK sağlayacak.

Kalekim

Bloomberg Kodu	KLKIM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	46.00			
Güncel Fiyat, TL	30.90			
Getiri Potansiyeli	49%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	14,214			
Firma Değeri, mn TL	13,340			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,668	7,413	9,921	12,405
FAVÖK, mn TL	1,016	1,742	2,381	2,853
Net Kâr, mn TL	430	957	1,249	1,764
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-636	-1,242	-2,212	-3,550
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-0.7	-0.9	-1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.8%	23.5%	24.0%	23.0%
Net Marj	9.2%	12.9%	12.6%	14.2%
Temettü Verimi	1.3%	0.5%	1.7%	2.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	117.8%	58.8%	33.8%	25.0%
FAVÖK, y/y	125.0%	71.5%	36.7%	19.8%
Net Kâr, y/y	-15.1%	122.3%	30.6%	41.2%
Değerleme Verisi				
F/K	19.9	14.9	11.4	8.1
FD/FAVÖK	7.9	7.5	5.1	3.8
FD/Ciro	1.7	1.8	1.2	0.9
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1H	1A	3A	12A
BİST-100 Relatif	-5.8%	-6.0%	7.3%	18.4%
AOİH, mn TL	-3.6%	-3.1%	-2.5%	4.9%
	74	104	143	92



Piyasa verileri 3 Şubat 2025 tarihlidir.

Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre düzenlenmiştir.

- **Irak yatırımı 1Y25'te faaliyete geçecek:** Şirket, Duhok, Irak'ta 27 bin metrekarelik bir arazi üzerinde yeni bir üretim tesisi için 10 milyon USD tutarında yatırım harcaması planladığını açıkladı. Tesisin 2025 yılı başında devreye alınması planlanıyor ve 100 ttpa kuru harç (mevcut kuru harç kapasitesinin %9'u) ve 5 ttpa boya (mevcut boya ve sıva kapasitesinin %10'u) üretim kapasitesine sahip olacak. Irak, seramik uygulamalarına olan yüksek talebi ile Kalekim için önemli bir pazar konumunda. Halihazırda satışların yaklaşık %25'ini gerçekleştiren ülke, şirketin uzun vadeli büyümesi için olumlu duruyor.
- **Şirket, Suriye'nin yeniden inşasından faydalanmak için iyi pozisyonlanmış durumda:** Şirket, yapı malzemeleri ürünlerini Mardin, Mersin ve Irak'taki tesislerinden Suriye'ye ihraç edebilecek. Suriye'de yapı malzemelerine yönelik potansiyel talebin orta ve uzun vadede Kalekim'in gelir yaratımını destekleyeceğini düşünüyoruz.
- **Yozgat GES faaliyete geçti, operasyonel performansı iyileştirecek:** Kalekim, Yozgat'taki 6,3 milyon USD değerindeki 7,19 MWp gücündeki güneş enerjisi santralini (GES) tamamen devreye aldı. Üretilen enerjinin yaklaşık %50'si dahili olarak kullanılacak, kalan %50'si ise satılarak gelire katkıda bulunacak. GES'in ayrıca FAVÖK marjını yıllık bazda yaklaşık 100 baz puan artırması öngörülmektedir.
- **Finansal beklentilerimiz:** 2024 yılı için %59 ciro büyümesi ve %23,5 FAVÖK marjı bekliyoruz. 2025 yılı için, fiyatlama gücü ve hacim büyümesinin devam etmesiyle %33,8 ciro artışı ve %24 FAVÖK marjı bekliyoruz. Şirket net nakit pozisyonunu büyütme devam edecektir.
- **«Endeks Üzerinde Getiri» tavsiyemizi koruyoruz:** (i) Cazip değerlendirme, (ii) etkin fiyatlama gücü, (iii) stabil operasyonel verimlilik ve nakit yaratma kabiliyetine dayanarak tavsiyemizi «Endeks Üzerinde Getiri» olarak koruyoruz.

İletişim Bilgileri

Araştırma Ekibimiz

Hakan Aygün	Bankalar, Strateji	hakan.aygun@akyatirim.com.tr +90 212 334 9465
Mustafa Küçükmeral, CFA	Gıda ve İçecek, Perakende	mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr +90 212 334 9460
Ezgi Yılmaz	Rafineri, Petrokimya, Holdingler, Tarım	ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9467
Aytunç Uz	Havacılık, Otomotiv, Sağlık Hizmetleri, İlaç	aytunc.uz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9521
Ömer Faruk Yüksel	Demir & Çelik, Yapı Malzemeleri, Beyaz Eşya, GYO	omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr +90 212 334 9531
Yusuf Karagöz	Savunma, Bilgi Teknolojileri, Telekomünikasyon	yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr +90 212 334 8816
Doğu Kurnaz	Enerji	dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9509
Serbey Celep	Sigorta	serbey.celep@akyatirim.com.tr +90 212 334 8824
Uraz Çay	Stratejist (Uluslararası Piyasalar)	uraz.cay@akyatirim.com.tr +90 212 334 9461
Göksel Şişmanlar	Veritabanı, Teknik Analiz	goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr +90 212 334 9466

YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporun tarafınızla paylaşılması, bu rapora herhangi bir platformdan erişim sağlamanız veya raporu herhangi farklı bir yol ile edinmeniz, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") ile aranızda bir yatırım danışmanlığı sözleşmesi kurulduğu veya böyle bir ilişkinin kurulması için tarafınıza teklif yapıldığı anlamına katiyen gelmeyecektir. Raporda yer alan hiçbir ifade veya değerlendirme hukuki, vergisel veya finansal danışmanlık niteliğinde değildir ve bu niteliği sahip olacak şekilde yorumlanamaz.

RAPORDA YER ALAN DEĞERLENDİRMELER

Bu rapor, Ak Yatırım tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Elde edilen bilgi ve verilerin doğruluğu ayrıca teyit edilmemiştir. Burada yer alan yorum, tavsiye, öngörü ve tahminler raporu hazırlayan uzmanların kişisel görüşlerini yansıtmaktadır. Zaman içerisinde bu raporda yer alan tüm veri ve yorumlar değişebilir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri ve profesyonel destek almaları önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk tamamen kendilerine aittir. Yatırım araçları birçok farklı risk barındırmaktadır. Yatırım kararı vermeden önce her bir yatırım aracı bazında riskleri anladığınızdan emin olmalısınız.

Raporda yer alan analizler için üç farklı değerlendirme türü bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla aşağıdaki şekildedir:

1. Endeks Üzerinde Getiri: Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası'na dayalı olarak oluşturulan BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranından daha yüksek bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.
2. Nötr: BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranı ile paralel bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.
3. Endeks Altında Getiri: BIST100 Endeksi'nin yükseliş oranından daha düşük bir getiri oranı beklentisi anlamına gelmektedir.

SORUMLULUK REDDİ

Raporun hazırlanmasında kullanılan yöntemler veya sunulan görüşler hiçbir yatırımcının veya müşterinin ihtiyaçlarına yönelik değildir. Ayrıca, Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının ve de bunların hiçbir çalışanın veya danışmanının, herhangi bir şekilde bu raporda yer verilen bilgiler, öngörüler ve tahminler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili sorumluluğu bulunmamaktadır. Ak Yatırım tarafından kurum içinde farklı departmanlarda istihdam edilen kişilerin veya Ak Yatırım ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Her halükârda Ak Yatırım, bu bilgilerin departmanları, iştirakleri ve ortakları arasında akışının engellenmesine yönelik gerekli tüm tedbirleri almaktadır. Bilgilere ve verilere erişim, söz konusu bilgi ve verilerin değerlendirilmesi ve diğer makul nedenlerden ötürü Ak Yatırım, Ak Yatırım ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak iş, hizmet sözleşmesi kapsamında ilişkide bulunan kurum ve kişiler, Ak Yatırım ile aralarında herhangi bir iş veya hizmet sözleşmesi bulunmaksızın iş birliği ilişkisi bulunan kurum ve kişiler ile raporun hazırlanmasına katkıda bulunan, bilgi ve veri sağlayan kurum ve kişiler ile Ak Yatırım müşterileri arasında önlenmesi mümkün olmayan çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte durum ve ilişkiler ortaya çıkabilir.

Ak Yatırım rapor kapsamında hakkında tahmin ve değerlendirmelere yer verdiği sermaye piyasası ve diğer yatırım araçlarının ihraççıları, bu ihraççıların iştirakleri, bağlı ortaklıkları ve ilişkili diğer taraflarıyla iş ilişkisine girebilir, iş ilişkisi teklifinde bulunabilir. Raporda yer alan işlem ve tahminler ile Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının, iştiraklerinin, sayılan kurumların yöneticilerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin doğrudan veya dolaylı olarak aynı veya farklı doğrultuda pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir.

Raporu hazırlayan veya raporda adı yer alan Ak Yatırım çalışanları, raporda yer alan analiz ve tahminlere ilişkin Ak Yatırım tarafından belirlenen kısıtlamalar kapsamında hareket ederler. Çıkar çatışması durumlarında ise Ak Yatırım internet sitesinde (www.akyatirim.com.tr) yer alan Çıkar Çatışması Politikası'na uygun olarak hareket edeceklerdir.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Ak Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gönderilemez ve gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Raporda yer alan her türlü unsura dair haklar münhasıran Ak Yatırım'a aittir. Ak Yatırım, raporların internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu raporun tarafınızla paylaşılmasını istemiyorsanız Ak Yatırım ile iletişime geçebilirsiniz.