

# **STRATEJİ RAPORU ve MODEL PORTFÖY ÖNERİLERİ**

**Anadolu Yatırım Araştırma**

**Aralık 2024**

## **2025 Yılında Neler Bekliyoruz? 3**

Küresel Piyasalar 3

Türkiye Ekonomisi 4

## **2024 Özet Görünümü 5**

Küresel Piyasalar 5

Türkiye Ekonomisi 6

## **Küresel Ekonomik Görünüm 7**

Majör Merkez Bankaları Politikaları 7

ABD Ekonomisi 8

Fed Politikaları 9

Dolar Endeksi (DXY) 10

Emtia Piyasaları 11

Avrupa'da Ekonomik Görünüm 12

Asya Ekonomileri 13

## **Türkiye Ekonomisi 14**

Makroekonomik Beklentilerimiz 21

## **Model Portföy 22**

Strateji 23

## **Model Portföy Önerileri 26**

AGHOL 27

AKBNK 28

BIMAS 29

CCOLA 30

CIMSA 31

EKGYO 32

EREGL 33

FROTO 34

GARAN 35

TCELL 36

THYAO 37

## 2025 Yılında Neler Bekliyoruz?

### Küresel Piyasalar

-Küresel piyasalarda 2025 yılı, politik ve ekonomik anlamda yoğun bir yıl olacak. 20 Ocak'ta koltuğu yeniden devralacak olan Donald J. Trump'ın sıklıkla sözünü ettiği politikalar arasında korumacı gümrük tarifeleri ve gelir vergisi kesintileri bulunuyor. ABD'de bu politikalar enflasyonist bir ortama sebep olabilir, bunun sonucunda Fed 2025 yılında faiz indirimlerinde acele etmeyebilir. Eylül toplantısı ile güncellenen son FOMC projeksiyonlarında, 2025 sonuna kadar politika faizinin %3,25-3,50 aralığına kadar indirileceği öngörülüyordu. Yılın son toplantısında da 25 baz puan indirim yapılacağı varsayıldığında bu oran 2025 yılında 100 baz puan daha indirim yapılacağı anlamına geliyor. Ancak Trump politikalarının da etkileri göz önünde bulundurulduğunda, 2025 yılında toplamda 75 baz puan indirim yapılabileceğini öngörüyoruz.

-Fed Başkanı Jerome Powell, görev süresinin sonu olan 2026 yılı Haziran ayına kadar Fed başkanlığını yürütecek. 2025 yılında Ocak, Mart, Mayıs, Haziran, Temmuz, Eylül, Kasım ve Aralık aylarında sekiz adet Fed toplantısı bulunuyor. ABD merkez bankası Fed'in faiz indirimi beklentileri ve Trump'ın genişlemeci politikalarının da etkisi ile ABD borsaları 2025 yılında pozitif yönlü seyrini sürdürebilir.

-Emtia piyasalarına baktığımızda, yılın son aylarına girerken ardı ardına rekor tazeleyen ONS altın, beklentiler azalmasına rağmen güçlü kalmaya devam ediyor. Özellikle jeopolitik riskler, majör merkez bankalarının faiz indirimleri ve altın alımları ile 2025 yılında altın fiyatlarında tepe noktası 3000 dolar etrafında gerçekleşebilir. Ancak hisse senedi piyasalarında ve dolardaki güçlü görünüm, ONS altının pozitif yönlü hareketlerini sınırlayabilir.

-2025 yılında Euro Bölgesi'nin ekonomik gündemi faiz indirimi sürecinin nasıl devam edeceği olacak. Gelecek yıl Ocak, Mart, Nisan, Haziran, Temmuz, Eylül, Ekim ve Aralık aylarında sekiz adet ECB toplantısı gerçekleştirilecek. ECB'nin bu toplantılarda ne kadar indirim yapacağını da en büyük belirleyicisi Trump'ın gümrük tarifeleri olabilir. Öte yandan Avrupa ekonomilerinde durgunluk riskleri ve ekonomik toparlanmanın zayıflık göstermesi de, ECB'nin faiz politikalarını etkileyebilir. Ekonomik sıkıntıların politikayı da vurduğu Almanya, 2025 yılının Şubat ayında genel seçime gitmeye hazırlanıyor.

-OECD, yayımladığı son raporda 2025 yılı küresel büyüme tahminini %3,3 olarak açıkladı. Raporda büyüme tahmininin düşürülmesinde jeopolitik ve ticari gerilimler gibi tehditlerin devam ettiği ve söz konusu risklerin yatırımlara zarar verebileceği öngörülmektedir. Halihazırda deflasyon tehdidi ile karşı karşıya olan Çin ekonomik büyümesinin bir de Trump tarifeleri engeli karşılaşması, küresel büyümeyi de negatif yönde etkileyecektir.

## 2025 Yılında Neler Bekliyoruz?

### Türkiye Ekonomisi

-2025 yılında Türkiye ekonomisinde dezenflasyon sürecinin etkileri izlenmeye devam edilecek. Enflasyon oranının %50'nin altına gerilemesi ile reel faizin pozitif tarafa geçtiği bir süreçte, TCMB'nin 2025 yılında faiz indirimlerine başlaması bekleniyor. Ancak bu süreçte Merkez Bankasının hızlı davranması dezenflasyon sürecini tersine çevirebileceği gibi, yavaş davranılması sonucunda ise ekonomik durgunluk riskini tetikleyebilir. Dezenflasyon sürecinde para politikası kadar, kamu maliyesi de kritik bir etken. 2025-2027 yıllarına dair bir yol haritası sunan Orta Vadeli Program'a (OVP) göre 2025 yıl sonu enflasyonu hedefi %17,5 seviyesinde. Öte yandan son enflasyon raporunda açıklanana göre TCMB'nin 2025 yıl sonu enflasyon tahmini %21'de bulunuyor. Özetle, 2025 yılında Türkiye ekonomisi için dezenflasyon sürecindeki kararlılık ve istikrarlı büyüme stratejileri belirleyici olacak. Jeopolitik ve politik gelişmelerin de süreç üzerinde etkileri olabileceğini hatırlatalım. TCMB'nin düzenlediği piyasa katılımcıları Kasım ayı anketinde 12 ay sonra ABD Doları/TL'nin ise 42,75 seviyesine ulaşması bekleniyor.

-Türkiye ekonomisinin 2025 yılında %3,3 oranında büyüyeceğini tahmin etmekteyiz. 2024 yılında uygulanan sıkı para politikalarının etkisiyle bir önceki yıla göre büyüme oranının yavaşlamasının ardından 2025'te faiz indirimi döngüsü ile kredi büyümesinin ve yatırımların teşvik edilerek ekonomik büyümeyi destekleyeceğini öngörüyoruz.

-2025 yılında sıkı para politikaları ve maliye tedbirlerinin etkisiyle yurt içi talepteki yavaşlama ve ekonomik faaliyetlerdeki soğumanın, dezenflasyon sürecini destekleyeceğini öngörmekteyiz. 2025 yıl sonunda TÜFE'nin yıllık bazda %26,6'ya gerilemesini bekliyoruz.

-Borsa İstanbul'da 2025'te yönü ekonomi politikalarında kararlılık belirleyecek. Faiz indirimleri, BIST'in pozitif yönlü hareketlerine destek verebilir. Ek olarak, sürecin doğru yönetilmesi ile küresel not artırımları, dolayısıyla yabancı para girişi borsaya olumlu etki edebilecek etkenler olabilir. 2025 yılında mevduat faizlerinde düşüşün başlaması ile BIST-100 endeksinin **14000** seviyesini hedefleyebileceğini tahmin etmekteyiz.



## 2024 Özet Görünümü

### Küresel Piyasalar

-Küresel majör merkez bankalarının son iki yıldır uyguladığı parasal sıkılaştırma politikaları, 2024 yılında etkilerini göstermeye başladı. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ile Haziran ayında başlayan faiz indirimi kararını, İngiltere Merkez Bankası (BoE) ve ABD Merkez Bankası (Fed) kararları takip etti. Euro Bölgesi'nde yılın ikinci yarısında yaşanan iyileşmeler ve enflasyonun ECB'nin hedefi olan %2'ye yaklaşması ile Haziran ayında faiz indirimi süreci başladı. ECB, yılın son toplantısı öncesinde toplamda 75 baz puan faiz indirimine gitti. BoE, Temmuz ve Kasım toplantılarında toplamda 50 baz puan faiz indirimine gitti. ABD Merkez Bankası (Fed) Eylül ve Kasım toplantılarında faiz oranını toplamda 75 baz puan düşürdü.

Bu dönemde ABD Başkanlık Seçimlerinin de yaklaşması, piyasalarda belirsizlik yaratarak risksiz varlıklara olan talebi artırdı. Bununla birlikte, yarı iletken çip üreticilerine olan talep, ABD pay piyasalarında teknoloji hisselerinin değer kazanmasına yol açtı. Asya'da, Japonya Merkez Bankası (BoJ), 17 yıl aradan sonra politika faizini negatif bölgeden sıfıra yakın pozitif bir seviyeye çekti. Çin ise ekonomik büyümeyi canlandırmayı ve konut piyasası çöküşünü durdurmayı amaçlayan bir dizi teşvik açıkladı. Teşvikler arasında faiz indirimleri ve emlak ile hisse senedi piyasalarına yönelik yardımlar yer aldı.

ABD seçimlerinin ardından yılın son çeyreğinde dolar endeksi (DXY) 107,00, ABD 10 yıllık tahvil getirileri %4,50 dirençlerine yöneldi. Yıl içinde 2790 doları test eden Ons Altın ise seçim sonrası düzleşme hareketinin etkisine girdi. 2024 yılında, küresel majör merkez bankalarının faiz indirimine başlamasına ilişkin beklentiler, Çin'deki talep yönlü baskılanmanın devam etmesi, Japonya'da sıkı para politikasına geçiş ve Ortadoğu'da yaşanan jeopolitik gerilimler ile yükselen ekonomik belirsizlik ortamı ana gündemi oluşturdu.

## 2024 Özet Görünümü

### Türkiye Ekonomisi

Hükümetin uyguladığı Ortodoks ekonomi politikaları ve dezenflasyon sürecine yönelik atılan adımların etkisi ile Türkiye gri listeden çıktı ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından not görünümü iyileştirildi. Ortodoks politikalara dönüş sonrası, yabancı finans kuruluşlarının Türkiye'ye yönelik raporlarının artması ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin not görünümünü olumlu yönde revize etmesi dikkat çekti. Fitch, Türkiye'nin kredi notunu iki kademe yükselterek BB- seviyesine çıkarırken, not görünümünü "durağan" olarak korudu. S&P Global ise Türkiye'nin kredi notunu B+'dan BB-'ye yükseltip, not görünümünü durağana çevirdi.

-2024 yılı Mart ayında, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) faiz oranını %50'ye çıkardı ve son sekiz toplantıda sabit tuttu. Ancak, enflasyon görünümündeki iyileşmenin beklentilerin gerisinde kalması nedeniyle, yıl sonu enflasyon beklentisini %38'den %44'e, 2025 yıl sonu içinse %14'den %21'e revize edildi. TCMB'nin son enflasyon raporunda, enflasyondaki düşüş sürecinin yaklaşık 3 aylık bir gecikmeyle gerçekleşebileceği vurgulandı.

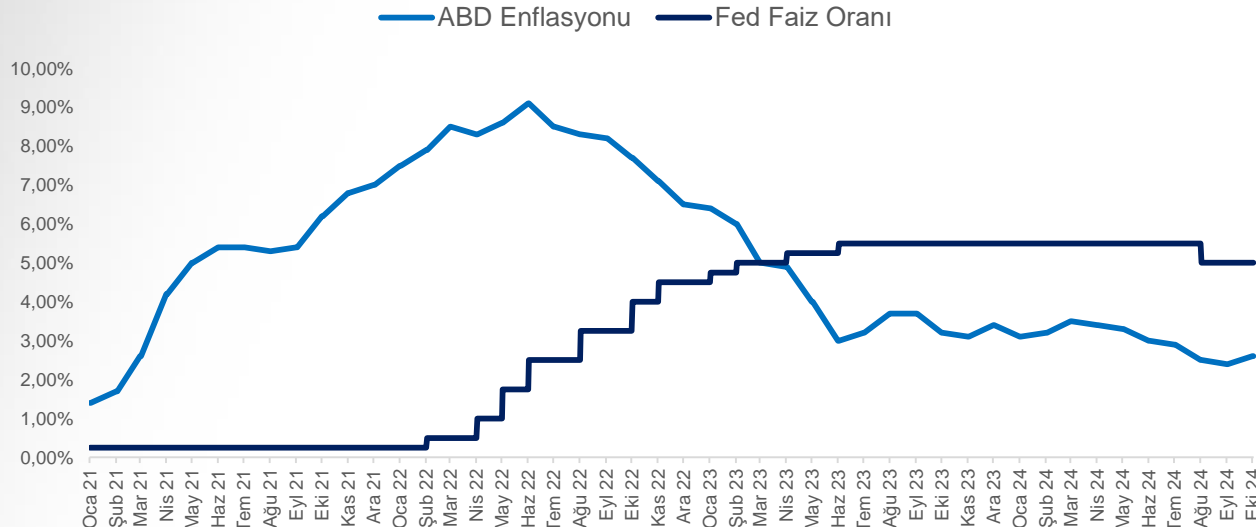
-2024 yılına 284'ten başlayan Türkiye'nin risk primi CDS (5 yıllık), yıl içinde en düşük 252'lere kadar iyileşme kaydetti. 2024 yılı Kasım ayı itibariyle not artırımları ve gri listeden çıkışın katkıları ile yurtdışı yerleşikler tarafından 16.367,96mn USD DİBS, 354,54mn USD ÖST net alımı gerçekleştirildi. Hisse senetleri tarafında ise yılbaşından bu yana 2,6mlr USD satış tarafında yer aldılar. 2024 yılbaşından bu yana yurt dışı yerleşikler tarafından toplam portföyde ise 14,1mlr USD alış kaydedilmiş oldu. 2024 yılının ilk 9 ayında, Türkiye'ye doğrudan gelen uluslararası yatırım ise yaklaşık 7,7mlr USD olarak gerçekleşti.

-BİST 100 endeksi 2024 yılına 7542 puandan başladıktan sonra, Temmuz'da 11252 puanın görülmesi ile düşüş trendinin etkisine girdi. Yüksek faiz getirisi, enflasyon muhasebesi uygulamasının şirket karlarını baskılaması ve yabancıların hisse piyasasında satış tarafında yer alması endeksin düşüş trendine girmesinde etkili oldu. 2024 yılında Türkiye 10 yıllık tahvil faizleri %31,25'e yükselirken; 2 yıllık getiriler %48,16'yı test etti. Türkiye 10 yıllık ve 2 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark -19 puan ile son beş yılın en düşük seviyesine düşerek, rekor seviyeye ulaştı.

