
2025 Strateji Raporu

Global & yerel görünüm, beklentiler

Strateji & Araştırma Bölümü

8 Ocak 2025, İSTANBUL

- Genel bakış
- Stratejiye bakış-yönetici özeti
- Makro| global & yerel
- Fiyatlama performansları
- Fon akımları & Türk varlıkları değerlemeleri
- Kredi notu & CDS | TR-GOÜ
- Faiz
- Reel faiz
- 2025 takvimi
- BIST
- Enflasyon muhasebesi
- Özel analiz | araştırma kapsamı
- Bankacılık & sigorta sektörleri düşüncelerimiz
- Finans dışı sektörler için düşüncelerimiz
- Temettü tahminlerimiz
- ESG
- Deniz Yatırım Model Portföy
- Deniz Yatırım Döngüsel Portföy

■ Genel bakış

■ **Yılın teması | Siyasetten seken başlıklar piyasalara düşer mi?**

- ABD'de yeni siyasi dönem, global para politikalarının girdiği yolu farklılaştırma riski taşıyor

■ **«Belirsizlik» kavramı yeniden hayatımıza girmek için bekliyor**

- Global ticarete yönelik «şimdilik konuşma aşamasındaki» başlıklar hem 2025'i hem de gelecek 4 yılı şekillendirebilir

■ **Değişiklik yok: ABD'nin momentum olarak ayrışması devam edecek; ancak...**

- **Global ekonomi** | 2025 için 2024'ten çok farklı bir noktada olunur mu? Henüz değil. «Karşıdan esen rüzgarlar» dikkate alınacak değerde
- **ABD** | Fed'in yanlış ilikleyerek başladığı faiz indirimi süreci; i) güçlü ekonomi ii) artması muhtemel riskler iii) enflasyona dair belirsizlik ile nasıl şekillenecek?
- **Euro Bölgesi** | «Zayıf pozisyon» devam ediyor; değişim yok. Bölge'de Atlantik'in diğer yakası ile faiz farkı açılacak
- **Çin** | Sorunların kaynağında çözüldüğüne dair emareler henüz yok; kurtarma-teşvik paketlerinin etkileri izlenirken ABD ile sık sık gündem meşgul edecek
- **Emtia fiyatları** | 2024'ten çok ciddi farklılaşma beklenmezken, değerli metaller farklı eksenlerde hareketini devam ettirebilir
- **USD** | Buraya kadar olan kısım = güçlü USD teması hayatımızda kalır pozisyonunu koruyacak
- **Hisse senetleri** | Tıpkı ekonomide olduğu gibi ABD lehine ayrışma gelecek 4 yılın teması olmaya aday

■ **Emtia**

- **Petrol** | \$70-85 bandında salınım ana senaryomuz; global ekonomi ve arz/talep dengesi aşağı yönlü risklerden yana olabilir
- **Altın & Gümüş** | Güçlü USD teması ortamında farklı saiklerle talep kanalı canlı kalabilir

■ **Özel başlık: Türkiye**

- **Büyüme** | Ekonomide ekstra yavaşlama beklentisi tarafında değiliz; ikinci yarı daha iyi olmaya aday
- **Enflasyon** | Yılın sorusu: %30'lardaki muhtemel enflasyon rejimi patinajı ne olacak? Aşağı yönde hızlı kırılım ihtimali takip edilecek
- **Ülke risk primi & Lira** | Bir kez daha reel lira değerlenmesinden yana dururken, ülke risk primindeki azalışın devamını bekliyoruz
- **BIST** | En büyük risk olan «alternatif getiri» baskısı bir süre daha bizimle; yılın ikinci yarısı için enflasyonun seyri ana belirleyici rolü üstlenecek

■ Yönetici özeti

Stratejiye bakış-yönetici özeti

1 yıl önce yerel varlıkları konuşmaya başlarken «alternatif getiri» ve «azalacak ülke risk primi» kavramları üzerinden cümleye başlıyorduk. Her ikisi için de aynı noktada kalmaya devam ediyoruz. Ancak, tek bir şartla: makro resimde enflasyondaki «muhtemel patinaj» riski alternatif getirileri bir süre daha canlı tutmaya devam edebilir. Kırılımin şiddeti, azalan risk primi destekli bambaşka bir tablo doğurabilir!

■ Yerel varlıkları bol bol konuşacağız; önce yurt dışı

- Amerikan dolarına bakış ve fiyatlama çabası gibi ABD seçimleri de aynı ekseninde: sadece ABD'nin seçimi değil. Etkileri ile birlikte tüm dünyaya sirayet etme potansiyeli var. Kasım ayında gerçekleştirilen seçimler ile birlikte görevi yeniden Donald John Trump devralacak. Koltuktaki devir teslimden ziyade, politik anlamda farklı anlamlar taşınan bir değişimden söz ediyoruz. İlk dönemindeki seçilmesinin aksine, bu kez çok daha kendinden emin ve ne yapabileceği kadar potansiyel sürprizlerinin de karşı taraf açısından bilinmezliklerin ortasında bilinirlik taşıdığı bir isimden söz ediyoruz. Ayrıca, Temsilciler Meclisi ve Senato'nun da Cumhuriyetçi Parti hakimiyetinde olacağını ekleyelim. Elbette kurumların herkesin ve her şeyin üstünde olduğu kabul edilen ve değerlendirilen bir düzende tek bir kişi üzerinden ABD siyasetinin seyri belirlenmeyecektir. Ancak, yürüttüğü kampanya sürecindeki ana başlıklar, piyasalar açısından göz ardı edilemeyecek belirsizlikler barındırıyor. 20 Ocak'taki görev değişiminin ardından tarifeler kanalı ile başlıkların tek tek gündem oluşturmasını beklemek sürpriz olmaz. Bir klasik olduğu üzere, piyasalar, belirsizlik ortamından hoşlanmaz. Kısa vadeli gelişmeler ile orta vadeli yansımalarını ciddi anlamda ayırtmamız gereken bir dönem bizleri bekliyor. Tek doğrunun çalışmayacağı 4 yıllık süreç için hazırlıklı olmak gerekiyor.

■ ABD'de olan biten her şey «piyasa fiyatlamaları açısından» hepimizin kaygısı

- Nereden başlayarak beklenti oluşturabileceğimizi az çok biliyoruz. Zira önümüzde ilk dönemin deneyimleri mevcut. Seçilmiş Başkan Trump, iş dünyasından geldiği için ticareti ana müzakere gerekçesi olarak kullanmayı seviyor. Asya'nın ve özellikle de Çin'in ticaret kanalındaki rolünden, yarattığı dengesizlik ve eşitsizlikten memnun değil. Şunu da belirtmeden geçmek olmaz: kendisinin ilk döneminde korumacı ticaret adına attığı adımların büyük oranda değiştirilmediği bir Demokrat Parti dönemi tamamlanıyor. Yani, bir noktada, genel ABD bakışından söz ediyoruz. Bu nedenle tarife (ek vergi) söylemlerini ciddiye alıyoruz. **Burada kilit nokta, genele yayılır bir yaklaşımı benimseyip benimsemeyeceği. Yani, tarifeler sadece Çin ile sınırlı kalır mı? Kanada, Meksika, AB ve/veya diğer ticaret ortaklarına da kanalize olur mu? Bu sorunun yanıtı maalesef net değil. Verilebilecek cevaba göre, hem ABD büyümesi hem de çevresinin şekillendirdiği global ekonomi için çok daha rahat konuşma fırsatımız olacak.** Şu aşamada ana senaryomuz, güçlü ABD ekonomisi temasından değişiklik olmaması. Bu da ciddi anlamda başta AB olmak üzere ayrışma anlamına geliyor. Fed açısından da konunun yansımaları olacak. Özellikle tarifeler ve muhtemel enflasyonist etkileri kafa karıştırıcı ve para politikası açısından riskler barındırıyor. Genele yayılacak bir tarife sisteminde ise global ekonominin performansında aşağı yönlü riskler doğacak. Ticarete dair belirsizliklerden en fazla negatif etkilenen yer AB. İlk dönemde de böyle olmuştu.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Siyasetin para politikasına yansımaları

- Tarife uygulamaları sadece rakamsal değişiklikler anlamına gelmiyor. Para politikasına yansımaları da olacak. Fed'i uzun bir süredir eleştiriyoruz. Eylül'de başlattığı süreçte tercih ettiği iletişim kendi kredibilitesinden uzak, gelişmekte olan ülkelerin önemli bir kesiminde dahi olmayan belirsizlikteydi. -50bp ile yanlış iliklemeyle devreye alınan süreçte -25bp patikasına sadece 1 toplantı sonrasında geçiş de hataydı, odak noktasının enflasyon-istihdam-yeniden enflasyon şeklinde sert değiştirilmesi de. Tüm bunların arka planında elbette ki muhtemel siyasi değişime hazırlık da olabilir. Bunu kabul ediyoruz. Ancak, iletişimi eleştirmekten çekinmiyoruz. Tarife uygulamalarının, muhtemel ticaret belirsizliklerinin, kampanya sürecinde dillendirilen vergi indirimleri ve teşviklerin para politikasını zorlayacağı aşikar. Bu nedenle Aralık'taki Fed projeksiyonlarındaki güncelleme bizim için sürpriz değil. Faiz indirimi için alanın sınırlanması önemli bir konu, uzun vadeli faizlerde kademe kademe %3'e gelmesi apayrı önemli bir konu. Nette tüm bu olan bitenin Fed'e yansımaları olacak. Fed'e yansımaları da başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere, dış borçlanma maliyetleri ve belirsizliklerden etkilenme kırılğanlığında olan üyeler açısından negatif risk. Fed'in daha yavaş ilerlemesi ihtimalini asla göz ardı etmiyoruz. Kaldı ki Fed'in kaç kez faiz indirimi adımı atacağı konusunun kısmen magazinsel tarafı da var. Biz, bu kısım ile ilgilenmiyoruz. Pandemi ve sonrasında hemen hemen her analizimizde dile getirdiğimiz riskimizi tekrarlayalım: ABD ve global ekonominin bir kısmında, 2000'li yıllarda başlayan, 2008-09 sonrasında şiddetini artıran düşük faiz ortamı ve seviyelerinin yeniden gündeme gelmesini çok düşük görüyoruz. Enflasyon patikasındaki kayma ve reel gelirlerdeki güçlü pozisyon bu tabloyu mecbur kılıyor. Artık yarın için oyun alanı çok daha dar.

■ Piyasa pozisyonlanmaları yakından izlenecek; değişim hızları sert olabilir

- Hemen hemen dış varlık fiyatlamaları için çizilen tablo benzer: güçlü ABD ekonomisi = güçlü USD demek. Şirket karlılıkları ve fon akımlarının eğilimi de ABD hisse senetlerini destekliyor. Muhtemelen bu pozisyonlanmada farklılaşma olmaz. Bilinmesi daha az olan kısım ise ABD tahvilleri. Kasım seçimleri ile birlikte varlık sınıfları arasında önemli bir değişim başladı. Faizlerdeki yükseliş USD'nin güçlendiği süreçte gerçekleşti. Hisse senetlerindeki fiyatlama temasını ayırıştırmak ise kolay değil. Çünkü hikayenin içerisinde yıl kapanışı çabaları ve bonus (prim) başlıkları da var. Her noktada daha yukarıdan bir kapanış ana tema konumunda. **Bizim ana oyun planımız, 20 Ocak'taki devir teslimden sonra konuşulmayan başlıkların yeniden üst sıralara tırmanması. Öte yandan şu şerhi de düşelim: seçim kampanyasında dile getirilenlerin devreye alınması kadar alınma hızı da önemli olacak. Yani, daha yumuşak bir geçiş, erozyonu sınırlayabilir. O nedenle yılın ilk çeyreği biraz bekle-gör havasına evrilebilir ya da mevcut iyimserliğin korunması ağır basabilir. Net bir tablo çizmek kolay değil. Fed'in yavaşlamasını ve stabil pozisyona geçmesini bekliyoruz. Son Dot Plot eğilimi de bu şekilde. Tahvil faizlerinin ilk etapta federal fonlama oranı etrafında şekillenmesini beklemek fazlasıyla makul. İlerleyen dönemde ise risk başlıklarına göre bir dizayn oluşur. Nasıl? Mali tarafta beklenen genişleme faizleri çok daha yukarıda şekillendirebilir. Diğer yandan ise global portföy akımlarındaki yavaşlama ve ABD eksenli eğilimin devam etmesi, «güvenli liman» fikrinden hareketle burada alım tabanını artırabilir.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Güçlü USD temasının devamını bekliyoruz (USD)

- Dönemsel bazda konuşuyor gibi görünsek de genel USD alım talebinde esasen bir değişiklik görmüyoruz. Önceki strateji raporlarımızda da sık sık bahsetmeye çalıştığımız detayı yeniden hatırlayalım: Amerikan dolarına olan talep farklı kanallar üzerinden şekillenen bir süreç. Rezerv para birimi niteliğinden, portföy akımlarındaki rolü, ticaret kanalındaki ağırlığı ve güvenli liman algısı gibi unsurlar USD için doğal akış yaratıyor. Kaldı ki karşısına rezerv para hüviyeti kazanmak için çıkan üyeler de son derece zayıf. Her anlamda. Bu değerlendirmemizi rakamlara dökmek de fazlasıyla mümkün: **dolar endeksi, 2003-21 dönemindeki 19 yıllık işlemlerde ortalama 87.7 ile şekillendi. Ancak, son 3 yıldaki ortalaması ise 104 bölgesine taşındı. Kuşkusuz buradaki ana etkenler; pandemi dönemindeki para politikalarından çıkış, tarihte daha önce görülmemiş bir şiddette Fed sıkışması ve «güvenli liman» tercihinin ağır basması. USD rejimindeki değişimi önemsemek gerektiği kanaatindeyiz. Bilhassa orta vadeli planlama yaparken. 2025 için ana senaryomuz, ortalama USD alıcılı eğilimin korunması. Yıl ortalaması için 104'ler civarı, yıllık değişimde de %1 beklentisine sahibiz. Ancak, önemle belirtelim: yılın tamamı için şimdiden konuşmak kolay değil ve hata barındırıyor. Gelişmelere göre güncelleme elzem.**

■ Zayıf EUR teması devam edecek; başta biz olmak üzere önemli bir sorun (EUR)

- Avrupa ekonomisi yine, yeni, yeniden zayıf ve yapısal olarak sorunlu. Devam eden Rusya-Ukrayna savaşı Bölge'nin yakalanmak isteyeceği en zayıf pozisyon ve zamanlamaya denk geldi. Askeri harcamalar bir süredir yeniden gözden geçiriliyor ki Seçilmiş Başkan Trump'ın konuya ilgisi malumunuz. Almanya ve Fransa'daki siyasi gelişmeler ciddi bir zayıflık göstergesi. Ekonomik yapılar da kendi içerisinde ayrışıyor. EUR'nun rezerv para hüviyetini kazanması henüz arzu edilen seviye ve güçte değil. ECB'nin Fed'e kıyasla para politikasını gevşetme zarureti ve alanı çok daha fazla. Bu da faiz makasının açılması kaynaklı EUR işlemlerinin baskılanmasına neden olacak. 2010'lardan bu yana Bölge'den fon akımlarında çıkış var. Bu da EUR'nun portföylerdeki payını aşağı çeken bir diğer önemli ve kritik unsur. **Yıl içerisinde 1.05-1.10 aralığında salınım, kısa vadede ise, özellikle ilk 6 aylık dilimde, <1.05 eğiliminin devam etmesini bekliyoruz.** Paritede eşitleme senaryosu bizim açımızdan sürpriz olmaz. Zayıf AB = Türkiye ihracat iklimi için de önemli bir konu başlığı. Talep kanalı ve EUR değeri ihracatçı pozisyonundaki şirketlerimizde belirleyici başlıklar. Yıl içerisinde paydaşlarımızdan aldığımız geri dönüşlerde bu konunun ne denli önemli olduğunu birçok kez hem dile getirildi hem de finansal anlamda deneyimlendi. Küçük bir hatırlatma: 3Ç'de USD karşısında %4 değer kazanan EUR, ihracatçı şirketler açısından sınırlı da olsa avantaj sağlamıştı. 4Ç'de ise tablo 1/1 terse döndü ve %6'dan fazla zayıflama var. EURTRY paritesi de *-hibrit kur olduğu ve EURUSD ile USDTRY işlemlerinden etkilendiği çoğunlukla unutulur-* %4 aşağıda. Nette çift yönlü baskılanmadan söz ediyoruz. **İhracatçılarımız için tek çıkış yolunun verimlilik artışı, ciddi yaklaşılacak maliyet kontrolü, rekabetçiliği ürün ve bakış açısı bazlı sağlama, pazar ve ürün çeşitliliği ve son olarak istihdam maliyetleri konuları öncelikli görüyoruz. Kur seviyesi, dikkate alınması gereken bir unsur ve fakat tek başına oyun değiştirici değil. Öyle olsa dahi kısa soluklu koşular maratonu tamamlamaya yetmiyor. Yine son zamanlarda büyük oyunculardan aldığımız bir diğer geri dönüş de geniş operasyonel yapılarda ülkeler özelinde lokal para birimi bazlı işlemlere başlandığı. Payı düşük olmakla birlikte, EUR bağımlı yapıların kısmen de olsa elimine edilme çabaları yok değil.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Emtia tarafında önemli bir hareketlilik beklentimiz «şimdilik» yok | Brent petrol (ICE Brent \$/BBL)

- Son derece çetrefilli bir konu. NŞA'da arz ve talep dengesi üzerinden fiyatların şekillenmesi gereken bir başlık. Ancak, sermaye piyasalarının, özellikle de türev işlemlerin hızlı gelişimi, klasik dengelerin de bozulmasına, öngörülebilirliğin azalmasına neden oluyor. Zaman zaman da beliren bölgesel riskler fiyatlamalar üzerinde etki yaratıyor. 2024'e başlarken petrol fiyatlarında –*bahsettiğimiz Brent tipi*- önemli bir değişiklik beklemiyorduk. Ana senaryomuz, \$80-100 bandında salınım ve enflasyonist baskının oluşmamasıydı. Öngörümüz büyük oranda çalıştı. Son 200 işlem gününde ortalamada \$79.51 ile işlem gören petrol kontratında kapanış bazında en yüksek \$91, en düşük ise \$69 seviyeleri test edildi. Aşağı yönde sarkmaları senaryomuzda düşük tuttuğumuzu belirtelim. Bu arada OPEC+'ın devreye girdiğini, jeopolitik risklerin bitmek bilmediğini, özellikle de Orta Doğu'daki gelişmeleri yakından izlediğimiz bir kez daha hatırlatalım. Yılın ilk yarısı ile ikinci yarısı ayrıştı. Mevsimselliğin en fazla hissedildiği ikinci yarıda fiyatlarda aşağı yönlü baskı olduğunu belirtelim. **2025'e başlarken beklentilerimizi biraz daraltarak \$70-85 bandında belirliyoruz. Şu anda bulunduğumuz pozisyondaki okumamız, fiyatlarda aşağı yönlü risklerin yukarı yöne kıyasla daha fazla olduğu. Bu, bizim gibi ithalatçı konumdaki ülkelerde ödemeler dengesini destekleyici bir detay. Global ekonominin seyri, arz/talep dengesi ve doğal olarak riskli varlıklara yönelim iştahı fiyat tahminini zorlaştırıyor.**

■ Değerli metaller | Ons altın (XAUUSD)

- Geride kalan yıl ons altın için ortalama fiyat seviyesi beklentimizi \$2035 olarak açıklarken şu gerekçeleri belirtmiştik: «2024 yılına yönelik ortalama ons altın fiyatı beklentimizi \$2035 olarak belirliyoruz ve riskleri Fed'in başlatması muhtemel faiz indirimi sürecinin ivmesi ve iletişimine göre şu aşamada yukarı yönlü olarak görüyoruz. Son 3 yıldır satıcı tarafta yer alan fonların yeniden değerli metalden yana tavır alması durumunda ise süreç yükseliş tarafında riskler barındıracaktır.» Buna karşın, ortalama fiyat performansı \$2387 ile çok daha kuvvetli oldu ve bir önceki yıla göre değişimi %+23 ile gerçekleşti. Her ne kadar yukarı yönlü riskler için kapıyı açık bırakmış olsak da aradaki fiyat farkının önemli bir kısmının merkez bankalarının devam eden alımları ve spekülasyon pozisyonlanmadaki artıştan geldiğini değerlendiriyoruz. Orta-uzun vadeli yatırımcı ilgisi için yakından izlediğimiz ETF'lerdeki değişim ise bizi şaşırtmadı: -4 milyar doların hemen üzerindeki bir çıkış ile negatif taraftaki pozisyonlanmasını dördüncü yıla taşıdı ve henüz bu cephenin hazır olmadığı şeklindeki fikrimizi teyit etti. **Yeni yılda ortalama ons altın beklentimizi \$2750, dalgalanma aralığını ise \$2500-3000 şeklinde belirliyoruz. i) Fed'in daha yavaş bir patikada ilerlemesini ii) reel faizlerin yüksek kalmasını iii) jeopolitik risklerdeki azalış ihtimalini iv) ETF'lerin alternatif getiri ortamında iştahsız duruşunun devamını v) merkez bankalarındaki ilginin ne yönde evrileceğini çift yönlü risk başlıkları olarak not düşüyoruz. Teknik analiz bakış açısıyla \$2500 bölgesinin takibini önemsiyor, aşağı yönlü salınımlarda \$200-300'lik fiyat hareketlerinin gündeme gelebileceğini değerlendiriyoruz.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Fon akımları: bilinen ezberler ile ilerleme dönemi uzun zaman önce geride kaldı

- Küresel fon akımları konusunda doğru bilinen yanlış üzerinden ilerlendiği, sabit fikirler ile yorum yapıldığı bir dönemden geçiyoruz. Üstelik bu, yeni değil. Son 2-3 yılda paylaştığımız Strateji Raporlarımızda birçok kez, özellikle de gelişmekte olan ülkeler nezdinde, fon hareketliliğinin eski dönemler ölçeğinde gerçekleşmeyebileceğine, bunun da hem gelişmekte olan ülkelerdeki sorunsal yapılardan hem de ABD'nin dominant pozisyonu kaynaklı olduğundan bahsetmeye çalışıyoruz. Geldiğimiz noktada çok da fazla bir yanılgı içerisine düşmediğimiz bir tablo bizleri karşılıyor. 2000'li yıllarda başlayan ve Çin'in DTÖ'ye katılımı ile ivmelenen süreç, dezenflasyon ortamında paranın getiri arayışına girmesine ve gelişmiş ülkelerdeki düşük-stabil primlere karşı gelişmekte olan ülke varlıklarının adeta bir yıldız gibi öne çıkmasına zemin hazırlamıştı. İlerleyen yıllarda ise ABD'de küresel finansal kriz ile başlayan dönemin sonraki aşamaları gelişmekte olan ülkelerde fon akımlarının önce farklılaşmasına sonrasında ise ciddi anlamda azalmasına neden oldu. Mayıs 2013'te dönemin Fed Başkanı Bernanke'nin yaptığı çıkış ise farklı bir kapıyı araladı. Keza Seçilmiş Başkan Trump'ın görevdeki ilk dönemi de. Son olarak pandemi ve sonrası, küresel likiditenin gelişmiş ülkeler sınıfında, ağırlıklı ABD'de askıda kalmasını sağlarken, gelişmekte olan ülkelerde ise ciddi bir ivme kaybı yaşandı. Burada Çin'in sorunlu yapısı da bir etken, ABD varlıklarının ciddi anlamda pozitif ayrışması da. Açıkçası 2025'in 2024'ten çok farklı şekillenmesini beklemiyoruz ve hatta gelecek 4 yıllık süreçte ABD ve USD varlıklarının kayda değer şekilde ağırlığını hissettirmesi beklentisine sahibiz. **2 değişken oyunda farklılaşma yaratabilir: i) Avrupa Birliği'nin geri dönüşü ve EUR varlıklarındaki iskontonun kapanması ii) Çin'in devreye aldığı teşvik paketlerinin gerçekten sorunlara cevap vermesi ve beklentilerin aksine yapısal sorunlarına çözüm olması. Denklem doğrudan katmadığımız, ancak, önemli bir başlık olan ABD-Çin ticaret gerilimi de mutlak surette gözetilmeli.**
- **Rakamlar üzerinden konuşalım.** Çin'in portföylerde kapsadığı alan bir süre yadsınamayacak ölçekteydi. Ancak, son yıllarda payında azalış var. Yine de önemli. IIF'nin açıkladığı rakamlardan yaptığımız hesaplamalara göre, 2018-2021 yıllarında Çin hisse senetlerine toplamda \$227 milyar giriş oldu. Aynı süreçte Çin hariç GOÜ sepetinde ise -\$73 milyarlık performans takip edildi. **Yani, ilk sonuç, Çin'in sepetteki ağırlığı ve diğer üyelere pek bir şey kalmadığı.** 2022-2024'ün ilk 11 aylık döneminde ise Çin hisselerindeki ivme +\$43 milyar seviyesine geriledi. Diğer GOÜ üyelerinde ise +\$16 milyarlık sınırlı giriş yaşandı. Öte yandan 2018-2021 yıllarında Çin borç senetlerine yaklaşık \$500 milyar dolar net giriş gözlenirken, 2022-2024'te \$80 milyara yakın çıkış hesaplıyoruz. 2018-2024 döneminin tamamında Çin hariç GOÜ sepetindeki borç senedi akımı ise \$1 trilyondan fazla oldu. **İkinci sonuç, hisse senedi-borç senedi ayrımı ve GOÜ'de Çin'e bakış açısının yatırımcı nezdinde finansal varlıklarda ayrışması.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Fon akımları: değerlendirme devamı