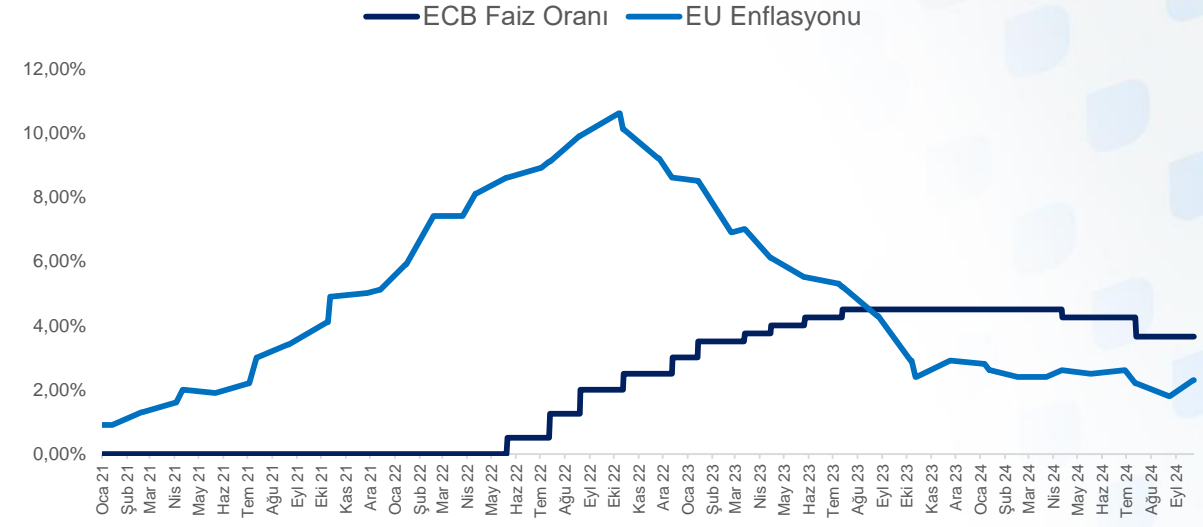
## KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

### Majör Merkez Bankaları politikaları

Küresel çapta ekonomi 2024 yılının ilk yarısı, ABD'nin geçmiş dönemlere göre güçlü performansı ve Çin ekonomisinin toparlanma emareleri göstermesi ile ılımlı seyretti. Ancak pandemi sürecinin ardından yükselen enflasyonu yavaşlatma amacıyla korunan sıkı para politikaları, küresel ekonomik büyümeyi sınırladı. Yılın ikinci yarısı sanayi sektöründeki yavaşlama ile birlikte Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) 25 baz puanlık faiz indirimi ile başladı. Politika faizinde indirmeye giden bir diğer ekonomi de Ağustos ayındaki 25 baz puan ile İngiltere Merkez Bankası (BoE) oldu. Görece daha temkinli ilerleyen Fed yetkilileri gevşeme döngüsünü Eylül ayında 50 baz puanlık bir indirim ile başlattı. Batılı ekonomiler, aşağı yönlü risklere rağmen yumuşak iniş beklentilerini koruyor. Asya piyasaları ise görece daha çalkantılı bir görünüm çizmektedir. Deflasyonist risklerle karşı karşıya olan Çin'de de Çin Merkez Bankası (PBoC) ekonominin canlanması amacıyla faiz oranlarını düşürdü. Ancak şimdiye kadar atılan teşvik adımları piyasalarda toparlanma için yeterli görülmedi. Japonya'da ise Mart ayının ardından Temmuz ayında da gelen faiz artırımını, carry trade piyasasını bozdu. Asya piyasalarında toparlanma emareleri görülmesi açısından yetkililerin daha dikkatli ve stratejik adımlar atmaya devam etmesi gerekiyor.



Kaynak: Federal Reserve, ADY Araştırma



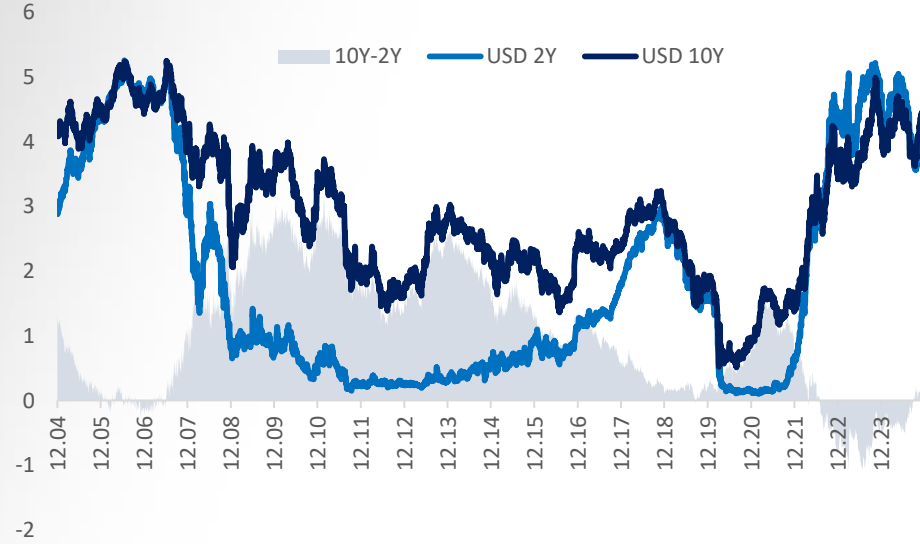
Kaynak: ECB, ADY Araştırma

# KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

## ABD Ekonomisi

2024 yılında ABD ekonomisinde yüksek faiz oranları ile resesyona endişelerinin artmasına rağmen «yumuşak iniş» beklentileri korunuyor. Ancak Temmuz ayında beklentilerin oldukça altında açıklanan tarım dışı istihdam verisi, resesyona endişelerinde ani bir yükselişe sebep olurken, veriyi takip eden büyüme ve istihdam verileri, yerini pozitif ancak temkinli bir görünüme bıraktı. Ağustos ayında Jackson Hole sempozyumunda Powell'ın indirim mesajı vermesi de Fed'in ana eğiliminin enflasyondan işgücü piyasasına kaydığına işaret etti. Eylül ayında yapılan 50 baz puanlık faiz indiriminin ardından Fed yetkilileri, bahse konu "Jumbo" indirim kararına destek verirken, gelecekte daha temkinli ve kademeli bir yol izlenmesi gerektiğini düşünüyorlar. Bununla birlikte, ABD Seçimlerinin kazananı Trump, yüksek gümrük tarifeleri ile enflasyonist baskıları arttırarak, faiz indirimlerini yavaşlatabilir.

### ABD 10 yıllık – 2 yıllık Tahvil Getirileri



**Kaynak:** Matriks, ADY Araştırma

### S&P 500- Dow Jones- Nasdaq



**Kaynak:** TradingView

ABD Borsaları 2024 yılının başından beri yukarı yönlü hareketine devam ediyor. 2024 yılında ABD borsalarının gözdesi yapay zeka şirketleri ve "Muhteşem Yedili" hisseleri oldu. Özellikle Nvidia, yükselişlerin etkisi ile Apple ve Microsoft'u da geçerek dünyanın en değerli şirketi olmuştur. Japonya faiz artırımının carry trade piyasasında yarattığı şok etkisi, ABD borsalarında yankılanmış olsa da, ABD ekonomisinden beklenen yumuşak inişin etkisiyle borsalarda boğa piyasası etkili olmaya devam edebilir. S&P 500 endeksinin yıl sonu rallisi ile 6.750-7.000 seviyesinde kapatmasını beklemekteyiz. Seçimlerin kazananı Trump, piyasacı bir tavır takınması ile öne çıkıyor; ayrıca gelir vergilerini de düşüreceğini sık sık dile getiren Donald Trump'ın döneminde ABD borsalarında yükseliş öngörüyoruz.



# KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

## Fed Politikaları

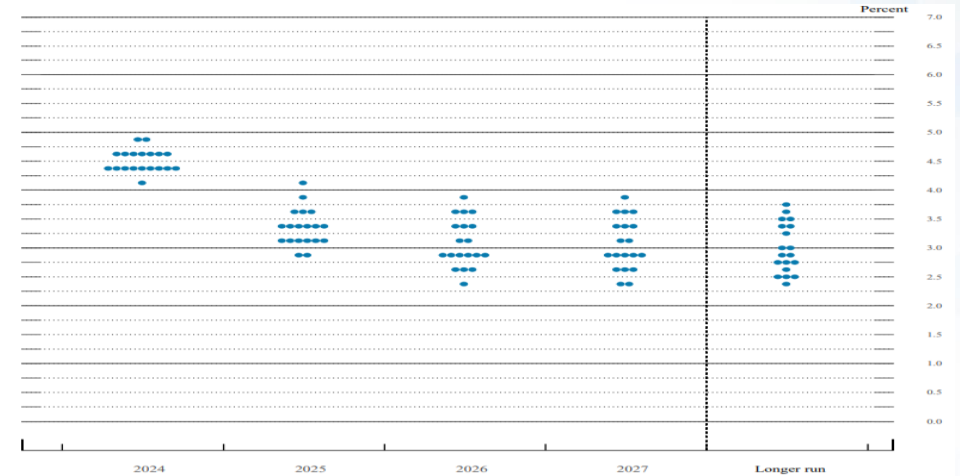
Fed'in 18 Eylül 2024 toplantısının ardından yayımladığı Ekonomik Projeksiyon Raporu'nda 2024 yılı büyüme tahmini %2,1'den %2,0'a revize edilirken, işsizlik oranı %4,0'dan %4,4'e çıkarıldı. Çekirdek PCE için 2024 beklentisi ise %2,6'dan %2,8'e revize edildi. Dot Plot'ta 2024 yılı medyan faiz beklentisi ise %5,1'den %4,4 seviyesine revize edilirken, 2025 yılı faiz beklentisi %4,1'den %3,4'e düşürüldü. 2026 için faiz beklentisi %3,1'den %2,9'a revize edilirken, 2027 için faiz beklentisi %2,9 oldu. Fed Başkanı Powell, ekonomi beklendiği gibi gelişirse, para politikasının daha nötr bir duruşa geçeceğini ancak önceden belirlenmiş bir yolda olmadıklarını ifade etti. Ayrıca ekonominin genel olarak sağlam durumda olduğunu ve bunu korumak için politika araçlarını kullanma niyetinde olduklarını söyledi. Fed, Eylül ayının ardından Kasım ayında da 25 baz puan ile bir indirim daha gitti. Aralık ayındaki toplantıda 25 baz puan ile bir indirim daha bekleniyor. Ancak büyüme ve istihdam piyasasından gelecek veriler Amerikan ekonomisinin geleceği açısından hala kritik bir önem taşıyor. Son verilere göre, ekimde TÜFE aylık %0,2 artışla yıllık bazda %2,6'ya yükseldi. Donald Trump'ın politikalarının enflasyonist etkilerine karşılık Fed'in söz konusu politikalara nasıl tepki vereceği ABD ekonomisinin 2025 yılı konusu olacak.

## Fed Üyelerinin Ekonomik Projeksiyonları

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
	Change in real GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1		1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5		1.6-2.5
Unemployment rate	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3		3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3		3.5-4.5
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1		2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
June projection	2.8	2.3	2.0			2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1			2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6		2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9		2.4-3.8

Kaynak: FOMC

## FOMC katılımcılarının Para Politikalarına İlişkin değerlendirmeleri



Kaynak: FOMC

## KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

### Dolar Endeksi (DXY)

Eylül ayındaki faiz indiriminin ardından 100,15 seviyesine kadar geri çekilen dolar endeksi (DXY) kesinleşen Trump zaferinin ardından hızla yükselişe geçti. Trump'ın politikalarının enflasyonist etkileri sonucunda Fed'in daha az faiz indirimi yapacağı beklentisi ve ABD varlıklarına talebin artması ile DXY, son 2 yılın zirvesi 108 seviyesini test etti. Ancak Aralık ayında Fed'den 25 baz puanlık indirim beklentisi sayesinde, dolar endeksi 106,0 seviyelerinde işlem görüyor.

Ek olarak Avrupa Birliği'nde yavaşlayan reel ekonomi ve hedef seviyelere yaklaşan enflasyon ECB'yi daha fazla faiz indirimine gitmesi açısından teşvik ediyor. EUR/USD 2024 yılında 1,1214 zirvesini test ettikten sonra, faiz patikaları ve siyasi gelişmelerin ardından 1,0333'e kadar geri çekildi. İki merkez bankasının faiz politikalarında ayrışması, EUR/USD kurunu da aşağı yönlü etkileyebilir. Bu etkinin sonucunda EUR/USD'nin 2025 yılında 1 seviyesinde eşitlenme ihtimali bulunuyor.

Söz konusu dinamikler ışığında, 2025 yılında dolar endeksinin (DXY) güçlü kalacağını tahmin etmekteyiz. 2023 yılı zirvesi 107,35, 2024 zirvesi 108,071 bulunan DXY'de, 107-108 bandını önemsiyor ve bölgenin geçilmesi halinde, 2025 yılında yukarı yönlü hareketin 112-115 bandına kadar sürmesini bekliyoruz. DXY'de 2022 zirvesi ise 114,77'de bulunmaktadır. Olası geri çekilmelerde ise orta vadeli destekler, 105,00, 103,50 (200 haftalık AO) ve 100,157'de (2024 En düşük seviye) bulunmaktadır. Mevcut göstergeler, DXY'nin 2025'e güçlü bir yükseliş momentumuna aday olduğuna işaret etmektedir.

DXY – 2 Yıllık Grafik



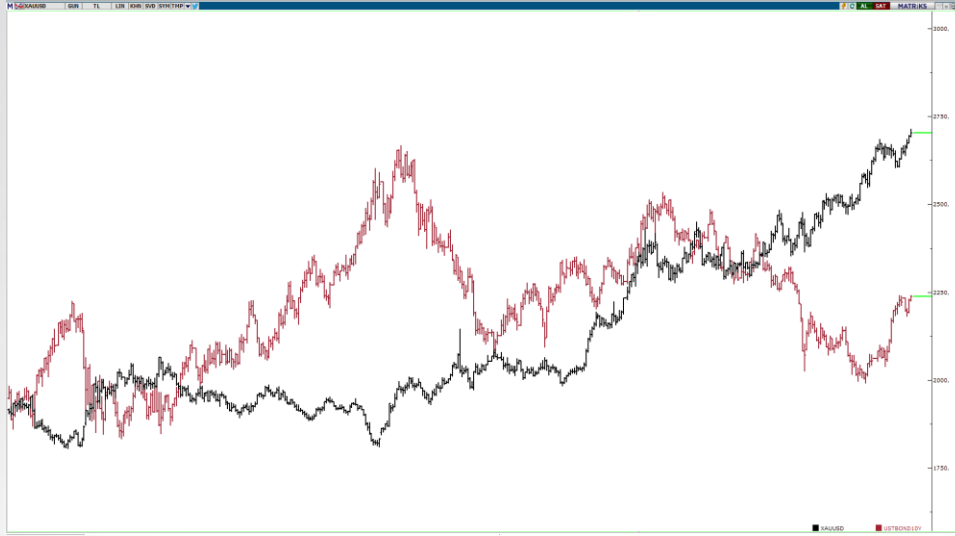
Kaynak: Matriks

# KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

## Emtia Piyasaları

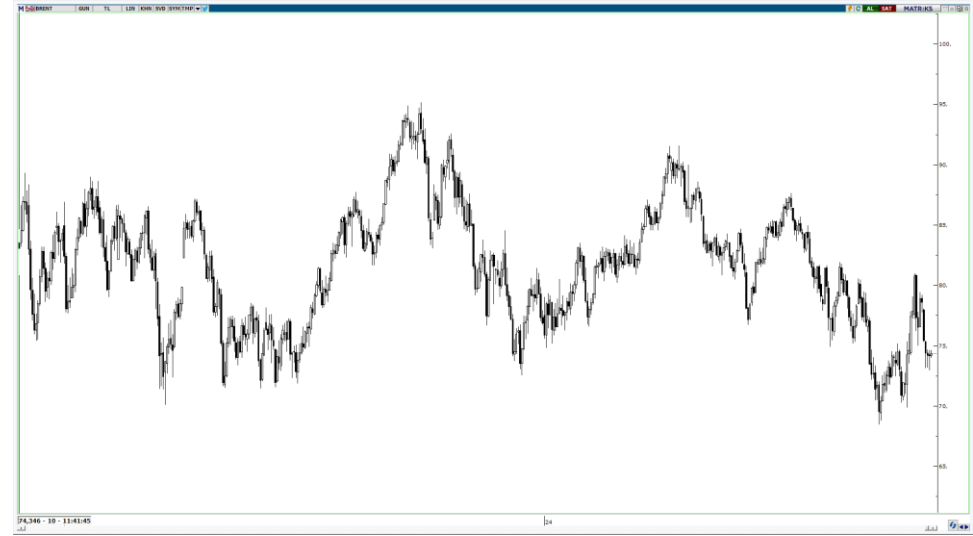
Tarihi zirvesini 2790 dolara taşıyan ONS altın, ABD seçimlerinin ardından gerileme eğilimi gösterdi. Ancak faiz indirimleri ONS altında yukarı yönlü ivmeyi hızlandırmaktadır. Öte yandan Çin Merkez Bankası Mayıs ayına kadar 18 ay üst üste altın alımı yapmıştı, ancak fiyatların yükselmesi ile alımlarına ara verdi. Çin ekonomisinde toparlanma ile PBOC'nin alımlara devam etmesi ve bunun sonucunda yukarı yönde hareketin devamı beklenebilir. Değerli madende 2025 yılında jeopolitik riskler, majör merkez bankalarının faiz indirimleri ve altın alımlarının etkisi ile tepe noktasının 3000 dolar etrafında gerçekleşebileceğini tahmin etmekteyiz.