- **Son 13 ay detayı.** Konuşmaya yakın geçmişten başladığımız hikayede yavaş yavaş bugüne gelelim. Son 13 aylık döneme ait detayları değerli buluyoruz. Fed'in önderliğinde global para politikalarındaki tarihi sıkışma esnasında Asya bölgesi ve özelinde Çin & Japonya gruplarının ayrıştığını görmüştük. Bu nedenle özellikle Çin'de, para politikası manevra alanının da dar olduğu fikrinden hareketle, borçlanma senetlerine yabancı girişi yeniden tetiklendi. 2024'ün üçüncü çeyreği ve sonrasında da hisse senetleri tarafı hareketlendi. Hesaplamalarımıza göre, son 13 ayda Çin varlıklarına \$141 milyar giriş gerçekleşti ki bunun da \$125 milyarlık kısmını borçlanma senetleri oluşturdu. Eylül ayında hisse senetlerine teşvik beklentileri ile yaşanan \$25 milyarlık hareketin kalıcılığı noktasında soru işaretlerimizi korumakla birlikte, sadece buraya kadar olan konuştuklarımız dahi gelişmekte olan ülkeler ve fon akım potansiyeli konusu açıldığında, geçmiş dönem ezberleri ile hareket etmenin ne denli sıkıntılı olabileceği düşüncesini teyit eder nitelikte.
- **2024 sınavı.** Para politikalarındaki sıkışmanın sonuna gelindiği 2024'ü genel GOÜ sınıfı fena geçirmede. Geride kalan yılda, Çin varlıklarına (*hisse senedi+borç senedi*) +\$93 milyar giriş olurken, 2021'den bu yana toplam rakam nezdinde ilk kez artı kapanış gündeme geldi. Çin hariç sınıfta da pozitif ivme takip edilirken, toplam rakam ise \$170 milyar seviyesini aştı. İlk 11 ay nezdinde 2023'e yakınsayan, büyük ihtimalle de hafif gerisinde kalacak bir performans söz konusu. Fed'in faiz indirimlerine başladığı, ABD seçimlerinin yakından izlendiği ve sadece ABD varlıklarının genel risk iştahını yönlendirdiği 4Ç döneminde, Çin hisse senetlerinden \$16 milyar, Çin hariç üyelere ise \$22 milyar dolar çıkış olurken; borçlanma senetlerinde sırasıyla \$5 milyar ve \$53 milyarlık eğilimler gerçekleşti. Nette bir kez daha hisse-borçlanma senedi ayrımı ile karşı karşıya kaldığımız gerçeği unutulmasın.
- **2025.** Özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımları nezdinde belirsizliklerle dolu. Temel varsayımlarımızda; global ekonominin 2024'e paralel büyümesi, enflasyondaki geri çekilmenin sürmesi (küresel), Fed'in daha yavaş ve küçük adımlarla ilerlemesi, ticaretin ciddi anlamda aksamaması, ABD seçim sürecindeki söylemler devreye alınsalar dahi etkilerinin 2026 ve sonrasında görüleceği başlıkları var. Zayıf AB ve Çin ekonomik yapıları yakından izlenmeye devam edecek, gelişmekte olan ülkelerde ise borçlanma senetleri ana belirleyici olarak konumlarını koruyacak. **Fed'in reel faiz bırakması ciddi bir risk unsuru ve fiyatlama kafa karıştırma özelliğine sahip. Bu nedenle her ülke kendi risk primi çerçevesinde, kendi ev ödevlerine ulaşma kapasitesi ile fiyatlanacak.** Göz ardı edilmemesi gereken bir detay. Global likidite elbette farklı noktalarda getiri arayışını muhafaza edecek, ancak, vade ve giriş kanalları farklılaşacak. Gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında faiz indirimleri, Brezilya gibi örneklerde sıkışmaya dair birkaç adım daha, Türkiye'de ise ilerleyen sayfalarda daha detaylı şekilde paylaşacağımız üzere, kademeli şekilde para politikasının gevşetildiği bir süreç izleyeceğiz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | genel değerlendirmeye giriş

- **2024'ün «en azından yerel varlık fiyatlamalarında» belirsizliklerden uzak bir yıl olduğu fikrine katılmıyoruz.** Makro çerçevede yıl başlangıcındaki düşüncelerimiz arasında paralel gerçekleşenler kadar, çok daha iyi performans sergileyenler de oldu. Dilerseniz, kendi muhasebemizi de yapmak adına 1 yıl önce nasıl bir beklenti havuzu şekillendirdiğimizi ve sapmalarımızın üzerinden hızlıca geçelim:
- ✓ **Büyüme performansı olarak %3-3.5 aralığı ile çalışıyorduk.** Yıl içerisindeki seyir beklentilerimizden sapma göstermedi.
- ✓ **Enflasyonda yıl kapanışını %40-45 aralığında öngörürken, kurdaki seyir ile birlikte <%40 ihtimalini de masadan kaldırmadığımızı belirtmiştik.** Buradaki düşüncemizin saptasında ana belirleyiciler i) beklenti kanalındaki katılık ii) para politikasındaki adımların gecikmeli etkilerinin ancak Haziran'ın ikinci yarısında «sınırlı» düzeyde görülmeye başlaması iii) hizmet enflasyonundaki ciddi inatçı seyir iv) TL likidite fazlası ve son 4-5 yıldaki politikaların getirdiği «varlık etkisi» ile talebin tüketicinin bir kesiminde kırılmaması oldu.
- ✓ **Cari işlemler açığında -\$35 milyar ile çalışıyorduk, beklentimizden çok daha iyi bir performans gözlemlendi, iyi ki de öyle oldu.** Küresel emtia fiyatlarındaki destekleyici seyir, yurt içine ağırlıklı borçlanma senetleri kanalından yaşanan giriş, banka ve özel sektör kesimlerinin yurt dışı fonlamada rahatlatma sağlaması, altın ithalatındaki baskılı zayıf seyir, kısmen tüketimdeki yavaşlama ve kredi uygulamalarındaki tavan nedeniyle düşüncemizden daha pozitif bir eğilim takip edildi.
- ✓ **Politika faizinde %45'te sabit duruş bekliyorduk.** Yerel seçimlere gidilen süreçte yaşanan kur baskısına cevaben politika faizinin dezenflasyon sürecini desteklemek adına %50'ye yükseltilmesi beklentimizin dışında tablo oluşmasında etkili oldu. Buradaki sapmada büyük oranda ağırlığı, yerleşiklerin hala daha (o dönem nezdinde) kur hareketlerine olan yüksek hassasiyetine veriyoruz. Politika faizindeki +500bp'lik hamleyi yerinde bir karar olarak görüyoruz.
- ✓ **Normalleşme sürecinin devamı ve ülke risk primi (CDS)'te azalış öngörüyoruz ki CDS için 230bp civarını dile getirmiş, ancak, 2018 öncesi seviyeleri işaret eden bu beklenti için henüz erken olduğunu da eklemiştik. Yine kredi notunda da artış sürecinin devamını bekliyorduk.** Düşüncemiz, CDS nezdinde, büyük oranda gerçekleşti. Risk primindeki azalış devam etti, yıl içerisinde en düşük, kapanış fiyatı bazında, 246bp seviyeleri görüldü. Genel hatlarıyla beklentilerimizde sapma olduğu kanaatinde değiliz.
- ✓ **Lirada pozitif seyir, reel değerlenme ve rezervlerde artış öngörüsüne sahiptik.** Her 3 beklentimiz de çok daha iyi performans ortaya koydu; özellikle rezervlerdeki hızlı toparlanma ve swap hariç resimdeki değişimi en azından bu hızda ve boyutta 2024'te beklemiyorduk. Nette böyle olmasından son derece mutluyuz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | genel değerlendirmeye giriş

- Makro taraftaki beklentilerimiz ve sapma gerekçelerimizin üzerinden hızlı şekilde geçtikten sonra fiyatlamalara da göz atalım ve oradan 2025 beklentilerimizi her ikisi için de şekillendirmeye başlayalım.
- ✓ **Normalleşme sürecinin TL varlıklara pozitif katkı sunmasını beklerken, BIST 100 endeksi için 12-ay hedef fiyat beklentimizi 7736 puan seviyesindeki son kapanış ile birlikte 10 Ocak 2024'te 11800 olarak belirlemiştik. Buradaki beklentimiz üzerine sesli şekilde biraz tartışmak niyetindeyiz.**
- **Lira cinsinden değerlendirilen varlıklar için pozitif beklentilerimizin büyük oranda gerçekleştiği kanaatindeyiz. Ancak, şeffaflık adına detaylandırmak isteriz. BIST 100 endeksine yönelik belirlediğimiz adil değer seviyesinde, raporumuzun 9 farklı noktasında «alternatif getirilerdeki yükselişin risk unsuru olarak belirdiği» detayına atıf yapmış, kısa-orta vade yatırım düşüncesi ayrışması riskine değinmiştik. Maalesef buradaki endişelerimiz fazlasıyla çalıştı. Özellikle Mart ayında politika faizinin %50'ye çekilmesi ve aşırı miktardaki lira likiditesinin para piyasası fonlarına kanalize olması, hisse senetlerinin baskı altında kalmasına ve gerek endeks gerekse şirket bazlı performansların tatmin edici noktadan uzakta şekillenmesine neden oldu.**
- **Dahası yılın ikinci yarısındaki yabancı yatırımcı çıkışının boyutu ve şiddeti bizim beklentilerimizin fazlasıyla üzerinde şekillendi. Evet, meslektaşlarımızdan yabancı girişi noktasında «temkinli duruşumuz» ile yıl başlangıcında ciddi anlamda ayrıştıyorduk; hayır, bu denli bir çıkışı da beklemiyorduk.**
- **Ayrıca, BIST'teki likidite probleminin yine yılın ikinci yarısında bu denli derinleşmesi ve tek yönlü satıcı pozisyonunda yabancı yatırımcılar yer alırken, karşı tarafta tek yönlü bireysel yatırımcı bulmakta zorlanılması da beklentilerimizin ayrışmasında rol üstlendi. Sadece yerli PYŞ pozisyonlanmasının domine ettiği uzun bir dönemi geride bıraktık ve alternatif getiri baskısının da hissedilmesi ile birlikte Türk hisse senetleri performans açısından tatmin edici pozisyondan uzakta yer aldı.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ❑ **Değerlendirmelerimize göre bir diğer önemli unsur da yine 2024 Strateji Raporumuzun 18 farklı noktasında değindiğimiz Enflasyon Muhasebesi uygulaması ve olası riskleri üzerinden şekillendi.** Bu konuda endişelerimizi sık sık yıl içerisinde de dile getirmiş, gerek yarattığı algı gerek anlaşılması gerekse raporlanması anlamında önemli fiyatlama riskleri barındırdığına değinmiştik. Maalesef yine bu endişemiz de beklentilerimizdeki sapmada etkili oldu. Özellikle yılın ilk yarısında «karanlık bir tünelde sektör, denetim şirketleri ve yatırımcıların yol bulma çabası içerisinde girdiği» gerçeği asla unutulmamalı.
- ❑ **Tüm bunlar olurken, beklentilerimizde BIST 30 hisseleri etrafında pozisyon alınmasını önerdiğimizizi de hatırlatalım.** Beğendiğimiz ve öne çıkmasını beklediğimiz sektörler olarak; banka, holding, petrol rafinerisi, savunma, telekom ve havacılık sektörlerini belirtmiş, Model ve Döngüsel Portföylerimizi de bu beklentilerimiz etrafında şekillendirmiştik. Gelinen noktada, petrol rafinerisi dışındaki beklentilerimizin ve şirket seçimlerimizin BIST'i yenmekte başarılı olduğunu rahatlıkla söyleyebiliyoruz. Özellikle yıl içerisinde YKBNK, AKBNK, TAVHL, PGSUS, TCELL, ASELS, SAHOL gibi ana oyuncu olarak gördüğümüz tercihlerimizin ve HTTBT gibi son derece değerli bir pozisyonda yer aldığını düşündüğümüz small cap konumundaki şirketin portföylerimize olan katkılarından memnun olduğumuzu belirtmeden geçmek istemeyiz. Yine yılın son çeyreğinde devreye aldığımız, sigorta sektörünün hayat dışı tarafına odaklanan şirketlerine yönelik değerlendirmelerimiz kapsamındaki AGESA & ANHYT, klasik sigorta işi noktasında da ANSGR önerilerimizin başarılarından duyduğumuz mutluluğu eklemekte fayda görüyoruz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2025 makro beklentilerimiz

- Yeni yılda Türk lirası ve cinsinden değerlendirilen varlıkları konuşurken merkez noktasında bir kez daha «enflasyon» başlığı yer alacak. 2025 Strateji Raporumuzun temasını belirlerken «2026 için önce 2025» başlığını tercih etme nedenimiz de enflasyondaki seyrin ne ölçekte netleşeceğini görmek istememiz.
- Mayıs 2023'teki seçimlerin ardından Türkiye'de makro ve para politikaları geri dönüşünü ne denli önemseydiğimiz ve değer verdiğimiz son iki Strateji Raporumuz nezdinde gündemi meşgul etmesi nedeniyle fazlasıyla anlaşılmalı olsa gerek. 2024'ten devralınan bir takım başlıkların 2025'in önemli bir diliminde devrede olmaya devam edeceği kanaatini taşıyoruz. Ne gibi? Büyümedeki sınırlı ivme kaybı ve reel gelirlerdeki azalışın harcamaları kısıtlaması yılın ilk yarısında etkisini sürdürebilir. Bu, diğer yandan, enflasyonla mücadele sürecine de katkı sunacak bir unsur. Asgari ücret konusu son derece hassas ve sadece yüzdesel değişimi üzerinden tartışılacak bir gelişme değil. Ancak, konumuz gereği yeni yılın stratejilerini oluşturmaya çalıştığımızdan, %30 düzeyindeki artışın enflasyon beklentilerini çıpalamada Merkez Bankası'na katkı sunacağına inandığımızı ekleyelim.
- Yılın son ayında atılan politika faizi indirimi adımı ise enflasyondaki seyirle paralel ilerleyecek bir süreç. Burada Eylül ayından bu yana belirttiğimiz üzere «faiz indirimi döngüsü» senaryosundan ziyade «süreç içerisinde şekillenecek faiz indirimi adımları» tanımlamasını daha doğru buluyoruz. TCMB'nin belirli bir miktarda reel faizi «gerçekleşmiş enflasyon verisi üzerinden» bırakmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Açıkçası bu uygulama yaklaşımını şu an için doğru da buluyoruz. Elbette ideali, beklenen enflasyona göre reel faiz ayarlaması yapılmasıdır. Ancak, Türkiye örneği gibi ciddi yüksek çift hanelerde enflasyon tablosu oluşmuş ve beklentilerdeki çıpalamanın piyasa profesyonelleri dışında henüz gerçekleşmediği ülkelerde bu tarz yaklaşımlara bir süre daha, en azından işler yoluna girene dek, ihtiyaç duyulduğunu belirtelim. Mevcut Merkez Bankası yönetimini; tercih ettikleri iletişim, devreye aldıkları uygulamalar, yabancı yatırımcılar ile kopan iletişim kanalını yeniden canlandırmaları ve sorunlu kısımları normalleştirmek için attıkları adımlar paralelinde doğru buluyor, desteklemeye devam ediyoruz. 2024'teki ülke kredi notu artışlarında en önemli desteğin Bakan Şimşek'in krebilitesinden sonra para politikası kanalı üzerinden geldiğini, bilhassa rezervlerdeki toparlanmanın pozitif dönen algıya da katkı sunduğunu düşündüğümüzü eklemek isteriz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2025 makro beklentilerimiz

- 2025'te büyümenin daha dengeli olacağını, enflasyonda %30'lu seviyelerde muhtemel patinaj riski gördüğümüzü, reel lira değerlenmesinin devamını değerlendirdiğimizi ve cari denge açısından herhangi bir risk unsuru olmadığını düşündüğümüz belirterek cümleye başlamak isteriz.
- ✓ Çalıştığımız makro çerçevede büyüme oranını yıllık değişimde %3 alırken, riskleri şu aşamada dengeli ve fakat yılın ilk yarısındaki seyri gördükten sonra sınırlı düzeyde aşağı yönlü olabileceği şeklinde değerlendiriyoruz.
- ✓ TÜFE için yıllık kapanışta %30-35 aralığındayız ve riskler bandın orta kısmına ağırlık noktası kayar pozisyonda şekilleniyor. Düşüncemiz, yıl ortalamasının %35 etrafında oluşması. %30'lu seviyelerdeki enflasyon rejiminin mevcut politika setine göstereceği direnci kestirmekte zorluk çekiyoruz. Burası o kadar önemli bir detay ki para politikasının nasıl şekilleneceğinden, mevduat ve kredi faizlerine, alternatif getirilerden BIST'te şekillenecek tabloya dek kritik bir rol üstleniyor. Şunu da ekleyelim: yıl içerisindeki gelişmelerle birlikte, %27-35 gibi geniş bir bandın da senaryolar arasında değerlendirilmesi kanaatindeyiz. Bant genişliğinin yıllık strateji belirlemede tercih edilmeyen bir durum olduğunun bilincinde olmakla birlikte, 2025'in enflasyonda çok ciddi bir geçiş ve kırılım yılı olduğu da göz ardı edilmemeli.
- ✓ Cari işlemler hesabının GSYH'nin %1.5-2'si oranında açık vermesi bir diğer beklentimiz. Fonlamada herhangi bir problem öngörmüyoruz. \$15-20 milyar etrafında bir cari açık gelişimi, 2024'e kıyasla hafif yukarıda olmakla birlikte, önemli bir risk başlığı konumunda değil. Şu aşamada ABD siyasetindeki değişimin global makro çerçeveye yansımalarını kestirmek sadece tahmin etmekle sınırlı kaldığından, aralarında Türkiye'nin de olduğu gelişmekte olan ülkelere başta fon akışı olmak üzere, borçlanma maliyetleri, risk algılaması ve emtia fiyatlarının kurabileceği baskıya dek geniş yelpazede yorumda bulunmak için çok erken olduğuna inanıyoruz. Portföy kanalında ise Türkiye'ye borçlanma senetleri üzerinden girişin yılın genelinde enflasyon-politika faizi seyri ile birlikte paralel seyredeceği düşüncesindeyiz. **Pozisyonlanmanın önemli bir kısmı alınmış gibi görünse de <%30 enflasyon senaryosunda sonraki yılların beklentileri de yavaş yavaş satın alınmaya başlanacağından özellikle ikinci yarıda daha farklı başlıklar konuşulabilir.**
- ✓ Politika faizi ile enflasyon arasındaki reel faizin 2.5-3 puan olmasını beklerken, yıl ortalamasında %35 civarı bir politika faizi ve etrafında şekillenecek mevduat faizi tahmin ettiğimizden bunun da reel lira eğilimine destek vereceğini değerlendiriyoruz. Buradan hareketle USDTRY kuru için kapanış beklentimiz 41TL. TCMB'nin güçlenen rezerv pozisyonunun bugün kadar yarın için de kritik bir gelişme olduğuna inanıyoruz. **Rezerv birikimine yönelik eleştirilerde ise yaklaşımımız, mevcut pozisyonun son derece doğru bir karar olduğu şeklinde. Toplam rezerv seviyesinin bu ivmede olup olmayacağını kestirmek elbette zor; ancak, \$200 milyar bölgesine doğru ilerlemesini desteklediğimizi de belirtmek isteriz.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2025 yatırım stratejilerimiz

- 2024 başlangıcında yayımladığımız Strateji Raporumuzda endeks hedef değerine ulaşırken kullandığımız varsayımlarımızda (makro tahminlerimiz, risksiz faiz oranı ve değerlemelerimize dahil ettiğimiz diğer önemli kalemler) güncellemeler gerçekleştirdiğimizi belirtmiş ve 2027 yılına dek tüm rakamlarımızı paylaşmıştık.
- Kısaca 2024 başlangıcındaki varsayımlarımızı hatırlamak gerekirse:
 - ✓ *2023 başlangıcında %18 seviyesinde bulunan ve yıl içerisinde %21'e yükselttiğimiz risksiz faiz oranımızı (risk-free rate) içerisinde bulunduğumuz makroekonomik koşullardaki değişim ve geçiş süreci kapsamında farklılaştırmanın en sağlıklı yaklaşım olduğuna inanıyoruz. Buna göre, Kasım ayı sonundan bu yana değerlemelerimizde; 2024 yılı için %28, 2025'te %26, 2026'da %22 ve 2027-2032 döneminde ise %20 seviyelerini tercih ediyoruz. Ülke risk primini ise (equity risk premium) 2024-2025 yıllarında %5.5 seviyesinden %6'ya yükseltiyor, 2026'da %5.5'e, 2027 ve sonrasında ise %5'e çekerek mevcut koşullar altında tahmin ufku içerisindeki en sağlıklı değerlendirme sonuçlarına ulaşmayı hedefliyoruz.*
- **Peki, 2025'e başlarken hangi noktadayız?**
 - ✓ *2024'e %28 seviyesinde başladığımız risksiz faiz oranı seviyemizi 2Ç ile birlikte %30'a çekmiş ve yılı da bu düzeyde tamamlamıştık. Yaptığımız son değerlendirmeler ışığında 2025 için risksiz faiz oranı (risk-free rate) düzeyimizi %25 olarak belirliyor, 2026'da %22, 2027 ve sonrasında ise %20 olarak varsayıyoruz. Ülke risk primi (equity risk premium) için 2024'teki %6 seviyesinden sınırlı aşağı yönlü güncelleme ile %5.5'i kullanıyoruz. 2026 ve sonrasında ise %5 ile devam ediyoruz. Böylece tahmin ufukumuz içerisinde olabilen en sağlıklı değerlemeyi çıkarmaya çalıştığımızı bir kez daha belirtelim.*
 - ✓ *Lira cinsinden değerlendirilen varlıklarda kısa vadeli risk algılamasında önemli düzeyde iyileşme olduğunu değerlendiriyoruz. 2025'te kademeli şekilde para politikasının da gevşetileceği düşüncemizle birlikte makro varsayımlarımızın yanında değerlemede kullandığımız girdileri de sürekli gözden geçiriyoruz. Çalışma modelimiz, her çeyrek sonunda tüm faktörleri yeniden değerlendirerek makro tahminlerimiz ve diğer kalemlerde güncellemeye dayanan «dinamik model» tabanlı çalışmakta. Bu nedenle yıl içerisinde hedef fiyat revizyonlarımızı çeyrek dönemlerde açıklanan finansallar ile birlikte, eğer koşullar uygun ise geç kalmadan yapmaya çalışıyoruz. Net/net öngörülerimizi olabildiğince güncel tutmaya dün olduğu üzere yarın da imkanlar dahilinde gayret göstereceğimizin bilinmesini isteriz.*

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Türkiye | 2025 yatırım stratejilerimiz

- Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere yönelik beklentilerimizde makro veri setimiz ve değerlemede kullandığımız diğer girdilerle birlikte yaptığımız güncellemeler neticesinde BIST 100 endeksi için 12-ay hedef fiyat seviyemizi 14000 olarak belirliyoruz. Söz konusu rakam, son kapanış verisi ile birlikte %40 yükseliş potansiyeline işaret etmekte. Hedef fiyat seviyemize yönelik riskleri şu aşamada « dengeli » olarak değerlendiriyor, özellikle yılın ikinci yarısında şekillenecek büyüme-enflasyon-politika faizi tablosuna paralel, herhangi bir yol kazasının yaşanmadığı ideal senaryoda ise risklerin yukarı yönde oluşabileceğini düşündüğümüzü de not düşmek isteriz. Keza her çeyrek bazında güncellediğimiz şirket modellerimizin yanında hedef fiyat seviyemiz açısından en önemli girdilerden birisinin BIST likidite koşulları ve yatırımcı fiyatlama davranışları olduğu mutlak surette dikkate alınmalı, değerlendirmeler beraber yapılmalı.
- 2025 yılında Türk hisse senetleri için genel koşulların 2024'e kıyasla biraz daha uygun bir hal almasını bekliyoruz. Ancak, zorluklar elbette tamamen masadan kalkmış değil. Genel yatırım yaklaşımımızı «temkinli iyimser» olarak tanımlamakta herhangi bir sorun görmüyor, «2026 için önce 2025» diyoruz.
- ✓ **Enflasyon.** 2025'te lira cinsinden değerlendirilen varlıkların merkezine enflasyonu yerleştirdiğimizi Strateji Raporumuzun önceki sayfalarında birçok kez dile getirmiştik. Yılın ilk yarısında, özellikle de ilk çeyrekte, baz etkisi kaynaklı destek yıllık enflasyonda <%40 eğiliminin ilk çeyrek içerisinde oluşmasına imkan tanıyacak. Doğal olarak TCMB politika faizi de aylık enflasyon trendinde önemli bir yukarı yönlü sapma gerçekleşmedikçe aşağıya doğru güncellenecek. Yılın ilk yarısına gelindiğinde, Mayıs-Haziran dönemlerinde, enflasyonda nispeten yıl sonu için oluşacak tablonun da şekillenmesi başlayacak. Burada <%30 ihtimalinin belirmesi durumunda yerel varlıklarda, özellikle de hisse senetleri önderliğinde, önemli bir yükseliş hareketinin ilk aşamalarında kendimizi bulabiliriz. Dediğimiz gibi, önemli olan enflasyon ve politika faizinin seyri. Tersi durumda ise yılın ikinci yarısının 2024'ün 22 Temmuz-5 Kasım dönemindeki işlemlerden farklılaşmasını beklemeyiz.
- ✓ **Alternatif getiriler.** 2024'te bu cepheden gelen acı sancıyı fazlasıyla hissettik. Açık konuşmak gerekirse, Türk yatırımcısının para piyasası fonlarındaki «zahmetsiz getiriler» karşısında mevcut likiditeyi hisse senedi piyasasına kaydırmakta imtina etmesini kesinlikle eleştirmiyor, aksine son derece rasyonel buluyoruz. Bu şiddette olmasa da benzer riskin 2025'in önemli bir bölümü için masada yer aldığını düşünüyoruz. Bilhassa yılın ilk yarısında. İlk maddeden hareketle, enflasyondaki seyrin resmin bütününe ulaşmaktaki rolü yadsınamaz derecede.
- ✓ **Likidite.** En ciddi 3 sorun başlığı arasında yer alıyor. 2024'te tek yönlü satım işlemlerinde yabancı yatırımcılar, tek yönlü alım işlemlerinde ise yerli PYS kesimi takip edildi. Likiditenin kuruması, fiyatlamaların da sağlıklı oluşumuna engel olurken, yarattığı moral bozukluğu yeni girişleri kısıtlıyor, pozisyonların başabaş ya da artıya geçtiği ilk aşamada çözülmesine gerekçe oluyor. 2025'te likidite probleminde açığa satış uygulamasının da normalize olması ile birlikte kısmen toparlanma beklenebilir. Sorunun kökünden çözüldüğüne henüz emin değiliz; yakından izleyeceğiz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ✓ **Yabancı yatırımcı.** 2024 başlangıcında da belki de konuya en temkinli yaklaşan ekip bizdik, bugün de. Şu an için oyun değiştirici bir rol üstlenecekleri kanaati ve beklentisinde değiliz. «Yabancı yatırımcı» konusunda ezbere değerlendirmelerden uzak kalarak rasyonel yaklaşma isteğindedeyiz. Türkiye'nin global fonlar içerisindeki azalan payı, kısmen 2013 sonrasındaki gelişmelerin yansıması –*burada Çin'in artan payından, endekslere yeni dahil olan üyelerin yarattığı baskıya dek geniş bir yelpazeden söz edilebilir*- kısmen de ve muhtemelen uygulanan politikaların doğal bir çıktısı. Kaldı ki gelişmekte olan ülke varlıklarına olan ilginin 2000-2013 arası dönemden çok daha farklı bir patikada ilerlediği konusunu tartışmıştık. Artan hızlı işlemlerin getirdiği yeni düzen, klasik ICM bakış açısını da zorunlu şekilde güncellemeye tabi tuttu. Bu da Türk varlıklarına dönemsel bazda ilgi gösteren yabancı yatırımcı tabanının değişimine neden oldu. Tüm bunların bileşiminde, **2005-2012 dönemindeki ortalama \$3.1 milyar, toplamda ise \$24.9 milyarlık eğilimlerden oldukça uzakta olduğumuzu düşünmeye devam ediyoruz. Samimiyetle şunu da eklemek isteriz; 2024'te \$2 milyarın üzerinde bir çıkışı biz de beklemiyorduk. Evet, kısmen toparlanma beklentimiz vardı, hayır, bu denli yüksek çıkış düşüncemiz söz konusu değildi. Resmi okumamız, devreye alınan makro politikalara karşın güven kanalında biraz daha fazla ikna kısmında bekle-gör fikrinin ağır bastığı. Düşüncemize örnek olarak şu detayı fazlasıyla verebileceğimize inanıyoruz: kredi notu cephesindeki «normalleşme» başlığı hiçbir şekilde hisse senedi fiyatlamalarına yansımada. Böyle olmasını bekler miydik? Asla. 2024 ölçeğinde olmasa da 2025'in bir kısmı, özellikle enflasyon konusuna odaklı bekle-gör havasının esmesi eşliğinde gerçekleşebilir. Olası pozitif tablonun çok daha farklı ivmeyi karşımıza çıkarma riskini yine belirtmek isteriz. Net/net konuya yaklaşımımız şimdilik temkinli, ancak, 2024 ölçeğinde kötü bir performans da beklemiyoruz.**
- ✓ **Enflasyon muhasebesi.** Geride kalan yılda bizleri en fazla zorlayan başlık kuşkusuz enflasyon muhasebesi uygulamasının devreye alınması oldu. Hatırlanacağı üzere, yıl başlangıcındaki Strateji Raporumuzda konuya dair geniş bir yer ayırmış ve olası belirsizliklerin fiyatlamalar üzerindeki etkisinden söz etmiştik. Nitekim bu eksenlerdeki beklentilerimiz maalesef fazlasıyla gerçekleşti. Özellikle yılın ilk yarısında sektör, şirketler ve yatırımcılar «karanlık bir kuyu içerisinde» yön arayışı çabasına girdiler. Bununla birlikte, süreç için kendimizi görebileceğimiz en korunaklı pozisyon olarak değerlendirdiğimiz yabancı para cinsinden raporlama yapan şirketler ve uygulamaya hiç dahil olmayanların yaratabileceği «anlaşılma avantajı» ciddi anlamda etkisini hissettirdi. Bu nedenle öngördüğümüz eğilimi ve yaptığımız yönlendirmeyi son derece yerinde ve başarılı bulduğumuzu sürecin teyit ettiğini ekleyelim. Nominal ve reel bazda finansalları okuma ve yorumlamaya yönelik karmaşanın ikinci yarıda, bilhassa üçüncü çeyrek finansalları ile birlikte önemli oranda azaldığını söylemek mümkün. **Henüz açıklanmamış olan 4Ç finansalları ile birlikte aylık enflasyon hızındaki azalışın 2025'te de devam etmesi beklentimizle enflasyon muhasebesi uygulamasının finansal tablolarındaki etkisi de daha fazla kırılmış ve devreden çıkmış olacak.** Büyük oranda, hatta neredeyse tamamen, şirketlerin kamuoyu yönlendirmelerindeki karmaşanın da azaldığını-ortadan kalktığını konuşur pozisyondayız. **Yeni yılda, 2024'ün aksine, banka ve sigorta gibi iki önemli sektördeki enflasyon muhasebesi uygulamasının devre dışı bırakılması yaklaşımının erken bir zamanlama ile kamuoyuna duyurulmasını algısal olarak pozitif okuyoruz.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ✓ **Kredi notu.** Mayıs 2023 seçimlerini takiben, genel davranış biçimimizin dışına çıkarak, Eylül ayında Strateji Güncelleme Raporu yayımlamış ve süreçle ilgili beklentilerimizi geniş çapta değerlendirerek paylaşmıştık. Oradaki ana oyun planımız, ülke kredi notu ve görünümündeki normalleşme üzerinden fiyatlama teması oluşturmaktı. Bu düşüncemizin kredi derecelendirme kuruluşları nezdinde 1/1 gerçekleştiğini 2024 sonu itibarıyla belirtelim. Ancak, maalesef, piyasa işlemlerindeki yansıması, özellikle de hisse senetleri nezdinde, beklediğimizin aksi yönünde yabancı yatırımcı çıkışı ile takip edildi. Yerli yatırımcı cephesinde ise likidite problemi ve alternatif getirilerdeki yüksek seyrin yarattığı dezavantajlı konumla birlikte süreç büyük oranda «beklenti» seviyesinde takılı kaldı.
- ❑ **Ülke risk primindeki normalleşme-geri çekilme, dış borçlanma maliyetlerindeki azalış, kamu ve özel sektörün bunlara paralel dış finansmana daha kolay erişimi ve yabancı yatırım bankalarının makro değerlendirmelerinde Türkiye'nin kaybettiği «trafik payının» yeniden artışı gibi önemli değişimler ise sürecin kısmen de olsa farklı kanallar üzerinden karşılık bulduğunu düşündürüyor.**
- ❑ **Gelinen son durumda, Fitch ve S&P'nin kredi notu görünümünde «durağan» pozisyona geçmelerini, enflasyon cephesinde somut gelişmeler görmek istemeleri şeklinde yorumluyoruz. Son 1.5 yılda atılan adımlar ve normalleşmede gidilen mesafe, derecelendirme şirketleri nezdinde önemli bir geri dönüş tepkisiyle karşılanırken, bekle-gör havasının da yavaş yavaş ağır bastığı gerçeği göz ardı edilmemeli. Bu nedenle yılın ilk yarısındaki enflasyon-politika faizi seyri ayrıca bu başlık üzerinden de kritik önemde olacak.**
- ❑ **Beklentimiz, 24 Ocak tarihindeki Moody's takvimi ile birlikte diğer iki kredi derecelendirme kuruluşu ile arasındaki makasın pozitif görünüm desteğiyle 1 basamak daha artırımıyla kapatılması. Zamanlama olarak 25 Temmuz'daki Fitch değerlendirmesinin 2026 beklentilerinin de şekillenmeye başlayacak olmasıyla yakından izlenmesini öneriyoruz. 17 Ekim'de belirlenen S&P takvimi ise yıl içerisinde uygulanacak politikaların nasıl bir karşılık bulacağı noktasında ayrı bir öneme sahip.**
- ❑ **Net/net 2024 yılı kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye algısı açısından da normalleşme yılı olarak geride kaldı. 2025, 2026 ve orta vadeli Türkiye hikayesinin yeniden hangi noktaya dek şekilleneceği yıllar olacak. Tekrarlayalım: enflasyon-politika faizi seyrinde yol kazası yaşanmaması ve beklentilere paralel bir resim oluşması durumunda, lira ve cinsinden değerlendirilen varlıklar açısından uzun zamandır konuşmadığımız, konuşmayı unuttuğumuz farklı bir hikaye patikasına geçiş başlayabilir.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ✓ **Politika faizi.** Buraya kadar okuduğunuz kısımlar arasında politika faizi başlığına «gerçekleşmiş enflasyona göre 2.5-3 puanlık reel faiz marjı» detayı üzerinden değinmiştik. Konuyu bu kez fiyatlamaya cephesinden tartışmak isteriz. **2025'in iki ana teması enflasyondaki geri çekilme beklentisi ve buna paralel politika faizindeki indirim süreci olacak.** 2024'ün son ayını tamamlamaya hazırlanırken atılan faiz indirimi adımını zamanlama ve doğruluğu açısından tartışmak bize göre artık anlamsız. Süreç bir şekilde devreye alındı. Faiz indirim döngüsü ya da belirli aralıklarla sürecin gözden geçirildiği bir eğilim bizi bekliyor. Oy hakkımızı, peşi sıra faiz indirimlerinden, yani, döngü şeklinde devam edecek bir eğilimden yana kullanmıyoruz. **Beklentimiz, yılın ilk birkaç ayında faiz indirimleri için gerekli oyun alanının yıllık enflasyondaki baz etkisi desteği ile sağlanacağı. Bu da bizi ilk çeyrek sonunda <%40 şeklinde bir politika faizine taşıyabilir. Bunun için yıllık TÜFE'nin Mart-Nisan aylarında %38 civarı bir yerlerde şekillenip şekillenmeyeceği kritik önemde olacak. Şunu da ekleyelim: Türk sermaye piyasalarındaki fiyatlamalarda Kasım ayından bu yana esasen 1, kısmen de 3 tema ana belirleyici: i) faiz indirimi beklentisi ii) açığa satışı yönelik düzenleme iii) ABD'de başkanlık koltuğunu Trump'ın devralacak olması.** Son maddenin doğrudan etkisini açıklamakta, en azından biz, zorluk çekiyoruz. Öte yandan ana belirleyicilikte ağırlığı TCMB beklentisine vermek daha doğru olacaktır. Bu beklentinin 2025'in ilk birkaç ayında etkisini fazlasıyla hissedeceğimiz kanaatindeyiz. O nedenle **BIST cephesinde yıl başlangıcı, yurt dışı piyasalardaki tatil etkisinin de sona ermesi ile birlikte yeniden iyimser patikaya dönüş yapabilir. Sürpriz karşılamayız. Bu tabloya ters açıdan bakmak istediğimizde ise aynı zamanda risk(ler) olduğunu eklemek gerekiyor. Ne gibi? Dezenflasyon sürecinde zorlanma, düşünülen hızda geri çekilme olmaması ve bunun faiz indirimlerini etkileme ihtimali, lokal varlıkları ve elbette doğrudan BIST'i baskılayacak bir unsur. Aylık enflasyon verilerinin hem manşet hem de mevsimsellikten arındırılmış kalemler nezdinde yakından izlendiği, doğal olarak volatilitenin de yüksek seyredebileceği bir döneme hazırlanmakta fayda var. Aylık enflasyonda %2 patikasının aşağısına gelinip gelinmeyeceği önemli bir eşik olacak. Yıllık enflasyonda ise en büyük tehdidin özellikle yıl ortası ve sonrasında %35 seviyesi etrafındaki muhtemel yapışkanlık olduğu kanaatindeyiz. Tüm bunların bileşimi hisse senetlerinin gelecek dönem beklentilerini bugünden hızlı şekilde iskontoya tabi tutma tehdidi barındırıyor.**
- ✓ **Genel finansal koşullar ve krediye erişim.** 2024'te finansal koşulların özellikle yılın ikinci yarısı başlangıcında hissedilir şekilde sıkılaştığı görüldü. Keza kamuoyuna açıklanan finansal sonuçlarda da etkisi hissedildi. İç talepteki yavaşlama, kredi kartlarına yönelik ayarlamalardan etkilenirken, şirketler kesiminde ise artan maliyetlerin yine harcamalardaki yavaşlama ile kurduğu baskı dile getirildi. **Bir önceki maddede değindiğimiz «politika faizi» konusu önemli; ancak, faiz indirimleri esnasında bankacılık kesiminin bu indirimleri kredi faizlerine yansıtma iştahı ve TCMB'nin devrede tuttuğu kredi büyüme hızı sınırlamaları da ayrıca önemli. Tüm bunlar birbiri ile paralel işleyen süreçler. Ana beklentimiz, TCMB'den en azından yılın ilk yarısında, dezenflasyon sürecini sekteye uğratma ihtimali de gözetilerek, regülasyonlarda hafiflemeye yönelik herhangi bir adımın gelmemesi. Her şey yolunda gider ise, NŞA'da, yılın ikinci yarısı için sınırlı bir gevşetme hamlesi/hamleleri gelebilir. Bu ihtimali tamamen masadan kaldırmadan gözetmekten yanayız. **Fikrimizi de doğrudan açık şekilde paylaşalım: TCMB uygulamalarının tartışılmasını anlamakla birlikte, doğru olduğuna inanıyoruz. İçerisinden geçtiğimiz zorlu süreçte enflasyonla mücadeleye katkı sunabilecek her türlü regülasyon maalesef kısa vadede can yakarken, orta-uzun vadede bu beladan kurtulma şansımızı artırıyor. Hep bahsettiğimiz «toplumsal mutabakat» konusu, enflasyonu yenmenin tartışmaya açık olmayan ana unsuru. Bu nedenle atılan/atılacak her türlü adımın en basit ve doğru iletişimle tüm kesimlere mutlaka anlatılması gerekiyor ki anlaşılma ve sürece katılım da geniş tabanlı olsun.****