### Ons Altın – 10 Yıllık Tahvil Getirileri



Kaynak: Matriks

### Brent Petrol

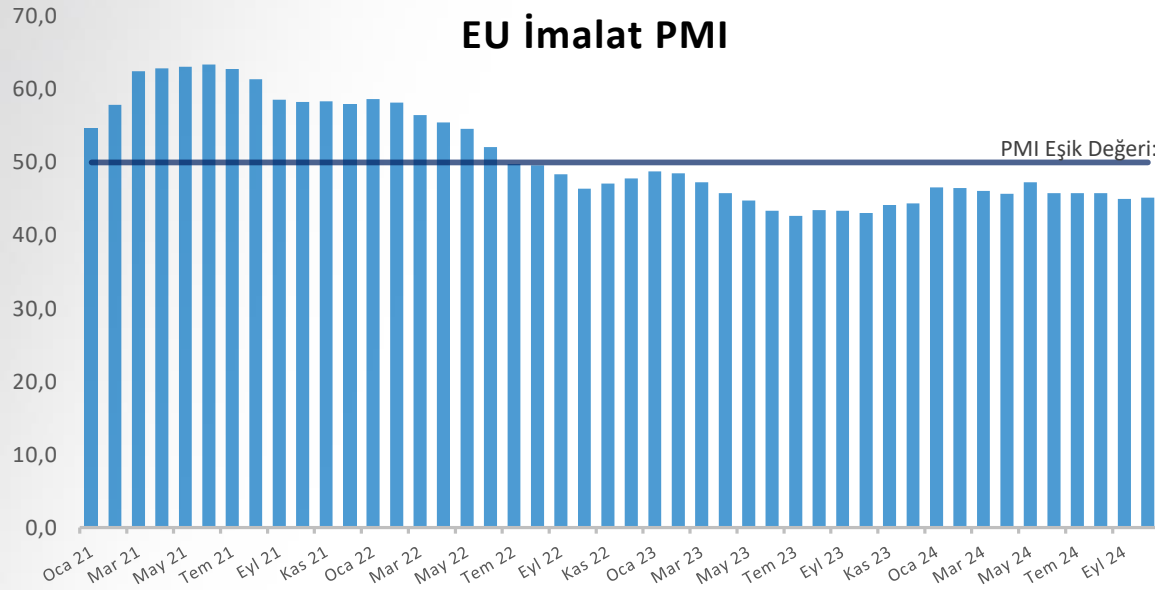


Kaynak: Matriks

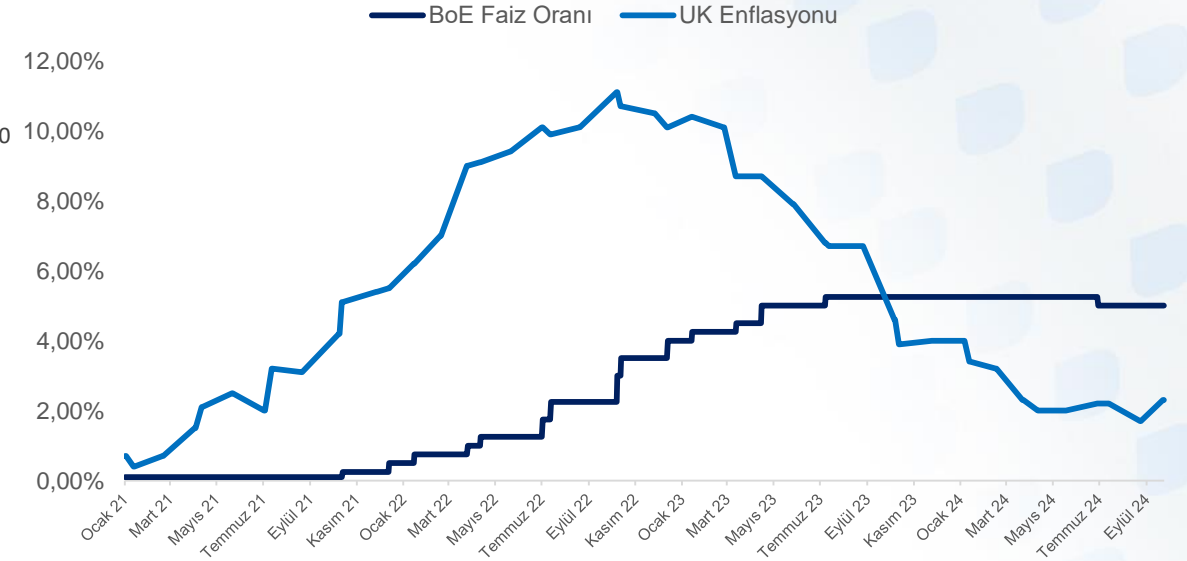
Brent petrol fiyatlamasında 2024 yılında jeopolitik gerginlikler ve arz kısıtlamaları etkili oldu. Yılın ilk yarısında 90 dolar seviyesine kadar yükselen Brent petrol, yılın ikinci yarısında geri çekilmelerin etkisi ile 68 doları test etti. Ortadoğu'daki gerilim fiyatlardan belirleyici olmaya devam ederken, hem OPEC hem de Uluslararası Enerji Ajansı enerji görünümü raporları Çin'den gelen zayıf talebe vurgu yapıyor. Özetle, Çin'de talep yönlü risklerin devam etmesine ek olarak Ortadoğu'da jeopolitik gerginliklerin azalması petrol fiyatlamasında aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Ancak Çin tarafında toparlanma emareleri ve arz kısıtlarının devamı, petrol fiyatlarını destekleyebilir.

## Avrupa'da Ekonomik Görünüm

Euro Bölgesi'nde yılın ilk yarısında olumsuz bir görünüm sunan imalat PMI verileri ve enflasyonun ana eğiliminin de yavaşlaması ile Haziran ayında faiz indirimi 25 baz puan ile başladı. Eylül ayında da faiz indirimi ile birlikte borçlanma maliyetlerindeki teknik ayarlamalar, bölgede toparlanma beklentilerini arttırdı. Özellikle Euro Bölgesinin en büyük ekonomisi Almanya'da iktisadi faaliyetlerde zayıflama devam etse de, ECB'nin atacağı potansiyel adımlar bölgenin geleceği için olumlu bir tablo çiziyor.



**Kaynak:** S&P Global, ADY Araştırma



**Kaynak:** ons.gov.uk, ADY Araştırma

Nitekim ECB başkanı Christine Lagarde, yaptığı açıklamalarda enflasyonla mücadelede çok yol kat ettiklerini ve %2 hedefine ulaşmakta kararlı olduklarını yineledi. Hizmet enflasyonunun katılığı ve zayıf PMI verileri aşağı yönlü riskleri oluşturmaktadır. Öte yandan İngiltere Merkez Bankası da (BoE) Ağustos ayında faiz indirimi sürecinde ilk adımı 25 baz puan ile attı. Ardından BoE başkanı Bailey, enflasyon konusunda daha iyi haberler gelmesi halinde BoE'nin faiz oranlarını düşürmek için daha hızlı hareket edebileceğini vurguladı. BoE, Kasım ayında 25 baz puan ile bir faiz indirimine daha gitti. İngiltere'de manşet TÜFE eylül ayında %2 hedefinin altına gerileyerek %1,7 artış gösterdi. Bu da Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine devam etmesini destekleyebilir niteliktedir. Ancak; Donald Trump'ın korumacı politikaları, Avrupa kıtası ekonomileri için risk oluşturuyor. ECB'nin faiz indirimi hızında, Trump tarifelerinin etkileri belirleyici olacaktır.

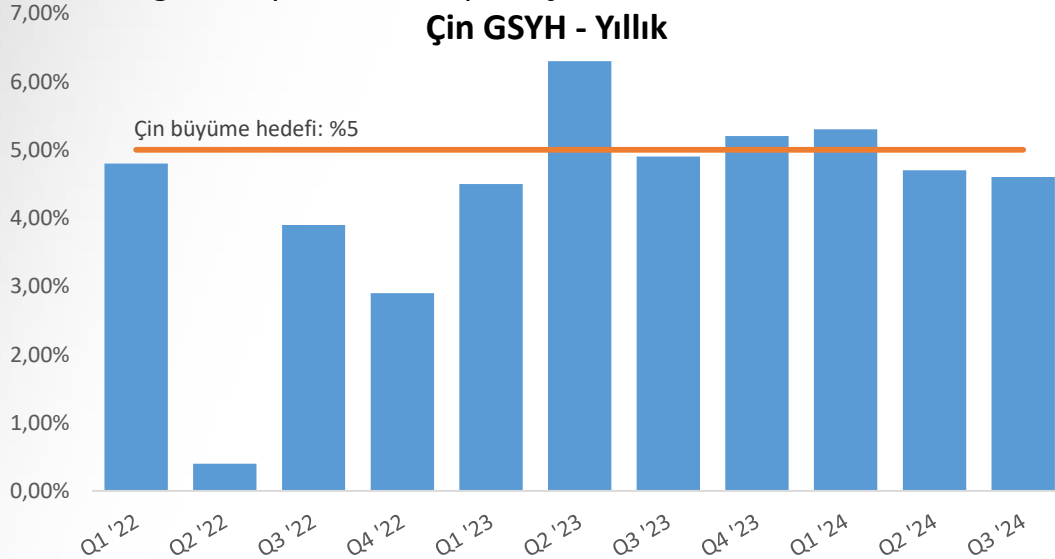


# KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

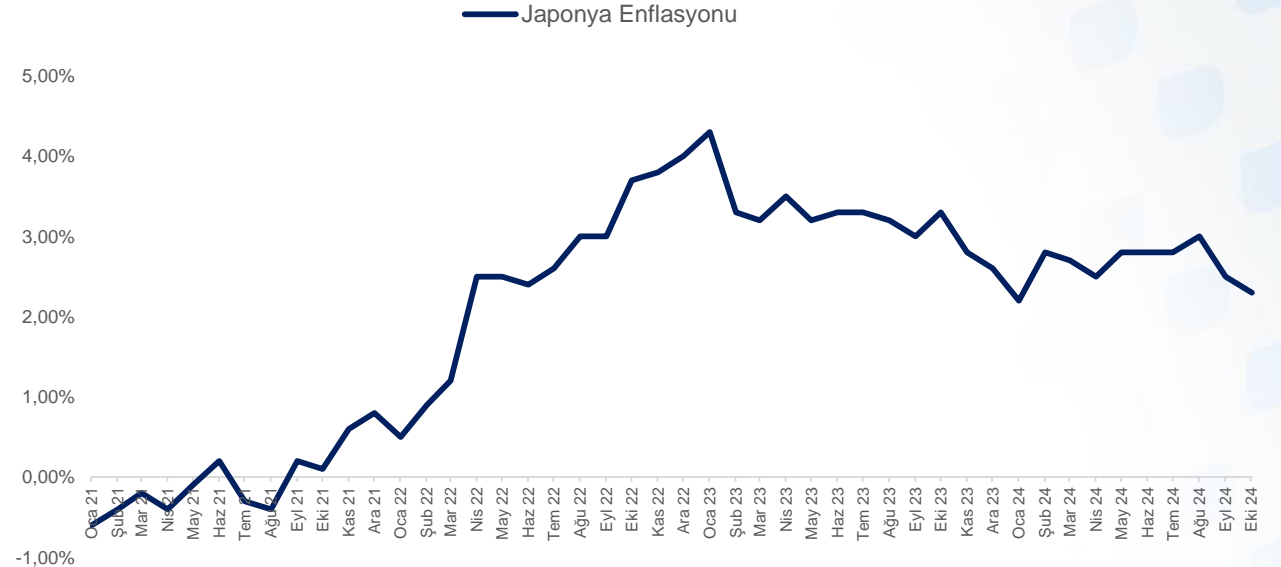
## Asya Ekonomileri

Çin ekonomisinde yılın ilk yarısında toparlanma sinyalleri görülse de, iç talep kaynaklı riskler varlığını koruyor. Çin Hükümeti, Eylül ayı sonlarından itibaren faiz oranlarını düşürdü ve emlak ile borsa piyasalarına desteğini artırdı. Maliye Bakanlığı ise zayıflayan emlak sektörü ve borçlu yerel hükümetler için daha fazla destek sağlanacağını duyurdu. Teşvik adımları, toparlanmaya destek verse de zayıf seyir devam ediyor. Özellikle emlak sektöründeki sıkıntılar ve sanayi karlarındaki düşüş gibi problemler, iyileşmenin hızını belirleyebilir. Çin Hükümetinin teşvik adımlarını etkili bir şekilde uygulaması, ve en büyük devlet bankalarına 142 milyar dolara kadar sermaye enjekte etme planı gibi ilave teşvikler, tüketici güvenini artırarak piyasa talebinin kademeli olarak toparlanmasına ön ayak olabilir. Söz konusu risklerin yanında Çin, bir de Trump tehdidi ile karşı karşıya bulunmaktadır. Özellikle küresel büyüme ve emtia fiyatlarında büyük etkisi olan Çin büyümesi, 2025 yılında ana başlıklardan biri olacak gibi görünüyor.

Çin'den gelen talebin azalması, tüketimde yavaşlama gibi etkenler ile büyüme ivmesinin yavaşladığı Japon ekonomisi, yılın ilk yarısında toparlanmaya işaret etti. 2016'dan bu yana negatif faiz politikası yürüten Japonya Merkez Bankası (BoJ), ülkedeki hızlı ücret artışları nedeniyle 2007'den bu yana ilk defa Mart ayında faiz artırımına gitti. Ancak Japon Yen'inde zayıflamanın devam etmesi ve ABD Doları karşısında tarihi düşük seviyelere gerilemesi, Japon Merkez Bankası'nın Ağustos ayında bir faiz artırımına gitmesine sebep oldu. Bu artırım carry trade piyasasında bozulmaya sebep olurken, Japon ekonomisinde normalleşme devam etmekte. 2025 yılında BoJ'un faiz artırımına devam etmesi beklenmektedir. Ancak küresel piyasalara etkisi, Temmuzdaki faiz artırımının ardından gelen tepkiden daha yumuşak olabilir.



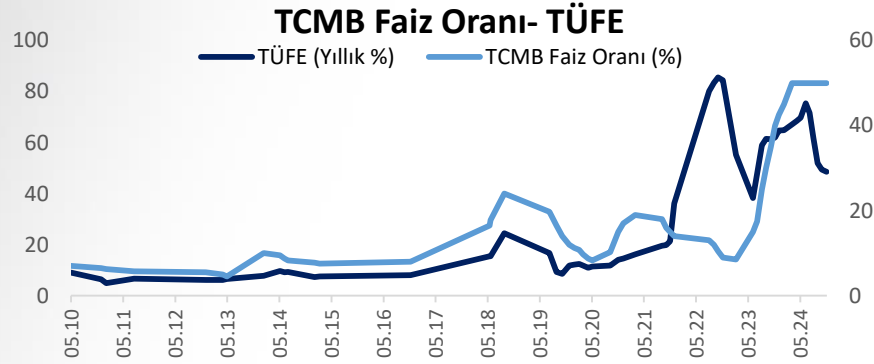
Kaynak: NBS of China, ADY Araştırma



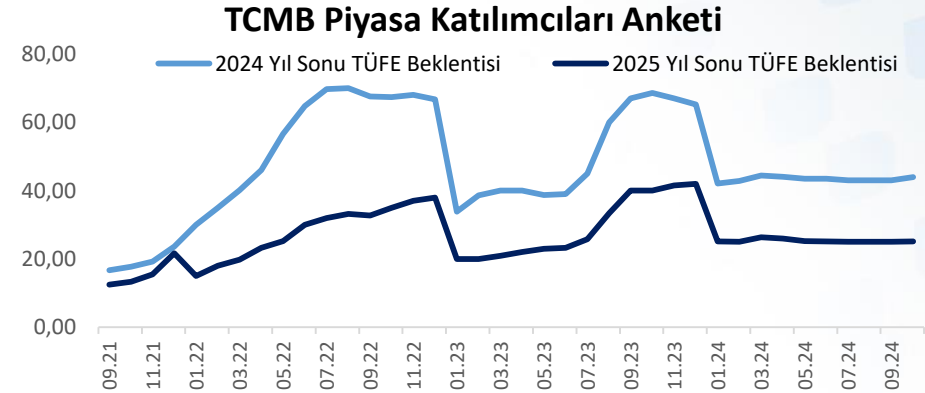
Kaynak: BoJ, ADY Araştırma

## Enflasyon

2024 yılı Mayıs ayında yıllık bazda %75,45 artış ile yılın en yüksek seviyesine çıkan enflasyon, Kasım ayında %47,09 seviyesine kadar geriledi. Kasım ayında aylık bazda %2,24 artış ile beklentilerin üzerinde gerçekleşen enflasyona rağmen yıllık bazda %50'nin altına gerilemesi ile pozitif reel faiz alanına geçildi. Üretici fiyat endeksinde ise 2024 yılı Mayıs ayında %57,68'e yükselmesinin ardından Kasım'da %29,47'ye geriledi. TCMB'nin 2024 yılı 4. enflasyon raporunda enflasyon beklentileri 2024 yıl sonu için %38'den %44'e; 2025 yıl sonu içinse %14'ten %21'e yükseltildi. TCMB toplantısında, ana eğilim ve beklentilerdeki iyileşmenin öngörülenden sınırlı olması nedeniyle enflasyon tahminlerinde yukarı yönde revizyona gidildiğini ve enflasyondaki düşüş sürecinde yaklaşık 3 aylık bir gecikme olduğu belirtildi. Ayrıca 2025 yılı Mart ayında yıllık enflasyonun %38'e gerileyebileceği açıklandı. Eylül ayında güncellenen OVP'ye göre ise 2024 yılı için %33 olan enflasyon %41,5'e yükselirken, 2025 yılı için %15,2 olan TÜFE beklentisi %17,5'e çıkarıldı. Sıkı para politikasına rağmen; gıda ve kira enflasyonundaki katılığın etkisiyle TÜFE'nin yıl sonunda %45,70 olarak gerçekleşeceğini düşünüyoruz.