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ✓ **Reel kur tartışmaları.** Türk lirasının 2024'te sergilediği performans, son yıllarda talep edilen ve gerçekleşen tablonun aksine, farklı kesimler nezdinde farklı tartışmalara neden oldu. Devreye alınan normalleşme ve enflasyonla mücadele politikalarının doğal bir yansıması olarak lira, nominal bazda değer kayıp hızını yakın dönem deneyimlerinin aksine ciddi anlamda yavaşlatırken, reel bazda da değerlenme sürecine girdi. Tüm bunlara ek olarak, hanehalkı, FX talebini ilk etapta yavaşlatıp, devamında ise lira cinsinden varlıklara plase ederken, ödemeler dengesindeki düzelme ve resmi rezervlerin artıya geçerek rekor yüksek seviyelerde şekillenmesi, kısa vadede aleyhte bir tablonun oluşumunu engelledi. Türk lirası 2024'te Amerikan doları karşısında %16.48 değer kaybederken, GOÜ FX listesinde en kötü beşinci üye olarak alt sıralara kayma gösterdi. EUR karşısındaki performans ise %10.96 gerileme ile şekillendi. Böylece sepet kur yılın tamamında %16 yükseldi ki 2019'dan bu yana en düşük artış hızı anlamına gelmekte. Bizim önemseydiğimiz kısım, sepet kurdaki seyir. Yıl ortalaması 2024'te 2023'e kıyasla %38 yükselişe işaret ederken, son 4 yıl ortalamasının %44 olduğunu hatırlatalım. 2024'teki ortalama sepet kur değişim hızının 2018-2023 ortalaması olan %37'ye paralel gerçekleştiğinin de altını çizerek ekleyelim. Okumamız, Mayıs 2023 sonrasındaki ekonomi politikaları değişiminin lirada dengelenme fırsatı yarattığı ve uç noktalarda değer kaybı senaryolarını masadan kaldırdığı. Bir nevi kendi içerisinde «köpük» olarak nitelendirilebilecek spekülasyon fiyatlamasının nefes alma kanalları kapatıldı. Dezenflasyon cephesinde ise genel tartışmalardan ayrışıyoruz: liranın reel bazda en az 1-2 yıl değerlenmesi mecburiyeti olduğunu ve bunun beklentilerin çıpılanmasından, yerel varlıkların portföylerde tercih edilme payının artırılması gibi kritik bir sürece dek geniş yelpazede ciddi katkıları olduğuna inanıyoruz. Maalesef bu denli yüksek çift hane enflasyon seviyelerinde FX seviyeleri listenin ilk sırasında şekillenen kontrol noktaları oluyor. Beklentimiz, 2025'in de reel lira performansına işaret etmesi. Nominal ve reel hızların 2024 ölçeğinde olmasını beklememekle birlikte, dezenflasyon ve politika faizi indirimi süreçlerinin ana eğilimi şekillendireceğini de belirtmek isteriz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ✓ **Şirketler kesimi.** Liranın reel bazda değerlenmesine en yüksek itiraz şirketler kesiminden, özellikle de ihracatçı konumdakilerden geldi-gelıyor. Üretim maliyetlerinin döviz bazında arttığı kimi kesimlerdeki fiyatlama sorunlarını anlayışla karşılıyoruz. Keza işçi maliyetleri de artarken ekonominin yavaşladığı ortamda yurt dışı pazarlarda, bilhassa ana ticaret ortağı konumundaki Avrupa Birliği'nin de ivme kaybetmesi, ihracatçı pozisyonunda yer alan şirketlerde koşulları daha da zorlaştırdı. Ancak, enflasyonla mücadele sürecinde kimi noktalar vardır ki diğer yan etkilerin bilinmesine rağmen devreye alınması elzemdir. Kaldı ki süreç bir noktada kendi kendisini çıktıkları ile birlikte besler. Politika faizinin Mayıs 2023 öncesinde enflasyondaki eğilime kıyasla yanlış bir noktada belirlenmesi ve hanehalkı tasarruflarında lira ve cinsinden değerlendirilen varlıklardan kaçış emarelerinin belirmesi, politika faizinin olması gereken yerde belirlendiği normalleşme sürecinde doğal olarak liranın da değer kazanımını beraberinde getirdi. Kısa vade tüm bu gelişmeler ayrı ayrı ele alınması ve değerlendirilmesi gereken başlıklar. **Orta vadede ise teknolojiden yararlanarak, yeni ihracat pazarları ve ürünlerinin geliştirilmesine yönelik adımlar atmaktan, verimliliği yukarı çekecek yaklaşımları benimsemekten ve sektörel bazda yapısal reformları devreye almaktan başka maalesef farklı bir çıkış yolu bulunmuyor.** Sadece FX seviyesi üzerine oyun planı belirlemek de kendi içerisinde farklı birçok yan etkinin birbirini beslemesine neden oluyor. Döviz kurlarındaki artış ithalat kanalı üzerinden maliyetleri de yukarı çekerken, yarattığı enflasyonist baskı, kısa vadede fiyatlama kolaylığı sağlar gibi yanılsama yaratsa da orta vadede azalacak satın alma gücü ve belirsizlik artışı ile birlikte çok daha zehirli bir tablo oluşumuna zemin hazırlıyor. **2025'te, özellikle de yılın ilk yarısında, enflasyon patikasının seyri ile paralel, ihracatçı konumdaki şirketlerde açıklanacak finansalların zorlanmaya işaret etmesinin devamını bekliyoruz. 3Ç24'te USD karşısında %4 değer kazanan EUR, 4Ç'de ise %7 değer kaybetti.** Öncelikle bu kanal üzerinden kur farkı zararlarının Şubat ayı ve sonrasında açıklanacak olan bilançolarda görülecek olması göz ardı edilmesin. EURUSD paritesi 2024'te 2023 performansına paralel şekilde ortalamada 1.08 seviyesinde şekillenirken, ticaret ağırlıklı hesaplamada yerinde saydı. En önemli ayrıntı ise reel performansta bulunuyor: 2023 yılında reel EUR eğilimi ortalamada %5 değer kazancına işaret ederken, 2024'te de benzer şekilde %1 primlendi. **Ortak para birimi euronun, Çin'den gelen zayıflama rüzgarı ile eş zamanlı Bölge'deki diğer sorunlarla da karşılaştığı bu dönemde değerli konumda kalmasını sürdürülebilir bulmuyoruz. ECB'nin 2025'te Fed'e kıyasla daha fazla faiz indirimi adımı atmasına yönelik oluşan beklentiler, zayıf parite yaklaşımının bir süre daha masada kalacağı anlamına geliyor. Nette parite cephesinden de destek beklememek rasyonel bir yaklaşım olacaktır.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ✓ **Yerel varlıklara bakış açımızı özetleyelim.** Buraya kadar paylaştığımız düşüncelerimizden genel çerçevemizin nasıl ve hangi başlıklar üzerinden şekillendiği az çok belli oluyor. Gelin biraz daha özet şekilde, varlık sınıfları özelinde kırarak ilerleyelim.
- **BIST.** Şanssız olduğunu düşünmüyoruz. 2024'teki zorlu başlıkların önemli bir kısmını geride bırakarak yıla başlıyoruz. Ekonomi yönetiminin kalıcılığına yönelik tartışmaların şu aşamada karşılıksız kaldığı fikri artık-nihayet teyit edildi. Politika faizinde normalleşmenin peşinden indirim aşamasına gelindi. İlk adım dahi atıldı. Asgari ücret tartışmasında «piyasa işlemcilerini» rahatsız edecek bir seviye gündeme gelmedi. Maliye politikası desteğine hem TCMB hem de Bakan Şimşek'ten son zamanlarda artan frekansta atıf var. **Yılın ilk yarısında politika faizi indirimi beklentileri-enflasyondaki seyir-dip arayışının tamamlanmış olduğunu düşünmemiz destekli, özellikle ilk çeyrekte iyimser bir patikada fiyatlama davranışları olacağını düşünüyoruz. İkinci çeyrek ile birlikte enflasyona yönelik beklentiler yatırımcı nezdinde çok daha fazla dile getirilecektir. Yılın tamamında alternatif getirilerin yüksek kalmaya devam edeceği ve fakat 2024'ten daha düşük seviyelerde oluşacağı gerçeği unutulmasın. BIST için oyun alanı var; ancak, enflasyon ve para politikası kanallarından destek gelir ise. Yıla mevcut pozisyonumuzda beğenmekte olduğumuz sektörlerden farklı bir şekilde başlamıyoruz. Bankacılık, sigorta, havacılık, perakende, telekom, çimento, holding tarafında pozitifiz. Risk iştahımız ilk etapta temkinli iyimser, ikinci çeyrek sonrasında ise makro gelişmelere paralel şekillenecek. NŞA'da beklentimiz açısından sapmayı yukarı yönde bekleriz.**
- **Lira.** Reel değerlenmenin devam edeceğini, faiz indirimlerinin kontrollü şekilde gerçekleştirileceğini değerlendiriyoruz. Bu da yerli yatırımcıda TL'nin karşılık bulmaya devam edeceği anlamına geliyor. TCMB'nin son yönlendirmesi ile birlikte KKM'nin 2025'te sonlandırılacağı düşüncesini sorun başlığı olarak görmüyoruz. Güçlü rezerv yapısı sürecin yönetimini kolaylaştıracaktır. Risk iştahımız yüksek.
- **Bono/tahvil.** Enflasyon & para politikası ikilisinin orta-uzun vadeli tahvillere ilgiyi destekleyeceğini, 5-10y vadeli tahvillere girişe imkan tanıyacağını düşünüyoruz. Burada bir diğer destek kanalı, pandemi sonrası süreçte artan ilgiden nemalanan fon piyasasından gelebilir. Yılın ilk yarısındaki enflasyon görünümü, ikinci yarıdaki fon düzeyini (flow) şekillendirecektir. Bilhassa yabancı ilgisinin devamını bekliyoruz. Risk iştahımız temkinli iyimser.
- **Eurobond.** Emsallerine kıyasla Türk eurobondları hala daha cazip getirilerde. Fed'in yavaşlama riski buradaki patika açısından sorun teşkil edebilir. Yıl genelinde USD ve EUR cinsi eurobond faizlerinde gerileme bekleriz. Risk iştahımız dengeli. Kredi notu görünümüne paralel artış olma ihtimalini değerlendiririz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ❑ **Para piyasası fonları & mevduat.** Faizlerde gerileme olacak ve fakat bu cephedeki getiriler yine yüksek kalacak. Bilhassa para piyasası fonlarının rekabetçi seyrini bir süre daha koruyacağı kanaatindeyiz. Göz ardı edilen kısım, bize göre, 2024'te şekillenen yatırımcı tabanı ve ilgisi. Kolay geri dönüş beklemeyiz. Risk iştahımız yüksek.
- ❑ **Yabancı yatırımcı ilgisi.** 2024'te çok ciddi giriş beklemeyen tarafta, temkinli pozisyonda kalarak yer almıştık. Ancak, bu denli çıkış eğilimi de beklemiyorduk. Hisse senedi cephesine DİBS'e kıyasla çok daha fazla temkinli duruş var ve hatta düzenli çıkış gerçekleşmekte. Genel olarak Türk şirketlerine ilgi var, ancak pozisyonlanma henüz yok. Bir süre daha bu ayrışmanın devam etmesi bizim açımızdan sürpriz olmaz. Makro çerçevedeki şekillenme, portföylerdeki Türkiye alokasyonlarını «mevcut düşük oranlar nedeniyle» kısmen artırıma zorlayabilir. Düşük bazdan gelindiği unutulmasın. Yılın ikinci yarısında kredi notu artırımları görülür ve bu aynı zamanda görünüm revizyonları ile desteklenirse, son çeyrek gibi ilgide artış bekleriz. Şu aşamada risk iştahımız temkin düzeyi yüksek iymser.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

□ Bonus | son gelişmeler ve genel değerlendirme:

- i. **ABD seçimleri ile şekillenen yeni dönemi önemsiyoruz.** İlk 2 yıl, ara seçimler öncesinde, yeni yönetimin kendisini göstermek isteyeceği adımlara sahne olabilir. Bu da belirsizlik kanalını negatif anlamda destekler. Başkan Trump'ın, kime karşı, hangi zamanlama ile adım atabileceğini öngörmekte zorlanıyoruz. Piyasa işlemcilerinin ve bizim elbette birtakım fikirlerimiz var. Kestirmesi ve pozisyonlanmaya yönelik yorum yapması gerçekten zor başlıklar.
- ii. **Fed'in daha yavaş patikada ilerleme ve siyasi cepheden gelebilecek adımlara karşı ön alma isteği olduğu, yıl boyunca mutlak surette gözetilmeli.** Daha yavaş Fed, dünyanın geri kalan kısmı için hızlanma anlamına gelmiyor. Aksine farklı riskler barındırıyor. ECB'nin oyun alanı olduğu konuşuluyor. Haksız da değil düşünenler. Ancak, risklerin ve belirsizliklerin arttığı, destekleyici olmayan çevre koşullarında indirilen faiz ile daha normal zamanlarda indirilen faiz aynı anlama gelmiyor, aynı etkiyi yaratamıyor.
- iii. **Suriye'deki gelişmeleri sadece tek bir sektör başlığı üzerinden, onu da sadece hızlı şekilde okuyarak miyop pozisyona düşmek istemiyoruz.** Öte yandan sınır komşumuzda istikrar ve toprak bütünlüğünün sağlanmasını, kısa-orta-uzun vadelerin tamamında Türkiye ve Türk varlıkları açısından son derece olumlu görüyoruz. Başta çimento ve yapı malzemeleri olmak üzere, gıda perakendecisi ve diğer yan sektörlerin de katılım sağlayacağı ve sınıra yakın konumdaki şehirlerdeki lokal ticari işletmelerin olumlu etkilenebileceği bir senaryoyu destekliyoruz.
- iv. **BIST için şans görüyor ve fakat alternatif getirilerdeki riski göz ardı etmiyoruz.** Yıl genelinde ortalama enflasyon ve politika faizi seviyelerine karşın alternatif getirilerdeki yüksekliğin de alınacak pozisyonlarda etkili olmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Henüz tam anlamıyla masadan kaldırmak mümkün olmayacak. BIST'in yıl sonunda faizi yenme şansı var; ancak, emin olmak için de zamana ihtiyaç var. Önce görmek, sonra çok daha emin şekilde iyimserlik seviyemizi yükseltmek istiyoruz. 2024, çok önemli deneyimleri hayatımıza soktu. **Bir süre daha BIST 30 etrafında pozisyon almanın güvenli alan anlamına geldiğini düşünüyoruz. BIST 100 dışı ve XUSIN için zamana ihtiyaç var; dip arayışı tamamlandı.**
- v. **Kredi notlarında normalleşme büyük oranda yaşandı; durağan görünüm, gelecek dönem yatırım stratejileri için mesaj.** 2013 dönemi not seviyeleri, fiyatlama davranışları ve yabancı yatırımcı ilgisine kısa vadede dönülmesini beklemiyoruz. Ancak, 2025'te şekillenecek genel tablonun 2026 ve sonrası için çok ciddi potansiyel barındırdığına ve biriken enerjinin serbest kalmasına neden olabileceğini değerlendiriyoruz. Biraz daha sabır.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Model ve Döngüsel Portföylerimiz

- **Model Portföy | Strateji ve Araştırma Bölümümüz tarafından oluşturulan Model Portföyümüz 2024 yılında nominal bazda %44, BIST 100 rölatifte ise +%10 performans sergiledi.** Herhangi bir getiri hedefimizin kesinlikle olmadığı ve kısa vadeli yatırım düşüncesinden ziyade orta-uzun vadeyi hedefleyerek yönetmeye çalıştığımız Portföyümüzde böylece 2023'ün ardından ikinci yılda da çift hane rölatif performans takip edilmiş oldu. Model Portföyümüzde hiçbir şekilde temettü ödemelerini dahil etmediğimizi, repo ya da gecelik mevduat faizi getirilerini eklediğimizi ve sadece salt hisse senedi performanslarını eşit dağılımlarla yansıttığımızı önemle belirtmek isteriz. **2024'ün son çeyreğine girmeye hazırlanırken yaptığımız güncellemelerle birlikte Model Portföyümüzü 2025'e de aynı şekilde taşıma kararı aldık.** Yıl içerisinde sektörel çeşitliliği de gözeterik, orta-uzun vadeli düşüncelerimizde herhangi bir değişiklik ihtiyacı doğması durumunda gereken güncellemeleri yapmaktan çekinmeyeceğimizi bir kez daha hatırlatalım.
- **Döngüsel Portföy | Strateji ve Araştırma Bölümümüz tarafından oluşturulan Model Portföyümüz 2024 yılında nominal bazda %45, BIST 100 rölatifte ise +%10 performans sergiledi.** Herhangi bir getiri hedefimizin kesinlikle olmadığı ve kısa vadeli yatırım düşüncesinden ziyade orta-uzun vadeyi hedefleyerek yönetmeye çalıştığımız Portföyümüzde böylece Ekim 2021'deki kuruluşundan bu yana dördüncü yılda da çift hane rölatif performans takip edilmiş oldu. Döngüsel Portföyümüzde hiçbir şekilde temettü ödemelerini dahil etmediğimizi, repo ya da gecelik mevduat faizi getirilerini eklediğimizi ve sadece salt hisse senedi performanslarını eşit dağılımlarla yansıttığımızı önemle belirtmek isteriz. **2024'ün son çeyreğine girmeye hazırlanırken yaptığımız güncellemelerle birlikte Döngüsel Portföyümüzü 2025'e neredeyse aynı şekilde taşıma kararı aldık.** Sadece ISCTR eklemesi yaparak Portföy içerisindeki banka ağırlığımızı biraz daha artırmak istedik. Yıl içerisinde sektörel çeşitliliği de gözeterik, orta-uzun vadeli düşüncelerimizde herhangi bir değişiklik ihtiyacı doğması durumunda gereken güncellemeleri yapmaktan çekinmeyeceğimizi bir kez daha hatırlatalım.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ❑ **Model ve Döngüsel Portföy farkı.** Bulduğumuz her fırsatta olası kafa karışıklığının önüne geçmek adına kendi durduğumuz noktadan belirlediğimiz farklılıkları anlatmaya çalışıyoruz. Bu vesile ile tekrar dile getirmek isteriz:
- ✓ **Model Portföyümüzü olabildiğince en uzun vadede düşünerek tasarlamaya çalışıyoruz.** Kısa vadeli beklentiler ile oluşturmamak temel yaklaşımımız.
- ✓ **Her iki Portföyümüzde de kesinlikle teknik analiz kullanımı söz konusu değil.** Beklentilerimizi temel analiz ile şekillendirmek gayesindeyiz.
- ✓ **Olabildiğince sektörel çeşitlilik yapabilmek, piyasa koşulları da izin verdiği ölçekte, yine bir diğer hedefimiz.**
- ✓ **Aynı grup çatısı altında olan şirketleri ya elemine etmek istiyoruz ya da sayısını az tutmaya çabalıyoruz.**
- ✓ **Kısa vadeli getiriden ziyade orta-uzun vadeli bileşik getiriye odaklanıyoruz.**
- ✓ **Her iki Portföyümüzde de BIST 30 ve BIST 100 ile korelasyon, beta ve volatilité gibi önemli hesaplamaları takip ediyor, kopma yaşandığı durumlarda müdahale etmekten çekinmiyoruz.**
- ✓ **Döngüsel Portföyümüzü oluştururken yola çıkış noktamız iki başlık üzerinden şekillenmişti: i) sadece Model Portföy içerisindeki hisseleri odak noktamıza aldığımızda, yatırımcılarımıza diğer fırsatları anlatmaktan geride kaldığımızı düşünmemiz ii) Portföyün isminde de yer aldığı üzere, «döngüsünü yeniden yakaladığını düşündüğümüz» şirketlerdeki geri dönüş hikayesinin içerisinde yer almak.**
- ✓ **Elbette zorlu piyasa koşulları –alternatif getirilerdeki artış, jeopolitik riskler, daha derinleşen likidite problemi, devam eden yabancı çıkışı gibi- eş zamanlı çift portföy yönetiminde çok daha dikkatli olmamızı mecbur kılarken, bizleri de her anlamda zorluyor.** Ancak, şu aşamada yaklaşım tarzımızın doğru olduğuna inanıyor ve bu uygulamamızdan vazgeçmeden 2025'e de başlıyoruz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ❑ **Profesyonel portföy yönetim tarzını benimsemeye çalışıyor ve buna göre hareket ediyoruz.**
- ✓ **Portföylerimizdeki hisse senedi değişim sayılarımızı (giriş-çıkış) düşük tutmaya gayret ediyoruz.**
- ✓ **Portföylerimizin ortalama gün sayıları yine yakından gözettiğimiz bir diğer kriter.** Model Portföyümüzde 2021, Döngüsel Portföyümüzde ise 2022'den bu yana taşıdığımız hisse senetleri mevcut. Model Portföyümüzde ortalama taşıdığımız gün sayımız 600'e yakın (2 Ocak itibarıyla 579 gün). Söz konusu rakam Döngüsel Portföyümüzde ise ortalamada 504 gün.
- ✓ **Portföylerimizdeki güncelleme frekanslarını yakından izlemeye ve düşük tutmaya çalışıyoruz.** Model Portföyümüze 2024 yılında 4 kez ekleme, 5 kez ise çıkış yönlü müdahalede bulunduk. Döngüsel Portföyümüzde ise 6 kez ekleme, 9 kez çıkarma yönlü müdahalede bulunduk. Model Portföyümüze kıyasla Döngüsel Portföyümüzdeki frekansın biraz daha fazla olduğu detayı dikkatinizi çekebilir. Portföyler içerisinde taşınan hisse senedi sayıları ve kısmen vade ayrışmaları –*piyasa koşulları izin verdiği ölçekte döngüyü yakalama çabası*- ile bu durumu açıklamak isteriz.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

Tema: Küresel politikalarda yumuşama-dönüşüm yılı

■ 2024 yılı nasıl geçti?

- 2024, küresel olarak, jeopolitik risklerin gölgesinde, büyüme endişeleri ile birlikte para politikasında sıkılaşma döngüsünün başladığı bir yıl oldu. ABD piyasaları için başkanlık seçimi, yılın en önemli fenomenlerinden biriydi. ABD Merkez Bankası Fed, eylül ayından başlayarak toplamda 100bp faiz indirimi yapsa da yılın büyük bölümünde yüksek kalan faiz oranları ve artan işsizliğe rağmen özellikle hizmet sektörü tarafından desteklenen büyüme ile ABD ekonomisi 2023 yılından daha iyi bir performans göstermeyi başardı. Büyüme konusu ABD’de sık sık gündem oluşturdu ki gelecek 4 yılda da aday olduğunu düşünüyoruz.
- Ticari gayrimenkul sektörü başta olmak üzere bazı sektörler zor zamanlar geçirse de bugün geldiğimiz noktada yıl içinde yüksek faiz oranlarının ABD ekonomisinin büyümesine zarar vermediğini söylemek mümkün. Aynı şekilde artan işsizliğin de tüketim harcamaları üzerinde çok olumsuz etkiler yaratmadığı görülüyor.
- Resesyon endişeleri ile başladığımız 2024 yılını %2’lik hedefin üzerinde ABD enflasyonu ile sonlandırmamıza rağmen piyasaları ciddi şekilde bozacak bir “siyah kuğu” ile karşılaşmadık. Hisse senedi piyasalarında yapay zeka temalı ciddi yoğunlaşmalar ile birlikte değerlemeler artmaya devam etti, şirket karlılıkları yukarı yönde kaydı ve böylece ABD majör endekslerinde yeni rekorlara şahit olduk. Benzer şekilde altın ve dijital varlıklarda da rekor seviyelere ulaşan ralliler yaşadık; ancak, özellikle petrol ve tahvil yatırımcıları için iyi bir yılı geride bıraktığımızı söylemek pek mümkün değil.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2025'ten ne bekliyoruz?