Kaynak: TCMB, TÜİK, ADY Araştırma



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

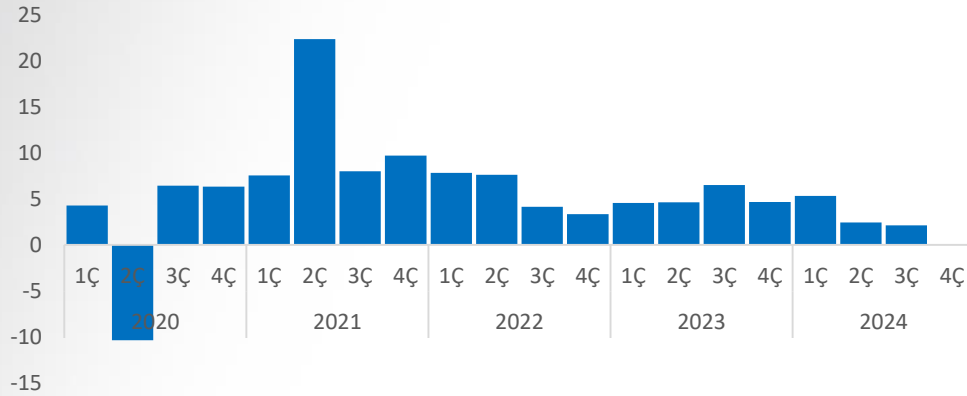
## Faiz Politikası

Yeni ekonomi yönetimi sıkılaştırıcı para politikasını kademeli olarak artırarak, Mart 2024 toplantısında %50'ye yükseltti. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Kasım toplantısında haftalık repo faizini %50'de sabit tutarak, üst üste sekizinci toplantısında da piyasaların beklentisi doğrultusunda değişikliğe gitmedi. TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) metninde, hizmet enflasyonundaki iyileşmeye dair sinyallerin belirginleştiği, yurt içi talebin ise enflasyondaki düşüşü desteklediği seviyelere ulaştığı mesajı verildi. Piyasalarda TCMB'nin güvercin tonlu algılanan mesajları ardından faiz indirimi beklentileri Aralık- Ocak aralığında şekillendi.

## Büyüme

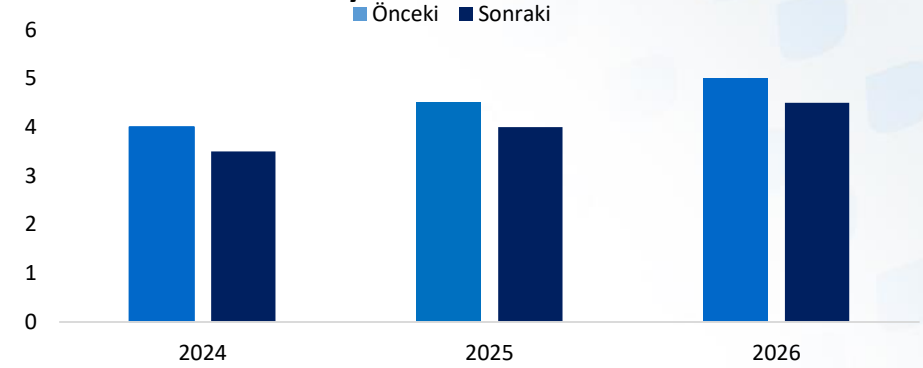
Türkiye ekonomisi sıkı para politikaları ile baskılanarak, 2024 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,2 daralırken, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre ise %2,1 büyüme kaydetti. Çeyreklik bazlı değişimlere göre son iki çeyrek üst üste daralan Türkiye ekonomisinde böylelikle teknik resesyona girilmiş oldu. Son sekiz aylık dönemde takip edilen imalat PMI verilerindeki 50 eşik değerinin altında gerçekleşmesi, düşük büyümeye dair sinyal vermektedir.

### GSYH



**Kaynak:** TÜİK, ADY Araştırma

### OVP Büyüme Tahminleri (%)



**Kaynak:** T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, ADY Araştırma

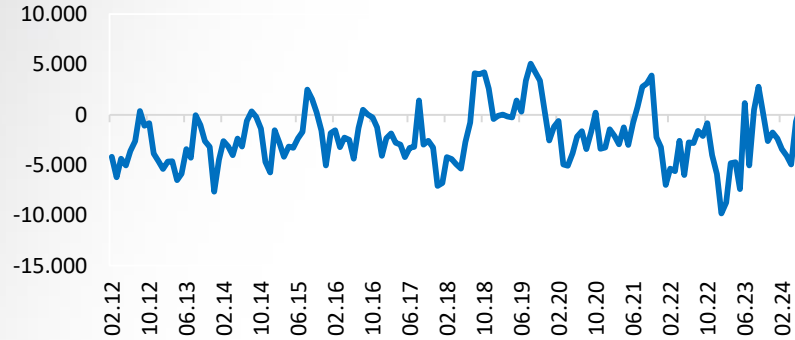
Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı ile Hazine ve Maliye Bakanlığı'nca ortaklaşa hazırlanan Orta Vadeli Program'da (OVP) açıklanan tahminlere göre 2024 yılı büyüme gerçekleşme tahmini %3,5 oldu. Bir önceki OVP'de büyüme %4 olarak öngörülmüştü. 2025 yılı için büyüme tahmini ise bir önceki programa göre yüzde 0,5'lik bir düşüş ile %4'e revize edildi. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), 2024 yılı için Türkiye'nin büyüme tahminini %3,4'ten %3,5'e yükseltti. 2025 yılı tahmini ise %3,2'den %2,6'ya revize edildi. Uluslararası Para Fonu (IMF), Türkiye'ye ilişkin büyüme tahminini 2024 için %3,6'dan %3'e revize etti. 2025 için %2,7 olarak belirledi.

## TÜRKİYE EKONOMİSİ

### Cari Denge – Dış Ticaret Dengesi

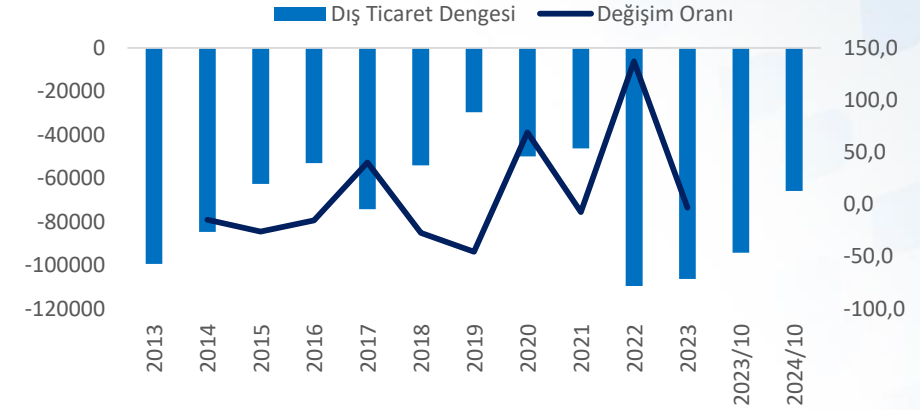
2023 yıl genelinde cari işlemler açığı 45,2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılının Haziran ayında cari işlemler hesabı, sekiz ay sonra ilk kez cari fazla verdi. Eylül ayında ise 2.988 milyon ABD doları fazla kaydeden cari denge, böylelikle son 4 ay üst üste fazla kaydetmiş oldu. Son OVP’de bu yıl için 22.0 milyar dolar, 2025’de ise 28.6 milyar dolar açık tahmin edildi. OVP güncel tahminlerinde cari açığın GSYH’ya ortalamasınının 2024 yılında -1,7% ve 2025 yılında -2,0% olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

**Cari Denge (mn USD)**



**Kaynak:** TCMB, ADY Araştırma

**Dış Ticaret Dengesi (mn USD)**



**Kaynak:** TÜİK, ADY Araştırma

Dış ticaret açığı 2023’te 106.34mn USD seviyesinde gerçekleşti. 2024 yılı Ocak-Ekim döneminde dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre %30,1 azalarak 65,853mn USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde ihracat %3,1 artarken ithalat %7,2 azalmıştır. İhracatın ithalatı karşılama oranı 2023 Ekim ayında %77,5 iken, 2024 yılının Ekim ayında %79,9’a yükselmiştir. OVP’de dış ticaret açığı 2024 için 81 mlr USD olarak tahmin edilmiştir. Ekim ayında yıllıklandırılmış dış ticaret açığı 77,93mn USD olarak bulunmaktadır.

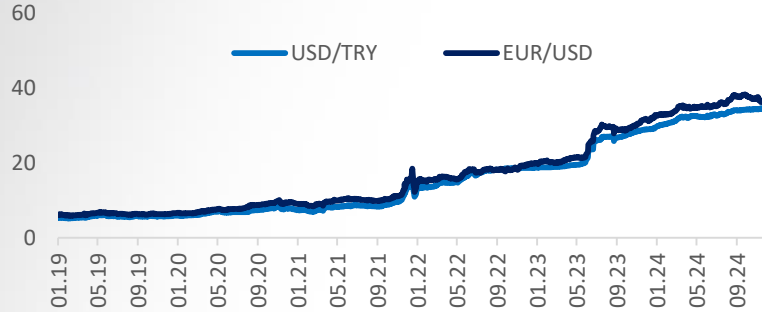


# TÜRKİYE EKONOMİSİ

## Döviz Kurları

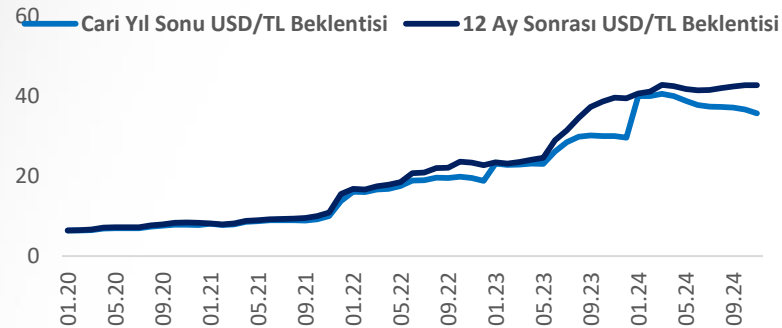
2023 yılını 29,4725 TL'den tamamlayan dolar/TL kurunda ılımlı yükseliş eğilimi devam etmektedir. Ocak-Kasım arasındaki dönemde dolar/TL'deki yükseliş %17,75 oldu. Euro/TL ise yılın ilk onbir ayını 2023 yıl sonuna göre %12,19 yükselişle 36,73'ten tamamladı. TCMB'nin Kasım ayı Piyasa Katılımcıları Anketi'nde cari yıl sonu döviz kuru (Dolar/TL) beklentisi 36,63 TL'den 35,72TL'ye gerilemiştir. 12 ay sonrası döviz kuru beklentilerinde ise revize yukarı yönlü gerçekleşerek 42,73TL'den 42,75TL'ye yükselmiştir. TCMB verilerine göre reel efektif döviz kuru Kasım ayında 67,03 ile yaklaşık Şubat 2021'den bu yana en yüksek değerinde gerçekleşti. Son dönemde Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanması, özellikle dış ticaret ve enflasyon üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır.

### Dolar/TL – Euro/TL



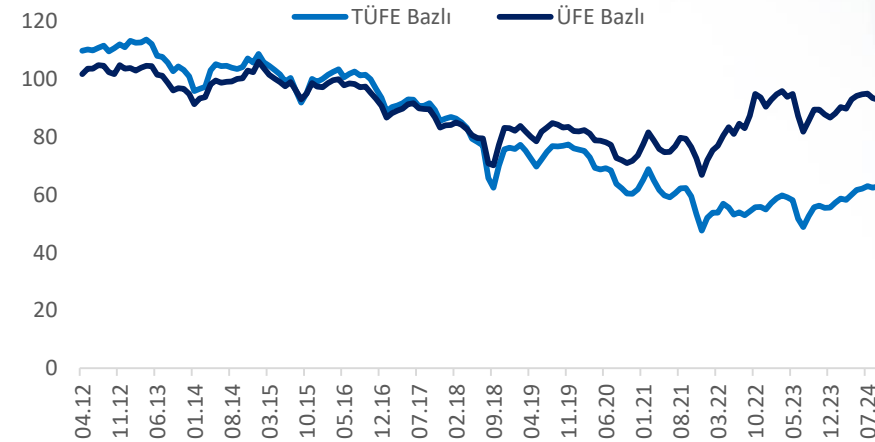
Kaynak: Matriks, ADY Araştırma

### Döviz Kuru (Dolar/TL) Beklentileri



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

### Reel Efektif Döviz Kuru

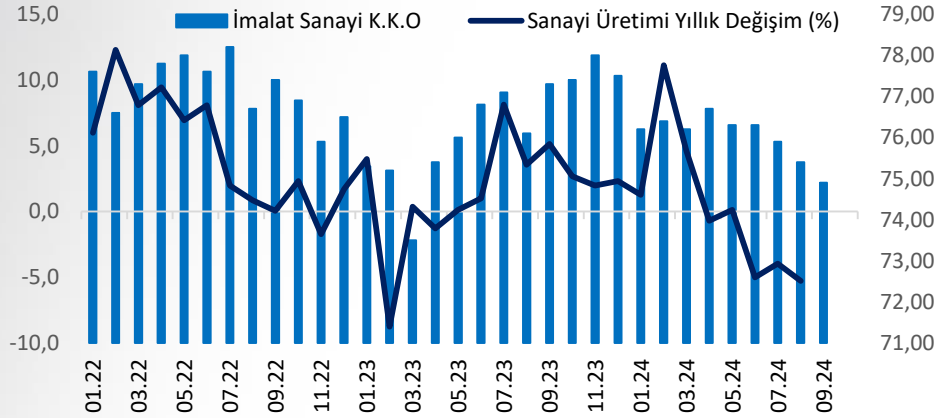


Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

## Sanayi Üretimi

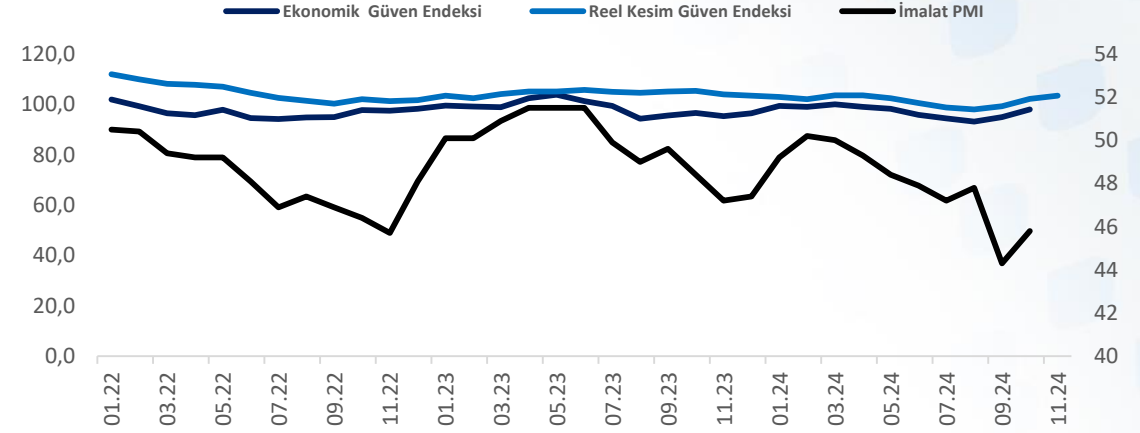
TCMB'nin dezenflasyon sürecinde sıkı para politikalarını devam ettirmesi ile yüksek borçlanma maliyetlerinin etkisi sanayi sektörlerinde gözlemlendi. Sanayi üretimi eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına kıyasla %2,4 azalış gösterdi. İmalat sanayi kapasite kullanım oranı ise %74,90'a geriledi.

### Sanayi Üretimi - İmalat Sanayi K.K.O



Kaynak: TÜİK, ADY Araştırma

### Güven Endeksleri ve İmalat PMI



Kaynak: TÜİK, ADY Araştırma

İstanbul Sanayi Odası tarafından hazırlanan imalat PMI'ı 2024 Eylül ayında 44,3 ile Haziran 2020'den bu yana en düşük seviyesine geriledi. Kasım ayında 48,3'e yükselen PMI'da Eylül ayından bu yana hafif bir yükseliş eğilimi gözlemlense de üst üste sekiz ay eşik değer olan 50'nin altında kalarak, sanayi faaliyetlerindeki zayıf görünümün devam ettiğine işaret etti.

## Not Görünümü

Uluslararası Kredi Derecelendirme kuruluşları, Türkiye’de sürdürülen istikrarlı makro ekonomik politikalar ile Türkiye’nin not görünümünde yukarı yönlü revizyona gitti. Fitch Ratings 7 Eylül’de Türkiye’nin kredi notunu "B+"dan "BB-"ye yükseltirken, not görünümünü durağana çevirdi. Raporda, pozitif reel faiz oranlarının, düşük cari hesap açıkları ve döviz korumalı mevduatlardaki kademeli düşüşün, muhtemelen dış tamponlardaki iyileşmenin kalıcılığını destekleyeceği belirtildi.

### Türkiye Kredi Not Görünümü

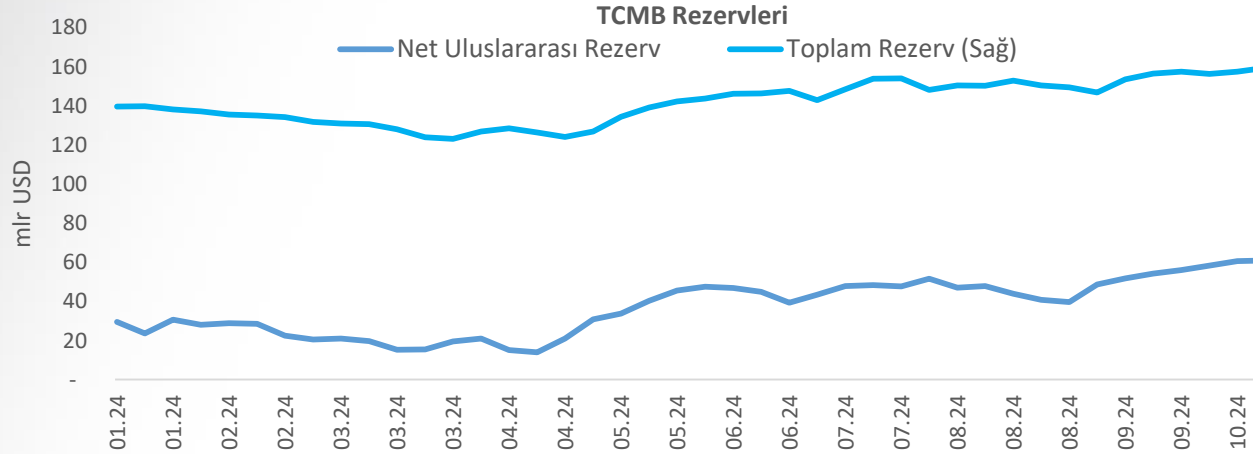
Fitch	S&P	Moody's	Not	Kategori
AAA	AAA	Aaa	Prime	Yatırım Yapılabilir Düzey
AA+	AA+	Aa1	Yüksek Not	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	Üst Orta Not	
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Alt Orta Not	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Spekülatif	
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1	Çok Spekülatif	
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC	CCC+	Caa1	Aşırı Riskli	
CCC	CCC	Caa2		
CCC	CCC-	Caa3		
CCC	CC	Ca		
CCC	C	Ca		
DDD	D	C	Batık	Yatırım Yapılamaz Düzey

**Kaynak:** Fitch, S&P, Moody's

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu S&P Global ise Türkiye’nin kredi notunu 1 Kasım’daki değerlendirmesinde B+’dan BB-’ye yükseltirken not görünümünü durağana çevirdi. Moody’s ise Türkiye’nin kredi notunu Temmuz ayında yaptığı değerlendirmede 2 basamak yükselterek B3’ten B1’e yükseltirken kredi notu görünümünü pozitif olarak korudu. Güncel not artırımlarına rağmen Türkiye’nin kredi notu yatırım yapılabilir düzeyin 3 kademe altında bulunuyor.

## Menkul Kıymet İstatistikleri ve TCMB Rezervleri

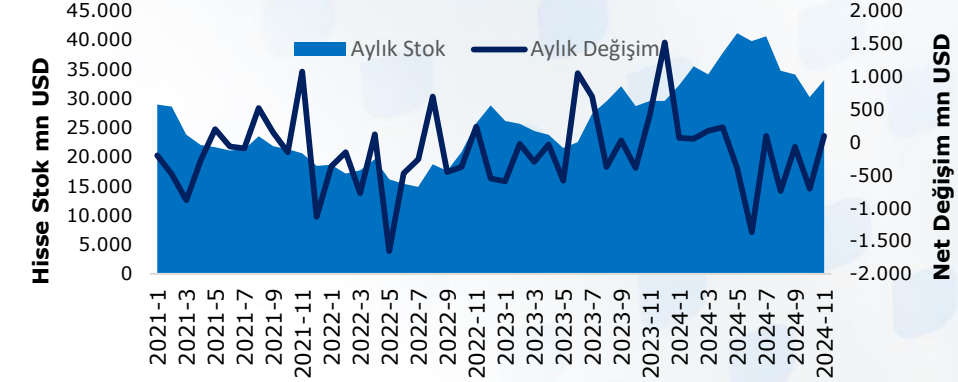
2024 yılında not artırımları ve Gri Liste'den çıkış ardından yurt dışı yerleşikler 2024 yılı başından bu yana hisse senetlerinde 2.583,91mn USD tutarında satış yaparken, DİBS tarafında 16.367,96mn USD, ÖST tarafında 354,54mn USD net alım gerçekleştirildi. Yabancılar 2023 yılında hisse senetlerinde 1389mn USD net alış, 2022 yılında ise 4036mn USD net satış gerçekleştirmişlerdi. 2024 yılıbaşından bu yana yurt dışı yerleşikler tarafından toplam portföyde ise 14.138,59mn USD alış kaydedilmiş oldu. 2023 yılında yurt dışı yerleşikler toplam portföyde 3.393mn USD net alış gerçekleştirmişti.



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

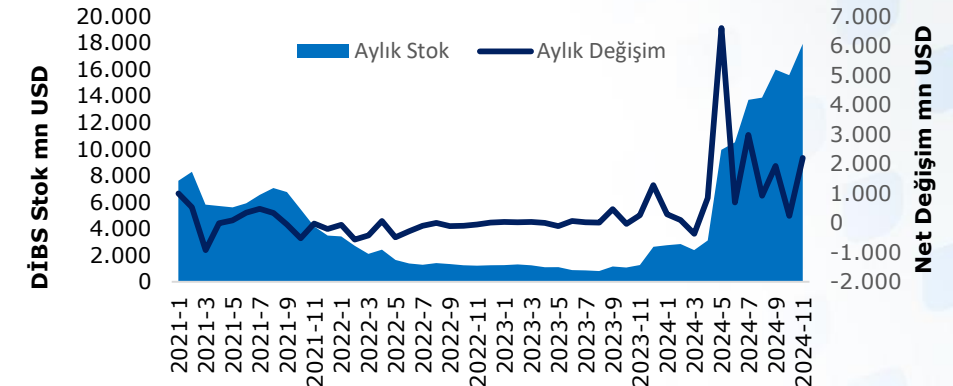
Son açıklanan verilere göre TCMB rezervleri 159,6mlr USD zirvesinden, 157,7mlr USD'a gerilemiştir. 2024 yılında rezervler en yüksek 159,6 seviyesini test etti. Net uluslararası rezervler, (NUR) 64,2mlr USD olurken, Swap hariç uluslararası rezervler ise 44,4mlr USD oldu. Sıkı para politikasındaki istikrarının duruşunu koruyan TCMB'nin ekonomide olası kırılganlıklara karşı rezerv pozisyonunu güçlü tutması, yurt içi ve yurt dışındaki yatırımcıların güvenini artırıcı etki etmiştir.

## Yurt Dışı Yerleşiklerin Hisse Senedi Değişimi-Aylık



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma

## Yurt Dışı Yerleşiklerin DİBS Değişimi - Aylık



Kaynak: TCMB, ADY Araştırma



## Makro Ekonomik Tahminler

- Türkiye ekonomisinin 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %3,1 ve %3,3 oranlarında büyüyeceğini tahmin etmekteyiz. 2024 yılında uygulanan sıkı para politikalarının etkisiyle bir önceki yıla göre büyüme oranının yavaşlayacağını ancak 2025'te faiz indirimi döngüsü ile kredi büyümesinin ve yatırımların teşvik edilerek ekonomik büyümeyi destekleyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca dış talepteki iyileşmeler de büyümeye olumlu katkı sağlayacaktır.
- Yurt içi piyasalarda yıl sonuna kadar sıkı para ve maliye politikaları öne çıkarken, TCMB'nin 26 Aralık'taki PPK toplantısında 250 baz puan ile faiz indirimine başlamasını beklemekteyiz. 2025 yılının ilk yarısında enflasyondaki düşüşe paralel olarak faiz indirimlerinin devam etmesini ve 2025 yıl sonu politika faizinin %30'a doğru gerileyeceğini tahmin etmekteyiz.
- 2023 yılını 106,3mlr USD açıkla tamamlayan dış ticaret dengesinin; 2024 yıl sonunda 85,5mlr USD açık vermesini beklemekteyiz. Dış ticaret açığının enerji ithalatı ve diğer ara mallarının maliyetlerinin artması ile olumsuz etkilenmeye devam edeceğini ancak ihracat artışının, ticaret açığının daralmasına etkili olacağını düşünmekteyiz. Enerji ve hammadde ithalatının yüksek olması, cari açık daralmasına rağmen negatif etki yapacaktır. Ancak turizm ve hizmet sektörü gelirlerinin artışı, cari açığın daha fazla büyümesini sınırlayabilir. 2024 yılının sonunda cari açığın 12,5mlr USD'ye gerilemesini öngörüyoruz.
- 2024 yılı için enflasyon beklentilerimizi, sıkı para politikaları ve maliye tedbirlerinin etkisiyle hizmet enflasyonunun dezenflasyon sürecine girmesiyle birlikte iyileşen göstergelere dayandırıyoruz. Yurt içi talepteki yavaşlama ve ekonomik faaliyetlerdeki soğumanın, enflasyonun düşüşünü destekleyecektir. Bu bağlamda, 2024 yıl sonunda TÜFE'nin yıllık bazda %45,70'e gerilemesini bekliyoruz.
- 2025 ve 2026 yıllarında ise enflasyon oranlarının daha sürdürülebilir bir seviyeye çekilebileceğini öngörüyoruz. 2025 yılında, faiz indirimlerinin etkisiyle iç talebin canlanması ve maliye politikalarının destekleyici etkisiyle yıllık TÜFE artışının %26,6 seviyelerine gerilemesini beklemekteyiz. 2026 yılında ise enflasyon oranlarının, özellikle sıkı para politikasının etkileriyle ve uluslararası piyasalardaki iyileşmelerle birlikte %20 seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.
- USD/TL kurunun, ekonomik temellerdeki zorluklar ve döviz talebinin yüksek seyrini göz önünde bulundurduğumuzda 2024 yılı sonunda 35,90 TL'de gerçekleşmesini tahmin etmekteyiz. Türkiye'nin döviz rezervlerindeki artış ve dış ticaret açığındaki daralma gibi olumlu gelişmelere rağmen, yüksek dış borç ödemeleri ve devam eden iç tasarruf açığı, döviz talebini yüksek tutarak kuru baskı altında tutabilir.
- 2025 yılı itibarıyla ise, faiz indirim döngüsünün başlaması, yüksek dış borç ödemeleri ve yurtdışından döviz talebinin artması gibi etkenlerle USD/TL kuru 43 TL seviyelerine ulaşabilir.

	ADY Araştırma				OVP		
	2023	2024 (T)	2025 (T)	2026 (T)	2024 (T)	2025 (T)	2026 (T)
GSYH Büyüme (%)	5,1	3,1	3,3	3,8	3,5	4,0	4,5
İşsizlik Oranı (%)	9,4	9,4	9,6	9,4	9,3	9,6	9,2
Dış Tic. Dengesi (mlr USD)	-106,3	-85,5	91,2	97,5	-81	-89,4	-94,6
Cari İşlemler Dengesi (mlr USD)	-45,0	-12,5	-18,2	-20,6	-22,0	-28,6	-25,6
TÜFE Yıl Sonu (Değ. %)	64,8	45,7	26,6	20	41,5	17,5	9,7
USD/TRY	29,47	35,9	43	52			

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, ADY Araştırma

# Model Portföy

## Aralık 2024

## Strateji: Küresel Piyasalar 2025'te Trump'ın politikalarına göre şekillenecek...

- Küresel piyasalarda 2024 yılının ilk on bir ayında, majör merkez bankalarının faiz indirim döngüsüne başlamasına ilişkin beklentiler, Çin'deki talep yönlü baskıların devam etmesi, Japonya'da sıkı para politikasına geçiş, ABD başkanlık seçimleri, Ortadoğuda takip edilen jeopolitik gerilimler ile artan ekonomik belirsizlik ortamı ana konu başlıkları arasında yer aldı.
- ABD Merkez Bankası (Fed), enflasyonda hedef oranına ulaşmamasına rağmen istihdam piyasasından gelen zayıflama sinyalleri sonrası Eylül'de 50 baz puan, Kasım'da 25 baz puanlık indirim gerçekleştirildi. Fed'in Aralık toplantısında 25 baz puanlık faiz indirim yapmasını ve bu yılı toplam 100 baz puan indirimi ile tamamlamasını bekliyoruz. 2025 yılı için ise toplamda 75 baz puan indirim beklentimiz bulunmaktadır.
- Euro Bölgesi'nde TÜFE'nin ECB'nin hedef seviyesi olan %2'ye yakınsaması ile Haziran ayı toplantısında 25 baz puan ile indirim patikasını başlattı. ECB Başkanı Lagarde, ilk indirimin ardından belli bir faiz indirimi patikasının olmadığını, veri odaklı karar alınacağını ilettili. Euro Bölgesi 3Ç24'te %0,4 oranında büyüyerek, ekonomik görünümünde iyileşmelerin başladığına işaret etti.
- 2024 yılında yüksek seyreden faiz indirim beklentileri ile dolar endeksinde (DXY) 100,15 seviyesine kadar geri çekilmeler takip edildi. ABD seçimlerinin ardından 108,071'e kadar yükselişin takip edildiği DXY'da yılın ilk on bir ayında %5,13 değer artışı görüldü.
- Ons altın faiz indirimi, ardından İran-İsrail arasındaki jeopolitik gerilimlerin artış göstermesi ve ABD seçimleri öncesi artan belirsizlik ortamında tarihi zirvesini 2790 dolara taşıdı. 2024 yılının ilk on bir ayında ons altında %28,50 yükseliş kaydedilmiş oldu. Petrol fiyatları ise arz yönündeki ciddi talep düşüşü beklentisi ile 68,5 dolara kadar geri çekilirken, belirsizlik ortamının artması ile 70 dolar eşiği üzerinde yeniden dengelendi.
- ABD'de 2025 yılı ocak ayında görevi devralacak olan Trump Başkanlığında uygulanması beklenen ekonomi politikalarını 3 ana başlık altında toplayabiliriz. 1) Gümrük tarifelerindeki değişiklikler, 2) Genişlemeci maliye politikaları (vergi oranlarının azaltılması) 3) Deregülasyon
- Trump döneminde takip edilmesi beklenen enflasyonist politikalar ile Fed'in faiz indirimi politikasındaki yön arayışı, piyasalarda yakından izlenecek. Ayrıca gelecek dönemde Fed'den 25 baz puanlık bir faiz indirimi beklentileri ile Ons altın başta olmak üzere emtialardaki yukarı yönlü seyrin devam etmesi beklenebilir.
- Trump'ın, Meksika, Kanada ve Çin'e yönelik %25 ve %10 ek gümrük tarifeleri uygulayarak yerli üretimi artırmayı ve dışa bağımlılığı azaltmayı hedeflemesinin küresel ticaret savaşlarını yeniden alevlendirebileceği, özellikle Çin ile ilişkilerin bozulması teknoloji sektöründe olumsuz etkilere neden olabileceği öngörülüyor. Vergi indirimleri ve kamu harcamalarının artırılması, ABD ekonomisini canlandırarak kısa vadede borsa ve istihdamı destekleyebilir; ancak uzun vadede borçlanmayı artırma riski taşıyor.

## Strateji: Faiz indirim süreci Borsa İstanbul'u cazip hale getirebilir...

- Seçim sonrası ortodoks politikaların kararlılıkla uygulanması ve dezenflasyon süreci, not görünümünün artırılması ve yerli ve yabancı güveninin kazanılmasında önemli bir etken olmuştur.
- Mart 2024 toplantısı ile faiz oranını %50'ye çıkaran ve bu noktada sabit tutan TCMB, enflasyondaki görünümün bozulması durumunda sıkı para politikalarının devam edeceğine ilişkin karar metninde yer alan ifadeyi, yurt içi talebin yavaşlamaya devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelere geldiği şeklinde güncelledi. Hizmet enflasyonundaki iyileşmenin ise belirginleştiğinin altı çizildi. Piyasalarda güvercin tonlu anlaşılan karar metninin ardından faiz indirim beklentileri çoğunlukla Aralık ayına çekildi.
- TCMB'nin 2024 yılı 4. enflasyon raporunda enflasyon beklentileri 2024 yıl sonu için %38'den %44'e; 2025 yıl sonu içinse %14'ten %21'e yükseltildi. TCMB ana eğilim ve beklentilerdeki iyileşmenin öngörülenden sınırlı olması nedeniyle enflasyon tahminlerinde yukarı yönde revizyona gidildiğini belirtti. TCMB toplantısında, enflasyondaki düşüş sürecinde yaklaşık 3 aylık bir gecikme olduğu belirtildi. 2025 yılı Mart ayında yıllık enflasyonun %38'e gerilebileceği açıklanmıştır. Eylül ayında güncellenen OVP'ye göre ise 2024 yılı için %33 olan enflasyon %41,5'e yükselirken 2025 yılı için %15,2 olan TÜFE beklentisi %17,5'e çıkarıldı.
- Ortodoks politikalara dönüş sonrası yabancı kurumların Türkiye hakkında raporları artarken, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları Fitch ve S&P Global ve Moody's not görünümüne ilişkin yukarı yönlü revizyonlar yaptı. Fitch Türkiye'nin notunu 2 kademe yükselterek kredi notunu BB-, not görünümünü "durağan" olarak korudu. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu S&P Global ise Türkiye'nin kredi notunu 1 Kasım'daki değerlendirmesinde B+'dan BB-'ye yükseltirken not görünümünü pozitiften durağana çevirdi.
- 2024 yılı Temmuz ayına kadar yükselen hareketin takip edildiği BİST 100 endeksinde, yüksek faiz ortamı, baskılanan şirket karlılıkları ve küresel piyasalarda artan belirsizlikler ile risk iştahındaki düşüşler sonrası yılın ikinci yarısında geri çekilmeler gözlemlendi. Endeks, Ocak- Kasım tarihlerinde TL bazında %29,21, dolar bazında ise %9,74 değer kazandı.
- Enflasyonist baskıların azalış göstermesi ile TCMB'nin faiz indirimi döngüsüne başlatması ile 2025 yılında BIST-100 endeksinin 14000-14500 bölgesini hedefleyebileceğini tahmin etmekteyiz.

### Model Portföy Performansı

- Küresel piyasalarda Trump politikalarının etkisi ve yurt içinde faiz indirimi politikalarının devreye girmesiyle birlikte, içeriden gelen ekonomik sinyaller ve not görünümündeki iyileşmelerin de etkisi ile yabancı yatırımcıların ilgisini artıracaklarını düşünmekteyiz. Bu süreçte bankacılık ve yüksek faiz ortamında baskılanan sektörlerin öne çıkacağını düşünüyoruz. Yurt içinde; küresel ölçekte güçlü konumu ile öne çıkan, başarılı iş modeli ve dengeli gelir yapısına sahip, kurumsal yapısı güçlü, ileriye yönelik yatırımları olan ve karlılığını enflasyon üzerinde artırmayı başaran sektör ve şirketleri tercih ediyoruz. Aynı zamanda, yabancı yatırımcıların artan ilgisi ile birlikte, yurt içi şirketlerin potansiyelinin de yükseleceğini öngörmekteyiz.
- **DEVA, ENJSA, SOKM, TTRAK** hisselerinin, şirketlerin son dönemdeki finansal ve operasyonel gelişmeleri, mevcut makroekonomik koşullar ve sektör dinamikleri göz önünde bulundurularak, model portföyümüzden çıkarılmasına karar verilmiştir. (Model portföyümüze **EREGL, EKGYO, FROTO, GARAN** hisseleri dahil edilmiştir.)
- 07.04.2023 tarihindeki model portföy getirimiz, 09.10.2023 tarihindeki güncellemeye kadar olan sürede ortalama %72,26 getiri ile aynı dönemlerde, endekste kaydedilen %66,38'in üzerinde gerçekleşmiştir. 09.10.2023 tarihinde revize ettiğimiz portföyde 29.01.2024 tarihine göre kazanım %7,42 ile aynı tarihlerde endekste gerçekleşen %3,40 değer artışının üzerinde gerçekleşmiştir.
- Son olarak 06.02.2024 tarihindeki revizyon ile model portföyde getiri 02.12.2024 tarihine göre %11,92 ile aynı tarihler arasında endekste gerçekleşen %9,16'ün üzerinde gerçekleşmiştir.
- 07.04.2023-02.12.2024 tarihleri arasında model portföyümüzde devam ettirdiğimiz **AKBNK %278,18, BIMAS %225,79 CIMSA %215,59 ve TCELL %176,16** değer kazanmıştır. Bu tarihler arasında endekste ki değer kazancı %96,59 olarak bulunmaktadır.



## Strateji: Faiz indirim süreci Borsa İstanbul'u cazip hale getirebilir...

- 02.12.2024 kapanışına göre, 7,55 F/K ile işlem gören BIST100 endeksi için 12 aylık hedef fiyatımızı **%44,61** getiri potansiyeli ile **14.000** olarak belirliyoruz. BIST100 endeksi son üç yıllık F/K ortalaması 8,51'de, son beş yıllık F/K ortalaması 8,07'de bulunmaktadır.
- Küresel piyasalarda Trump'ın politikalarının etkilerinin gündemde olduğu ve yurt içinde faiz indirimi döngüsüne ilişkin beklentilerin güçlendiği bir döneme giriyoruz. Raporda detaylandırılan bu stratejiler çerçevesinde model portföyümüzde;
- TCMB faiz indirimi beklentileri ile **bankacılık sektörüne**,
- Güçlü sermaye yapıları ve stratejik üretim kapasiteleri ile **demir-çelik** sektörüne,
- Sağlam temelleri ve büyüyen talep dinamikleri ile **çimento** sektörüne,
- Talep yönlü iyileşmelerin artmasını beklediğimiz **GYO** sektörüne yer verdik
- Ayrıca, **otomotiv, perakende, telekomünikasyon** ve **havacılık sektörleri**, güçlü tüketici talebi ve küresel büyüme beklentileri doğrultusunda yatırımcılar için cazip fırsatlar sunmaktadır. Bu doğrultuda **EREGL, EKGYO, FROTO, GARAN**'ı model portföyümüze ekliyoruz. Model portföyümüzde bulunan şirketler, 12 aylık hedef fiyat ortalamalarına göre **%48,4** yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

### Model Portföy Önerileri

Hisse Kodu	Şirket	Kapanış TL*	Hedef Fiyat	Get. Potansiyeli (%)	XU100'e göre Per. (son 1 yıl)	Beta	F/K	PD/DD	Öneri
AGHOL	Anadolu Grubu Holding	321,25	495,00	54,09	37,05	0,83	5,99	0,87	AL
AKBNK	Akbank	61,00	92,00	50,82	51,38	1,52	6,59	1,37	AL
BIMAS	Bim Birleşik Mağazaları	487,25	715,00	46,74	35,12	0,91	13,74	2,93	AL
CCOLA	Coca-Cola İçecek	54,20	77,50	42,99	18,24	0,73	7,51	2,83	AL
CIMSA	Çimsa Çimento	40,68	57,50	41,35	1,70	1,01	8,35	1,55	AL
EKGYO	Emlak Gayrimenkul	12,38	17,90	44,59	39,64	1,20	14,64	0,57	AL
EREGL	Ereğli	26,04	36,50	40,17	7,65	0,87	9,75	0,81	AL
FROTO	Ford Otosan	976,00	1465,00	50,10	2,09	0,91	6,71	3,38	AL
GARAN	Garanti Bankası	120,80	168,50	39,49	85,51	1,16	5,25	1,68	AL
TCELL	Turkcell	91,85	148,50	61,68	32,67	0,79	4,66	1,16	AL
THYAO	Türk Hava Yolları	285,50	457,70	60,32	-9,22	0,95	2,16	0,64	AL
<b>XU100</b>		9681,11	14000,0	44,61					

\*02.12.2024 tarihli kapanış verileri kullanılmıştır.

\*\*Yukarıdaki öneriler uzun vadeli (hedef revizeleri yapılmadığı sürece 12 aylık süre için belirlenmiştir) temel analize dayanmaktadır.

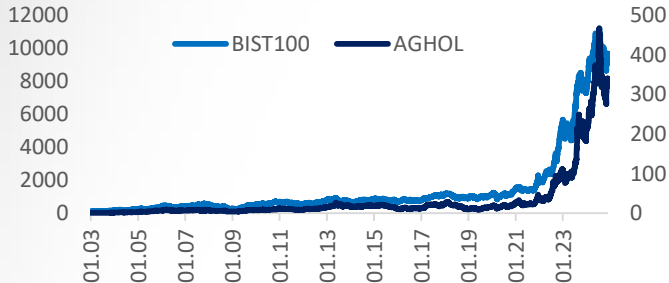
\*\*\*Finansal sonuçlar ve piyasa çarpanları için finnet verileri kullanılmıştır.

Piyasa Bilgileri	02.12.2024
Sektör	Holding
Kapanış (TL)	321,25
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	495,0
Prim Potansiyeli	54,09%
Piyasa Değeri (mn TL)	78.235
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	26.600
Bugünkü Sermaye (bin TL)	243.535
Halka Açık Sermaye (bin TL)	82.802
Halka Açıklık Oranı	34%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	2,73
3 Aylık	-3,46
Yılbaşına göre	24,44
Son 1 Yıl	37,05

Piyasa Çarpanları	
F/K	5,99
PD/DD	0,87
FD/NS	0,20

Bilanço Özeti (bin TL)	2024/09
Aktif Toplamı	526.598.574
Net Borç	26.138.515
Net Satışlar	412.552.456
FAVÖK	44.316.223
Net Kar / Zarar	7.354.286



## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- FAVÖK'ün yaklaşık %60'ını uluslararası operasyonlardan elde eden şirket, yurt içi risklere karşı daha dirençli bir konumda bulunuyor.
- Yurt içinde ciro artışı ve pazar payı büyümesi güçlü seyreden Migros iştirakinin olumlu görünümünü korumasını bekliyoruz.
- Meşrubat grubunda genç nüfusu yoğun ve ekonomik genişleme döneminde olan (Pakistan, Bangladeş, Kazakistan vb.) ülkelerde sahip olduğu pazar payları ile güçlü bir gelir artışı elde edebilir.
- Bira grubunda da güçlü satış hacmi ve yukarı yönlü revize edilen satış hacmi büyümesi, marjlarda iyileşme ile şirket gelirlerine olumlu katkı yapmaya devam etmesini bekliyoruz.
- AB InBev ile yapılan son anlaşmaya göre, AEFES AB InBev'in Rusya operasyonlarını, AB InBev ise AEFES'in Ukrayna operasyonlarını devralacaktır. Söz konusu anlaşma jeopolitik gelişmeler açısından risk içeriyor olsa da, ABD'nin Ocak ayında göreve başlayacak başkanı Trump'ın Rusya-Ukrayna savaşını bitirmeye yönelik vaatleri burada daha olumlu bir görünüme işaret ediyor.
- Şirketin ayrıca sıkı bilanço yönetimi, atıl varlıkları değerlendirmesi ve döviz açık pozisyonlarını azaltması gelecekte de performansına olumlu yansıtacaktır.
- Özetle, şirketin organik ve inorganik büyüme fırsatlarını yakından takip etmesi, coğrafi ve sektörel çeşitlendirme stratejisi ve iştiraklerinin güçlü performansı beğendiğimiz yönlerini oluşturmaktadır.
- AGHOL, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %37,05 yukarısında performans göstermiştir. Son verilere göre, 5,99 F/K ve 0,87 PD/DD ile işlem görmektedir.
- **AGHOL** için 12 aylık hedef fiyatımızı 358 TL'den 495,0 TL'ye yükseltiyor ve 'AL' önerimizi koruyoruz.

## Riskler:

- Jeopolitik belirsizlikler
- Rekabetçi piyasa ortamı
- Talep yönlü riskler

## Piyasa Bilgileri 02.12.2024

Sektör	Banka
Kapanış (TL)	61,00
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	92,0
Prim Potansiyeli	50,82%
Piyasa Değeri (mn TL)	317.200
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	164.944
Bugünkü Sermaye (bin TL)	5.200.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	2.704.000
Halka Açıklık Oranı	52%

## Relatif Performans (TL)

(BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	12,15
3 Aylık	3,67
Yılbaşına göre	34,49
Son 1 Yıl	51,38

## Piyasa Çarpanları

F/K	6,59
PD/DD	1,37

Finansallar (mn TL)	3Ç24	3Ç23	% Değ.	3Ç24	2Ç24	% Değ.
Aktif Toplamı	2.277.957	1.612.958	41,2	2.277.957	2.180.576	4,5
Krediler	1.165.478	756.322	54,1	1.165.478	1.065.649	9,4
Takipteki Krediler	32.151	17.372	85,1	32.151	25.037	28,4
Mevduat	1.504.757	1.070.043	40,6	1.504.757	1.403.594	7,2
Özsermaye	230.945	190.024	21,5	230.945	221.093	4,5
Net Kar	9.031	20.447	-55,8	9.031	10.924	-17,3

## Bankanın Beğendiğimiz Yönleri:

- Akbank'ı; güçlü sermaye tamponu ve likiditesi, bilanço konumlaması, güçlü müşteri ve pazar payı kazanımı dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.
- Bankanın büyüyen kredi portföyü ile 2025 yılında TÜFE'ye endeksli tahvillerde azalması beklenen gelirleri dengelemesini ve bankacılık gelirlerini artırmasını bekliyoruz.
- Bankanın pazar payındaki artışı gelir katkısı açısından olumlu değerlendiriyoruz.
- 2025 yılında başlaması beklenen faiz indirimi süreci ile bankaların genel olarak karlarını artırması, ve Akbank'ın da bu süreçten olumlu etkilenmesini beklemekteyiz.
- Artan pazar payının etkisi ile ücret ve komisyon gelirlerini de artıran Akbank'ın özellikle parasal sıkılaştırma döneminde bankacılık gelirlerinde dinamik ayarlamalarını olumlu değerlendirmekteyiz.
- AKBNK, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %51,38 üzerinde performans göstermiştir. Son verilere göre 6,59 F/K ve 1,37 PD/DD ile görmektedir.
- **AKBNK** için 12 aylık hedef fiyatımızı çarpanlarda yaptığımız güncellemeler ile 56,80 TL'den 92 TL'ye revize ediyor ve 'AL' önerimizi sürdürüyoruz.

## Riskler:

- Kredi tavanı gibi makroekonomik politikaların beklenenden uzun süre korunması,
- Yüksek faiz oranlarının etkisi ile takipteki kredi oranında artış,
- Karlılığı olumsuz etkileyecek düzenlemeler,

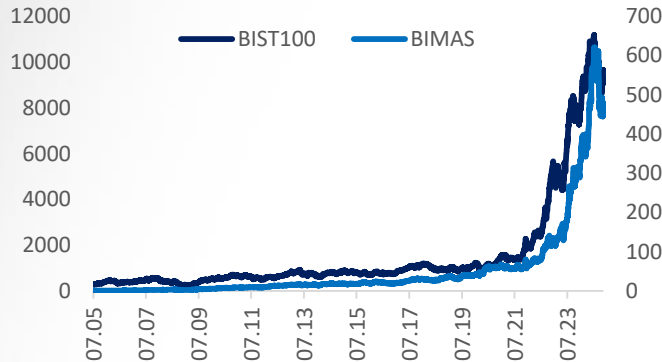
# Bim Birleşik Mağazaları

Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör		Perakende
Kapanış (TL)		487,25
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		715,0
Prim Potansiyeli		46,74%
Piyasa Değeri (mn TL)		295.858
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)		177.515
Bugünkü Sermaye (bin TL)		607.200
Halka Açık Sermaye (bin TL)		364.320
Halka Açıklık Oranı		60%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)		% Değ.
1 Aylık		-3,83
3 Aylık		-8,78
Yılbaşına göre		26,49
Son 1 Yıl		35,12

Piyasa Çarpanları	
F/K	13,74
PD/DD	2,93
FD/NS	0,64

Bilanço Özeti (bin TL)		2024/09
Aktif Toplamı		223.945.201
Net Borç		14.448.705
Net Satışlar		367.459.491
FAVÖK		14.670.905
Net Kar / Zarar		13.854.432



## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- Şirketin güçlü mağaza büyümesi, etkin maliyet yönetimi ve stratejik mağaza formatı ile Türkiye perakende sektöründeki avantajlı konumu nedeniyle önümüzdeki dönemde büyüme hedefleri ve stratejileri ile sektördeki konumunu sürdüreceğini düşünüyoruz.
- FİLE markası ve yurtdışındaki Fas ve Mısır operasyonları, şirketin uluslararası alandaki etkisini güçlendirmektedir. Gıda enflasyonunun etkisiyle, tüketicilerin düşük maliyetli ürünlere yönelmesi BİM için fırsat yaratmakta, şirketin kendi markalı ürünlerinin satış payını artırmaktadır.
- BİM'in kendi markalarına ait ürünlerin net satışlara oranı yılın üçüncü çeyreğinde %58 (2Ç24 %58), FİLE'nin kendi markalarına ait ürünlerin satışlarına oranı aynı çeyrekte %33 olarak gerçekleşmiştir. Kendi markalı ürünleri ile sektörde önemli konumda olan şirketin, artan iç talep ile birlikte güçlü bir performans göstermesini öngörmekteyiz.
- Yurt içi ve yurt dışında mağaza büyümeleri: BİM'in yurt içindeki mağaza ağındaki büyüme, hem operasyonel hem de finansal olarak özsermaye karlılığını desteklemesi bakımından olumlu değerlendirilebilir. Şirket 3Ç24 döneminde 253 yeni mağaza açılışı gerçekleştirerek toplamda 13.377 mağaza sayısına ulaşmıştır.
- Şirketin yüksek nakit varlıkları, düşük finansal risk taşıması ve sağlam mali yapısı, operasyonlarının sürdürülebilirliğini desteklemektedir. Aynı zamanda etkin maliyet yönetimi ve uluslararası operasyonlarındaki başarısı, gelecekteki performansını daha da güçlendirebilir.
- BIMAS, son bir yıllık süreçte endeksin %35,12 üzerinde performans göstermiştir. Son verilere göre 13,74 F/K ve 2,93 PD/DD ile işlem görmektedir.
- BIMAS için 12 aylık hedef fiyatımızı 443,5 TL'den 715 TL'ye revize ederek 'AL' önerisi ile portföyümüzde devam ettiriyoruz.

## Riskler:

- Artan rekabet ortamı
- Yüksek enflasyon ile maliyet artışları
- Beklentilerin altında kalan talep ve satış performansı
- Küresel konjonktürdeki belirsizlikler

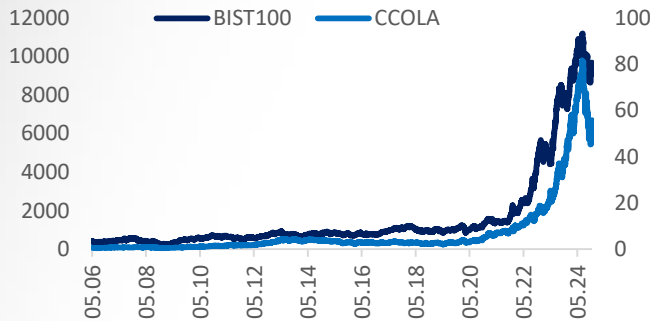
# Coca Cola İçecek

Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör	Gıda ve İçecek	
Kapanış (TL)	54,20	
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	77,50	
Prim Potansiyeli	42,99%	
Piyasa Değeri (mn TL)	151.656	
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	37.914	
Bugünkü Sermaye (bin TL)	2.798.079	
Halka Açık Sermaye (bin TL)	699.520	
Halka Açıklık Oranı	25%	

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)		% Değ.
1 Aylık	-1,89	
3 Aylık	-13,19	
Yılbaşına göre	-11,58	
Son 1 Yıl	18,24	

Piyasa Çarpanları	
F/K	7,51
PD/DD	2,83
FD/NS	1,34

Bilanço Özeti (bin TL)		2024/09
Aktif Toplamı	145.417.672	
Net Borç	24.716.472	
Net Satışlar	108.727.456	
FAVÖK	21.269.760	
Net Kar / Zarar	14.269.748	



## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- Şirketi; esnek iş modeli, çeşitlendirilmiş marka portföyü, enflasyona paralel fiyat ayarlamaları, yurt dışı operasyonlarındaki büyüme ve temettü politikası dolayısıyla beğenmekteyiz.
- CCOLA, ürün ve coğrafi çeşitliliği, güçlü uluslararası operasyonları ve karlı satış kanallarına odaklanarak makroekonomik zorluklara rağmen sürdürülebilir büyüme sağlamaya devam etmektedir. Şirketin zorlu makroekonomik koşullarda çeşitlendirilmiş ürün portföyü ve küçük paketlerin payının artırılması ile zayıflayan satın alma gücüne rağmen istikrarlı büyüme sağlamasını olumlu değerlendirmekteyiz.
- Şirket, Türkiye ve Pakistan'daki ekonomik sıkıntılar ve Orta Doğu'daki jeopolitik belirsizliklerin etkisiyle yıllık bazda daralmasına karşın, ünite başındaki fiyatların dolar bazında artması, olumlu değerlendirilebilir.
- Şirketin Anadolu Etap İçecek'in paylarının tamamını 2024 yılında devralması ile birlikte meyve suyu konsantresi satın alımı ve sürdürülebilir tedarik zinciri uygulamalarının, gelecek dönem performansına olumlu katkı sağlamasını beklemekteyiz.
- Gelecek dönemde artış beklediğimiz yurt içi taleple birlikte satışlarda olumlu yönde bir ivme öngörmekle birlikte, şirketin proaktif maliyet yönetiminin de karlılığı desteklemesini bekliyoruz.
- CCOLA, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %18,24 üzerinde performans göstermiştir. Şirket son verilere göre 7,51 F/K ve 2,83 PD/DD ile işlem görmektedir.
- CCOLA için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 76,00 TL'den 77,50 TL'ye revize ediyoruz. Önerimizi ise 'AL' olarak belirliyoruz.

## Riskler:

- Makroekonomik zorluklar ve Orta Doğu'daki jeopolitik riskler
- Satın alım gücündeki düşüş
- Operasyonel maliyetlerdeki artış ve tedarik zincirindeki sorunlar

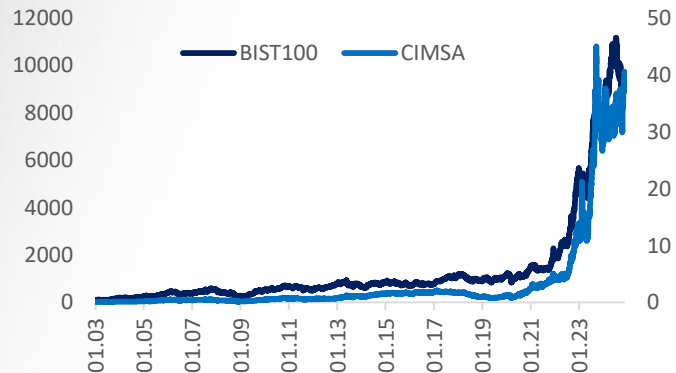


Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör		Taş ve Toprak
Kapanış (TL)		40,68
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		57,50
Prim Potansiyeli		41,35%
Piyasa Değeri (mn TL)		38.467
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)		17.310
Bugünkü Sermaye (bin TL)		945.591
Halka Açık Sermaye (bin TL)		425.516
Halka Açıklık Oranı		45%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)		% Değ.
1 Aylık		7,90
3 Aylık		18,14
Yılbaşına göre		10,53
Son 1 Yıl		1,70

Piyasa Çarpanları	
F/K	8,35
PD/DD	1,55
FD/NS	1,58

Bilanço Özeti (bin TL)		2024/09
Aktif Toplamı		62.486.169
Net Borç		3.150.242
Net Satışlar		18.490.065
FAVÖK		3.898.052
Net Kar / Zarar		2.983.074



## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- Çimsa, 2024/09'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %69,3 oranında artışla, 2,98mlr TL ana ortaklık net karı elde etmiştir.
- Beyaz çimento alanında rekabet avantajına sahip olan şirketin, 3Ç24 döneminde etkin maliyet yönetimi ile karlılığını desteklenmesini ve azalan ihracata rağmen cirodaki artışı olumlu değerlendiriyoruz.
- Şirketin 02 Ekim 2024 tarihi itibarıyla tamamlanan Mannok Holdings paylarının %94,7'sinin alınmasının, gelecek dönemde ürün portföyündeki çeşitliliği artırması, yabancı para cinsinden gelir avantajı ve dağıtım alanının genişlemesi açısından gelecek dönem finansallarında operasyonel karlılığa olumlu etki etmesini bekliyoruz.
- Şirketin beyaz çimento alanında rekabet avantajının yanı sıra ürün portföyüne yeni eklenen iş kolları ile satış hacminde olumlu bir artış gözlenmesini bekliyoruz.
- Çimsa'nın uluslararası piyasalardaki düşüşe rağmen etkin maliyet yönetimi ile marjlarındaki olumlu seyri devam ettirmesini olumlu bulmaktayız. Gelecek dönemde ise uluslararası piyasalarda faiz indirimleri ile canlanan talebin marjlardaki yükselişi kuvvetlendirmesini öngörüyoruz.
- CİMSA, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %1,70 üzerinde performans göstermiştir. Son verilere göre şirket, 8,35 F/K ve 1,55 PD/DD ile işlem görmektedir.
- CİMSA** için 12 aylık hedef fiyatımız olan 57,50 TL'yi koruyor ve önerimizi 'AL' olarak devam ettiriyoruz.

## Riskler:

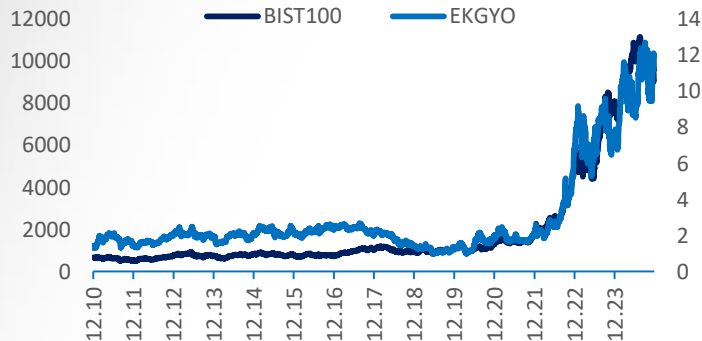
- Enerji ve yakıt maliyetlerinde artış
- Talep yönlü baskıların devam etmesi

Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör		GYO
Kapanış (TL)		12,38
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		17,90
Prim Potansiyeli		44,59%
Piyasa Değeri (mn TL)		47.044
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)		23.992
Bugünkü Sermaye (bin TL)		3.800.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)		1.938.000
Halka Açıklık Oranı		51%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)		% Değ.
1 Aylık		15,35
3 Aylık		6,58
Yılbaşına göre		38,85
Son 1 Yıl		39,64

Piyasa Çarpanları	
F/K	14,64
PD/DD	0,57
FD/NS	1,97

Bilanço Özeti (bin TL)		2024/09
Aktif Toplamı		177.333.553
Net Borç		2.840.967
Net Satışlar		16.725.600
FAVÖK		3.044.457
Net Kar / Zarar		3.392.107



## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- Emlak Konut, 2024/09'da 3.392mn TL ana ortaklık net karı elde etmiştir. Şirket bir önceki yılın aynı döneminde 5.841mn TL ana ortaklık net zararı elde etmiştir.
- Özkaynak karlılığı ve FAVÖK marjında toparlanma geçtiğimiz dönemde de devam eden Emlak Konut, finansallar açısından olumlu bir görünüm çizmektedir.
- 177,33mlr TL toplam varlıkları ile Türkiye'nin en büyük gayrimenkul yatırım ortaklığı olan Emlak Konut, özellikle konut satışlarının yavaşladığı 2024 yılında rekor ön satış gelirleri elde etmiştir.
- Şirket önümüzdeki beş sene boyunca gelir paylaşımı modeli projelerinden ise 42,6mlr TL kar elde etmeyi beklemektedir. 2024 yıl sonu için ise toplamda 4,21mlr TL net kar hedefi olan Emlak Konutun, 2025 yılında da bu performansı devam ettirebileceğini düşünüyoruz.
- TOKİ ile stratejik işbirliği yapan Emlak Konut, gelir paylaşımı modeli çarpanları 2024 yılında önceki yılların ortalamasına göre gerileme eğilimi göstermiştir. Bu durumun EKGYO'nun gelecek yıllarda daha iyi bir performans gösterebileceğine işaret ettiğini düşünmekteyiz.
- Özetle, 2024 yılında yüksek faiz oranları ile konut piyasasının yavaşladığı bir dönemden güçlü bir bilanço ile çıkan EKGYO'nun, faiz indirim döngüsünün başladığı dönemde daha iyi performe edebileceğini düşünüyoruz.
- EKGYO, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %39,64 üzerinde performans göstermiştir. Şirket son verilere göre 27,46 F/K ve 0,58 PD/DD ile işlem görmektedir.
- EKGYO için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 17,90 TL ve 'AL' önerisi ile model portföyümüze dahil ediyoruz.

## Riskler:

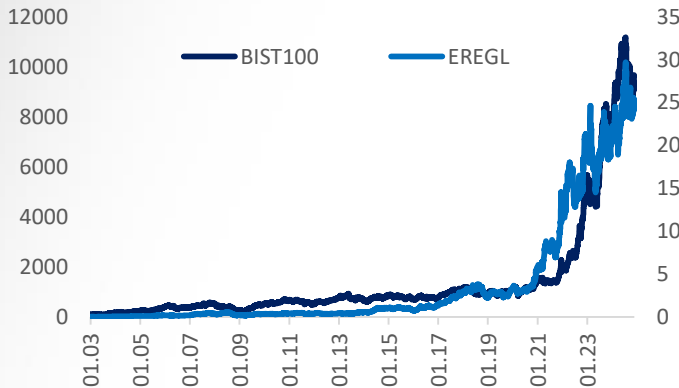
- Faiz indirimi döngüsünde gecikme ile talep yönlü riskler
- Proje tamamlanma aşamasında yaşanabilecek gecikmeler

Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör	Ana Metal Sanayii	
Kapanış (TL)	26,04	
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	36,50	
Prim Potansiyeli	40,17%	
Piyasa Değeri (mn TL)	182.280	
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	87.494	
Bugünkü Sermaye (bin TL)	7.000.000	
Halka Açık Sermaye (bin TL)	3.360.000	
Halka Açıklık Oranı	48%	

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)		% Değ.
1 Aylık	-0,30	
3 Aylık	10,32	
Yılbaşına göre	-0,78	
Son 1 Yıl	7,65	

Piyasa Çarpanları	
F/K	9,75
PD/DD	0,81
FD/NS	1,28

Bilanço Özeti (bin TL)		2024/09
Aktif Toplamı	405.221.132	
Net Borç	68.599.159	
Net Satışlar	148.946.763	
FAVÖK	18.450.878	
Net Kar / Zarar	10.787.470	



## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- Ereğli Demir Çelik, 2024/09'da 10,78mırl TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştır. Şirketin bir önceki yılın aynı dönemine 3,86mırl TL ana ortaklık net dönem zararı bulunuyordu.
- Ereğli'yi, talep yönlü baskılara rağmen satış gelirlerindeki güçlü seyir ve karlılıkta yaşanan iyileşme, operasyonel performansı ile yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirler ve etkin özkaynak yönetimi nedeniyle beğenmekteyiz.
- Şirket, faaliyet alanını genişletmek ve hammadde ihtiyacını minimuma indirmek amacıyla aktif olarak yatırım çalışmalarına devam etmektedir. Bu doğrultuda, peletleme tesisi yatırımı ile kok üretim tesisi yatırımı, dışa bağımlılığın azaltılmasına ve hammaddenin yerli üretimle karşılanmasına yönelik önemli adımlar olarak öne çıkmaktadır.
- Kok üretim tesisi yatırımı ile üretim kapasitesinin artırılmasının operasyonel karlılığa önemli etkilerinin olmasını beklemekteyiz.
- Çelik talebinde iyileşmeler ve anti dumping 2025 yılında küresel çelik talebindeki artış beklentileri doğrultusunda, şirketin son yıllarda baskı altında kalan ihracat kalemlerinin güçlenmesiyle karlılıkta bir artış öngörmekteyiz.
- Sıcak haddelenmiş yassı çelik ithalatına yönelik devam eden dumping önlemlerinin, şirketin rekabet gücünü artırarak mali performansına katkı sağlamasını beklemekteyiz.
- Ton başına FAVÖK'te son bir yılın en düşük seyrine rağmen, ertelenmiş vergi gelirindeki yüksek seyir şirketin ana ortaklık net karı elde etmesinde etkili olmuştur. Depremden kaynaklanan sigorta alacaklarının büyük oranda tamamlanmasının, şirketin nakit akışını güçlendirerek finansal esnekliğini artırmasına katkı sağladığını düşünüyoruz.
- Erdemir'in 2050'de net sıfır emisyon hedefi doğrultusunda gerçekleştirdiği yatırımların, emisyon-yoğun üretim süreçlerinde ileriki dönemlerde oluşabilecek vergi yükümlülüğünü azaltıcı etki edeceğini düşünüyoruz.
- EREGL, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %7,65 üzerinde performans göstermiştir. Şirket son verilere göre 9,75 F/K ve 0,81 PD/DD ile işlem görmektedir.
- EREGL için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 36,50 TL ve önerimizi 'AL' olarak belirlemekteyiz.

## Riskler:

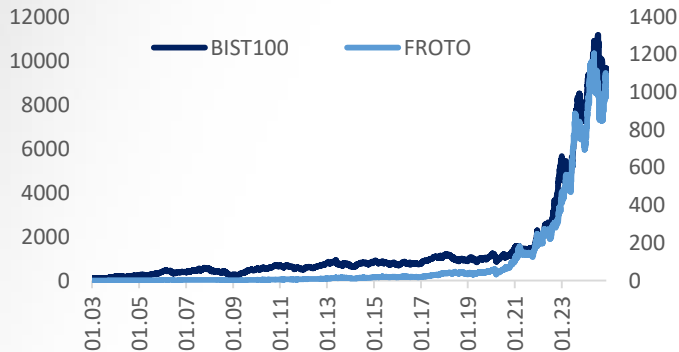
- Düşük seyreden HRC fiyatları
- Uluslararası ticarete belirsizlik ortamı

Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör		Otomotiv
Kapanış (TL)		976,00
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		1465,0
Prim Potansiyeli		50,10%
Piyasa Değeri (mn TL)		342.488
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)		61.648
Bugünkü Sermaye (bin TL)		350.910
Halka Açık Sermaye (bin TL)		63.164
Halka Açıklık Oranı		18%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)		% Değ.
1 Aylık		-6,78
3 Aylık		7,96
Yılbaşına göre		7,09
Son 1 Yıl		2,09

Piyasa Çarpanları	
F/K	6,71
PD/DD	3,38
FD/NS	0,80

Bilanço Özeti (bin TL)		2024/09
Aktif Toplamı		314.934.355
Net Borç		99.196.013
Net Satışlar		404.666.337
FAVÖK		29.327.095
Net Kar / Zarar		25.665.591



## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- Şirketi güçlü ihracat performansı ve ticari araç segmentindeki yüksek pazar payı, elektrifikasyon yatırımları ile sürdürülebilir bir büyüme potansiyeli barındırması nedenleri ile beğenmekteyiz.
- Güçlü ihracat performansı ile sürdürülebilir büyüme kaydeden Şirket, hem kısa hem de uzun aks mesafesine sahip modeller üretmekte olup, şirketin Gölcük ve Yeniköy fabrikalarında ticari araçlar için geniş bir opsiyon yelpazesi sunulmaktadır.
- Ticari araç segmentinde güçlü bir pazar konumu mevcut olan şirketin, 2024/09 döneminde yurt dışı satışların toplam satışlara oranı %78 (2023/09: %72) olarak gerçekleşmiştir.
- Otomotiv pazarında talep yönlü iyileşmelerin ve şirketin elektrikli araç elektrifikasyonu için yapacağı önemli sermaye yatırımlarının ve Volkswagen işbirliğinin gelecek dönem satışlarında büyüme ve pazar payı artışı sağlamasını beklemekteyiz.
- Ticari araç segmentinde güçlü bir pazar konumu mevcut olan şirketin, yüksek ihracat oranı ile üretilen araçların %84'ü yurtdışına ihraç edilmekte ve 91 farklı ülkeye satış yapılmaktadır. Şirketin üretim fabrikasının içerisinde konumlanan limanı ihracat süreçlerinde şirkete avantaj sağlamaktadır.
- 2022 yılında elektrikli araç üretimine başlayan Şirket, yeni yüksek voltaj batarya hattı ile çeşitli elektrikli ve hibrit modellerin üretimini hedeflemektedir.
- FROTO, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %2,09 üzerinde performans göstermiştir. Son verilere göre 6,71 F/K ve 3,38 PD/DD ile işlem görmektedir.
- **FROTO'yu** 1465,0 TL 12 aylık hedef fiyatı ve 'AL' önerisi ile model portföyümüze dahil ediyoruz.

## Riskler:

- Yurt içi talepteki baskının devam etmesi
- Araç bulunabilirliğindeki iyileşme

Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör		Banka
Kapanış (TL)		120,80
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		168,50
Prim Potansiyeli		39,49%
Piyasa Değeri (mn TL)		507.360
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)		71.030
Bugünkü Sermaye (bin TL)		4.200.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)		588.000
Halka Açıklık Oranı		14%

Relatif Performans (TL)		% Değ.
(BIST-100'e Göre)		
1 Aylık		4,99
3 Aylık		9,32
Yılbaşına göre		67,03
Son 1 Yıl		85,51

Piyasa Çarpanları	
F/K	5,25
PD/DD	1,68

Finansallar -mn TL (Solo)	3Ç24	3Ç23	% Değ.	3Ç24	2Ç24	% Değ.
Aktif Toplamı	2.496.244	1.742.966	43,2	2.496.244	2.313.106	7,9
Krediler	1.380.731	921.956	49,8	1.380.731	1.258.647	9,7
Takipteki Krediler	31.445	17.883	75,8	31.445	24.994	25,8
Mevduat	1.735.834	1.251.556	38,7	1.735.834	1.601.677	8,4
Özsermaye	302.648	214.265	41,2	302.648	279.319	8,4
Net Kar	22.095	23.372	-5,5	22.095	22.522	-1,9

## Bankanın Beğendiğimiz Yönleri:

- Üçüncü çeyrekte sıkılaştıran makro ihtiyati tedbirlere rağmen bankanın karlılığı yüksek seyretmektedir.
- Bankanın öz kaynak karlılığı sektör ortalamasının üzerindedir.
- Garanti bankasının kredi odaklı büyüme yapısı dezenflasyon sürecinde azalacak olan TÜFE'ye endeksli tahvil gelirlerinin yerini doldurabilir.
- Bankanın kur etkisinden arındırılmış net kredi riski maliyeti 90 baz puanda, 125 baz puan olan yıl sonu beklentisinin oldukça altında gerçekleşmesi, güçlü tahsilat performansını yansıtıyor.
- Sıkılaştıran makroekonomi politikaları ile net faiz marjında da aşağı yönlü risk olduğunu belirten banka, komisyonlardaki artış ile bu riskin telafi edileceğini öngörmektedir. Söz konusu beklentiler ile Garanti Bankasının bankalar için zorlayıcı bir dönem olan dezenflasyon sürecini doğru konumlanarak güçlü karlılığını sürdüreceğine inanıyoruz.
- 2025 yılı ilk yarısında artan faiz indirimi beklentileri ile marjlarda da toparlanmanın devam etmesini bekliyoruz.
- GARAN, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %85,51 üzerinde performans göstermiştir. Şirket 5,25 F/K, 1,68 PD/DD ile işlem görmektedir.
- **GARAN'**ı 168,50 TL 12 aylık hedef fiyatı ve 'AL' önerisi ile model portföyümüze dahil ediyoruz.

## Riskler:

- Yüksek seyretmeye devam eden enflasyon sebebiyle daha uzun süreler korunması muhtemel makro ihtiyati tedbirler
- Kredi riski maliyetinde artış



Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör	Telekomünikasyon	
Kapanış (TL)	91,85	
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	148,5	
Prim Potansiyeli	61,68%	
Piyasa Değeri (mn TL)	202.070	
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	109.118	
Bugünkü Sermaye (bin TL)	2.200.000	
Halka Açık Sermaye (bin TL)	1.188.000	
Halka Açıklık Oranı	54%	

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)		% Değ.
1 Aylık	-1,81	
3 Aylık	-4,08	
Yılbaşına göre	26,33	
Son 1 Yıl	32,67	

Piyasa Çarpanları	
F/K	4,66
PD/DD	1,16
FD/NS	1,53

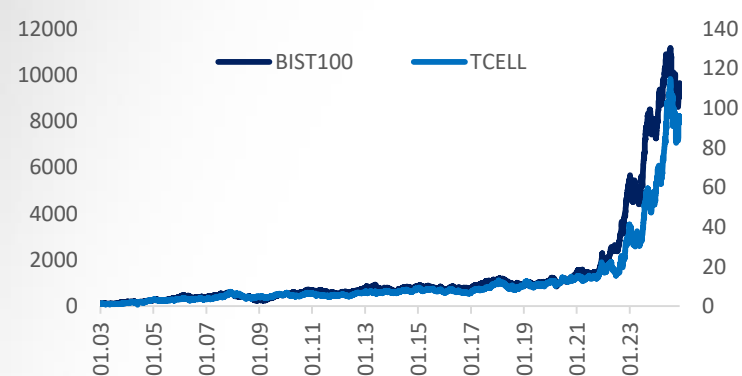
Bilanço Özeti (bin TL)		2024/09
Aktif Toplamı	326.664.580	
Net Borç	19.038.484	
Net Satışlar	109.356.051	
FAVÖK	49.782.171	
Net Kar / Zarar	20.554.538	

## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- **TCELL**, 2024/09'da 20,6mlr TL ana ortaklık karı açıkladı. Şirketin bir önceki yılın aynı döneminde 5,7mlr TL ana ortaklık zararı bulunuyordu.
- Şirketin genişleyen faturalı abone sayısı, fiyat düzenlemeleri ve müşterileri daha yüksek paketlere geçirme stratejisi ve güçlü seyreden ARPU büyümesi beğendiğimiz yönleri arasında bulunuyor.
- Şirket, Ukrayna'daki varlıklarının satışı ile elde ettiği nakit akışı sayesinde borç yükünü önemli ölçüde azaltmıştır. İyileşen mali yapının, şirketin gelecekteki operasyonel esnekliğini artırarak, yüksek enflasyon ve yoğun rekabet koşullarında finansal dayanıklılığını önemli ölçüde güçlendirmesini beklemekteyiz.
- Şirketin, maliyet yönetimindeki etkin stratejilerle cirosunu güçlendirmiştir.
- Güçlü seyreden Kullanıcı Başına Ortalama Gelir (ARPU) büyümesi ve abone kazanımlarındaki artış ivmesin korumaktadır.
- TCELL, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %32,67 üzerinde performans göstermiştir. Son verilere göre şirket, 4,66 F/K ve 1,16 PD/DD ile işlem görmektedir.
- **TCELL** için 12 aylık hedef fiyatımızı 82,50 TL'den 148,5 TL'ye revize ediyoruz. TCELL için önerimiz 'AL' olarak devam ettirmekteyiz.

## Riskler:

- Döviz kuru riski ve yerel ekonomik koşullar ile maliyetlerin beklenti üzerinde artması
- Yurt dışı operasyonlarıyla ilgili jeopolitik ve ekonomik belirsizlikler
- Ekonomik durgunluklar nedeniyle müşteri davranışlarındaki ani değişiklikler

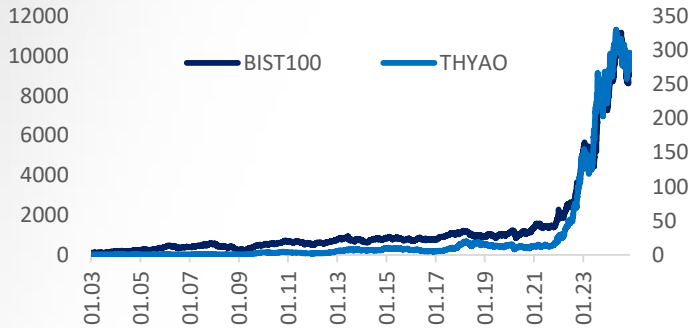


Piyasa Bilgileri		02.12.2024
Sektör		Havacılık
Kapanış (TL)		285,50
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		457,70
Prim Potansiyeli		60,32%
Piyasa Değeri (mn TL)		396.405
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)		198.203
Bugünkü Sermaye (bin TL)		1.380.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)		690.000
Halka Açıklık Oranı		50%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)		% Değ.
1 Aylık		-4,02
3 Aylık		-3,35
Yılbaşına göre		-3,63
Son 1 Yıl		-9,22

Piyasa Çarpanları	
F/K	2,16
PD/DD	0,64
FD/NS	0,97

Bilanço Özeti (bin TL)		2024/09
Aktif Toplamı		1.353.669.000
Net Borç		282.195.000
Net Satışlar		551.928.000
FAVÖK		108.653.000
Net Kar / Zarar		88.866.000



## Şirketin Beğendiğimiz Yönleri:

- Şirketi; yüksek seyreden yolcu sayısı, kargo gelirlerindeki artış ve rekabet avantajı sebeplerinden ötürü beğenmekteyiz.
- Kargo gelirlerindeki artış toplam gelirleri desteklemiştir. Şirketin, stratejik alanlarından ötürü karlılığının sürdürülebilir büyüme sağlanması beklenmektedir. Geniş uçuş ağı ve yeni rotaların da gelecek dönem karlılığına olumlu etki etmesini beklemekteyiz.
- Türk Hava Yolları'nın filo genişlemesi ve yeni uçak alımları ile kapasite artırımının gelecekteki büyüme potansiyelini artırması, akaryakıt ve personel giderlerinde yaşanan iyileşmeler, etkin maliyet yönetiminin karlılığa olumlu etki etmeye devam etmesini öngörüyoruz.
- Ayrıca, şirketin uluslararası pazarlarda artan kargo operasyonları ve dijital dönüşüm stratejileri ile rekabet avantajı elde etmeyi hedeflemesi, uzun vadede değer yaratma potansiyeli sunmaktadır.
- AJet iştiraki ile Avrupa ve Ortadoğu pazarlarında değişen dinamiklere karşılık, düşük maliyetli hava yolu şirketlerinden de pazar payı kazanımı sağlayarak THYAO'nun büyümesine katkı sağlamasını bekliyoruz.
- THYAO, son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %9,22 altında performans göstermiştir. Şirket son verilere göre 2,16 F/K ve 0,64 PD/DD ile işlem görmektedir.
- **THYAO** için 12 aylık hedef fiyatımız olan 457,70 TL'yi devam ettiriyor ve 'AL' olan önerimizi koruyoruz.

## Riskler:

- Turizm gelirlerinde azalış
- Jeopolitik risklerin artış göstermesi
- Operasyonel marjlarda zayıflığın devam etmesi

## Anadolu Yatırım Araştırma Bölümü

### Sevgül Düzgün

Anadolu Yatırım Araştırma Departmanı | Bölüm Başkanı

[Sduzgun@anadoluyatirim.com.tr](mailto:Sduzgun@anadoluyatirim.com.tr) | [www.anadolubank.com.tr](http://www.anadolubank.com.tr) (216) 649 77 35

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

Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Anadolubank A.Ş. ve Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.