■ Asya/Pasifik:

- 2025'e "Yeni Japonya, Çin mi olacak yoksa bir dönüşümün tam ortasında mıyız?" sorusu Asya ekonomilerinin ana başlığı olmaya aday! Çin hükümeti toplamda yaklaşık 1.4 trilyon dolarlık teşvik paketi devreye aldı ve daha fazlası da yolda gibi görünüyor. Çin'de tarihi düşük faizlere rağmen enflasyonda yukarı yönlü bir baskı ve konut piyasasında ek toparlanma söz konusu olmadı. Aksine Çin, belki de tüm zamanların en büyük gayrimenkul krizi içinde ve çıkış için hala daha yol arıyor. İmalat tarafında gelen veriler de hali hazırda bir canlanmaya işaret etmiyor. Çin ekonomisinin bir tür deflasyon veya stagflasyon sarmalına girmesi ihtimali, Asya Pasifik bölgesinde ekonomik büyüme üzerinde baskı kurarken, ayrıca, endüstriyel metaller ve petrol fiyatlarını da baskılayabilir.
- **30 yıllık Japonya devlet tahvili getirisi, Çin'in 30 yıllık devlet tahvili getirisinin üzerine çıkmış durumda.** Çin tahvil faizleri uzun yılların en düşüğünde seyrederken büyüme beklentilerinin gerilemesi ile birlikte teşvik paketleri ve piyasa dostu finansal koşulların oluşması için atılacak adımlar tahvil faizleri üzerinde baskı kurmaya devam edecek gibi görünüyor. 2025'te Parti ve resmi kanallardan gelen mesajlar, büyüme dostu politikaların devreye alınma sürecinde devama işaret ediyor. Ancak, kısa vadede tüm bu atılan adımların realize olması ve sonuç alınması gibi kritik noktalarda soru işaretlerimiz bulunduğunu ekleyelim.
- **Tüm bunların yanı sıra ABD'de Trump hükümeti yeni gümrük vergileri ile dünyanın ikinci büyük ekonomisini zorlamaya devam edecek gibi görünüyor.** Trump'ın ilk döneminde tecrübe ettiğimiz gümrük vergilerine Çin hükümeti 2018 yılında devalüasyonla cevap vermişti. Ancak, pandemi sonrası dünya ekonomisi farklı bir noktaya evrildi ve Çin bu kez yeni Trump dönemini atlatmak için iç talebi canlandırmak zorunda. 2024 yılında açıklanan finansal teşviklere rağmen ABD dışındaki gelişmiş ülke ekonomilerinin 2025 yılında kısıtlı bir performans göstereceği beklentisi Çin ihracat pazarındaki büyümeyi zorlayacaktır. Konu ile ilgili detaylı değerlendirmelere önceki slaytlarda Strateji ve Araştırma Bölümümüzün de değindiğini ve paralel düşüncelere sahip olduğumuzu hatırlatalım.
- **Tüm bunlara rağmen Çin, gerek hisse senedi piyasalarında gerekse sabit getirili menkul kıymet piyasalarında iyi bir performans ile yılı tamamladı; ancak; 2025 için beklentiler çok parlak görünmüyor.** ABD'de yeni hükümetin beklenenden düşük gümrük vergileri getirmesi ve açıklanan teşviklerin hane halkı üzerinde etkili olması olumlu sürpriz yaratabilir. Bu noktada yeni finansal paketlerin boyutu ve etkilerini yakından izlemeye devam edeceğiz.
- Japonya'daki gelişmelere bakacak olursak; Ağustos ayında Japon yeni finansal piyasalardaki konumunu herkese hatırlatıp kısa süreli bir türbülansa yol açmıştı. Bu yıl ekonomik canlandırma paketleri, maaş artışları ve turizm gelirlerindeki artışlarla Japon ekonomisinin %1 in üzerinde büyümesi bekleniyor.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2025'ten ne bekliyoruz?

■ Asya/Pasifik:

- **Uzun yıllar sonra ücretlerdeki artış ve enflasyon arasındaki sarmal durulmuş gibi görünüyor.** 2025'te enflasyonun %2'nin, ücret artışlarının ise %3'ün üzerinde olması bekleniyor. Bu da Japonya Merkez Bankası'na (BOJ) faiz artırımını için alan açabilir. Her ne kadar faiz artırımını konusunda acele etmeyecek bir BOJ göreceğiz olsak da yıl içerisinde birden fazla faiz artışı olabileceğini düşünüyoruz. Bu görünüme göre Japon yeninin yılın ikinci yarısında USD karşısında değer kazanma ihtimalini göz ardı etmiyoruz. Japonya'da canlanan ekonomik aktivite, konvansiyonel Japon sanayi ve teknoloji hisselerine tekrar dikkat çekecek ve 2025 yılında Japon varlıkları tekrar gündemde olmaya devam edecektir.
- **Avusturalya tarafında ise yavaşlayan Çin ekonomisi, Avusturalya varlıklarını olumsuz etkilemeye eğilimini koruyacak.** Endüstriyel metaller üzerindeki baskının yanı sıra Avusturalya Merkez Bankası'nın faizleri beklenenden daha hızlı indirme ihtimali özellikle Avusturalya doları üzerinde baskı oluşturmaya devam edecektir.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2025'ten ne bekliyoruz?

■ Avrupa:

- **Avrupa ise geleneksel sanayinin rekabet dezavantajını yaşarken aynı zamanda yavaşlayan ekonomisi sebebi ile hisse senedi getirilerinde Amerika ve Asya'nın gerisinde kalacak gibi görünüyor.** Her ne kadar Avrupa Merkez Bankası diğer gelişmiş ülkelerden daha hızlı faiz indirerek finansal koşullarda daha destekleyici bir noktaya gelecek olsa da bunun yeterli olmayacağını düşünüyoruz.
- **Avrupa, özellikle teknolojik dönüşümde, Çin ve ABD'nin gerisinde kalarak önemli derecede rekabet avantajı kaybetmişti.** Ayrıca Rusya-Ukrayna savaşı, Avrupalı şirketler için enerji maliyetlerini bölgesel olarak artırarak rekabet avantajına bir başka kanal üzerinden darbeyi vurmuş oldu. Aynı zamanda demografik olarak işgücüne katılım oranının azalması Bölge için büyüme beklentilerini törpülerken, Çin ekonomisinin yavaş kalması da Avrupa ekonomisinin büyümesine negatif etki yapmaya edecektir.
- **Bölge ekonomisinin lokomotifi Almanya'da ise politik belirsizlik ve özellikle Alman otomotiv şirketlerinin yaşadıkları problemler bir başka olumsuz katalizör olarak karşımıza çıkıyor.** 2025'te 4 faiz indirimi yapması beklenen Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB), Amerikan Merkez Bankası (FED) ile faiz makasını negatif tarafta biraz daha açacak olmasının baskısı EURUSD paritesi üzerinde şimdiden hissediliyor.
- **Normal şartlarda eurodaki bu zayıf seyrin Avrupa Ekonomisini canlandırmasını beklerdik; ancak, iç talebin daha ağır bastığı ve ihracat hinterlandının daraldığı bu senaryo, bizi yine olumsuz bir okumaya itiyor.** Buna rağmen beklentilerimizi yılın ikinci yarısı için daha iyimser bir noktada konumlandırıyoruz.
- **Özellikle Fransa ve Almanya'da politik belirsizliğin sona ereceği ve global merkez bankalarının faiz patikalarının daha netleşeceği yılın ikinci yarısı, Avrupa'da stabilizasyon için yeni bir pencere açacaktır.** Aynı zamanda finansal koşulların daha destekleyici olacağı bu dönemde, özellikle Almanya tarafından açıklanması beklenen mali paketlerin ekonomi üzerinde olumlu katkılar yapabileceğini değerlendiriyoruz.
- **Ayrıca, enerji alanındaki yatırımların artması Avrupa ekonomisine ilave bir canlılık getirebilir.** Bunun yanı sıra Trump'ın savunma sanayi tarafında Avrupa'ya daha fazla harcama yapması çağrısı da karşılıksız kalmayabilir. Aynı zamanda zor bir dönem geçirecek Bölge ekonomisinde şirket birleşmeleri ve devralmaları sonucu konsolidasyonun artacağını düşünüyoruz. Bu, 2026 ve sonrası için umut verici bir gelişme olurken, hisse senedi piyasalarının canlanmasına da katkı sağlayacaktır. **Unutmadan, Strateji ve Araştırma Bölümümüzden de minik bir rol çalmak ve kendilerini hatırlatmak isteriz: BIST'e kote Türk enerji şirketlerinin Avrupa kıtasında yatırımları olduğunu hatırlatalım. Bu kapsamda Deniz Yatırım Model Portföyümüz içerisinde GWIND'in yer aldığını not düşelim.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2025'ten ne bekliyoruz?

■ ABD:

- **Son yıllarda Amerikan Merkez Bankası FED'in resesyon dönemleri dışında faiz indirimlerine gittiği «ekstrem» bir dönemi yaşamamıştık.** Bu, dünyanın en büyük ekonomisinin doğal seyrinin biraz üzerinde büyüdüğü ve aynı zamanda faizler üzerinde aşağı yönlü bir baskının olduğu farklı bir dönem. Önümüzdeki süreçte işgücü piyasasında ve enflasyon beklentilerindeki değişkenler faiz hadleri üzerinde etkili olmaya devam edecek gibi görünüyor. Bunların yanı sıra güçlü Amerikan doları teması sermaye akımlarını çekerken, son bir buçuk yıllık süreçte tecrübe ettiğimiz yapay zeka rallisi de üretkenlik tarafında beklentileri artırıyor. Seçim sonrasında net bir Cumhuriyetçi zaferi de daha korumacı politikalar izleyecek olan Trump hükümetinin ABD'li şirketler için pozitif ek katalizör olacağını gösteriyor. Bu kadar net şekillenen pozitif döneme girerken bazı risklerin hatırlanması gerektiğini göz ardı etmiyoruz.
- **Trump'ın ilk döneminde tecrübe edilen volatil süreçler yine endeksler üzerinde etkili olmaya devam edecektir.** Muhtemelen gümrük vergileri tarafındaki her gelişme hem Amerikan endeksleri hem de global endeksler üzerinde volatilité yaratacak. Trump 1.0 döneminde tecrübe ettiğimiz gibi sürpriz gelişmeler piyasaların sert tepkiler vermesine yol açabilir. Regülasyonlardaki gevşemeler ise kısa vadede olumlu etki yaratsa da yine volatilité yaratan ve uzun vadeli riskleri artıran gelişmeler olarak karşımıza çıkabilir.
- **Gümrük vergileri enflasyonda az da olsa yukarı yönlü riskleri artırabilir ve faiz indirimlerinin yavaşlamasına sebep olabilir.** Faizlerin beklenenden yavaş düşmesi, son dönemde yaşadığımız gibi politika faizindeki indirimlere rağmen hazine tahvil faizlerinin uzun süre yüksek kalmasına neden olabilir ve bu da konut piyasası başta olmak üzere borçluluk oranı yüksek sektörlerde risk yaratabilir. Aynı zamanda Cumhuriyetçi hükümet tarafından yapılması planlanan vergi indirimlerinin finansmanı ise ayrı bir soru işareti olarak masada duruyor. **Sürdürülebilirliği artık ciddi bir tartışma konusu olan ABD borçluluk oranı yeni yılın siyah kuşusu olmaya aday olabilir.**
- **Borçlanma tavanı gibi konular yine çokça tartışma konusu olacaktır ki Trump 1.0 döneminde hükümetin uzun süre kapalı kaldığı süreç hala hafızalardaki yerini koruyor.** Hükümet harcamalarının yaratacağı mali risklerin tahvil faizleri üzerindeki olası olumsuz etkileri FED politikalarının önüne geçerse ABD piyasalarında pozitif havanın tamamen ortadan kalkabileceği bir senaryo ile karşılaşabiliriz.
- **Yukarıda belirttiğimiz riskleri sürekli göz önünde bulundurmakla birlikte 2025 yılı için ana senaryomuz Amerikan ekonomisinin pozitif ayrışması ve ABD endekslerinde olumlu seyrin devam etmesi yönünde olacaktır.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2025'ten ne bekliyoruz?

■ ABD:

- Özellikle Russel 2000 endeksinin diğer majör Amerikan endeksleri üzerinde getiri sağlama ihtimali ile zaman zaman volatilité yaratsa da rotasyon temasının yine bu yılın en önemli temalarından biri olması ihtimali üzerinde duruyoruz. Avrupa'nın yanı sıra Amerika'da da enerji talebinin artacağı beklentimize paralel geleneksel enerji şirketleri ön planda olurken, yenilenebilir enerji kaynaklarına yatırımların azalarak artacağını değerlendiriyoruz. **Bunun yanı sıra enerji alanındaki daha büyük beklentimiz nükleer enerji şirketlerinin özellikle büyük "datacenter"ların enerji ihtiyaçlarını karşılamak üzere çokça gündemde olacaktır.**
- Yeni yılda özellikle ABD'de yapay zekanın getireceği üretkenlik artışının beklenti üzerinde büyüyen ABD ekonomisine uzun vadeli pozitif katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Bu yıl ABD ekonomisinde %2,8 civarında büyüme beklentisinin arkasındaki en büyük itici gücün tüketici harcamaları olacağını düşünüyor ve bu verilerin yakından takip edilmesini önemsiyoruz.
- Enflasyon trendini değerlendirdiğimizde %2'lik hedefin hafif üzerinde kalacak yıl sonu enflasyonu bekliyoruz; ancak, bu trend içerisinde gümrük vergisi etkisini öngöremiyoruz. Tek seferlik gümrük vergisi artışlarının ise kalıcı bir etki yaratmayacağını düşünüyoruz. Buradan çıkabilecek beklenti dışı her verinin kısa vadeli volatilité yaratmasını bekliyoruz.
- **Küresel piyasalarda genel itibarıyla ABD endeksleri liderliğinde risk iştahının yüksek seyretmesini bekliyoruz. ABD'de yine teknoloji şirketleri, finansal kurumlar, enerji şirketleri, perakende şirketleri, havacılık ve savunma, yeni nesil sağlık hizmetleri yanı sıra daha küçük ölçekli şirketlerin iyi performans sergileyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, değer yatırımcılığının geçen yıllarda kaybettiği momentumu geri kazanacağı bir döneme giriyoruz.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ Bu beklentilerimiz ışığında 2025 yılı için takip etmemiz gereken hisseleri şu şekilde sıralıyoruz:

✓ **AIR, AAPL, 6501, NVDA, V, FCX, BRK-B, HIMS, GOOGL, DIS, NU, XOM, LMT, AMZN**

■ **Airbus:** Küresel hava taşımacılığındaki artış ve yakıt verimliliği yüksek uçaklara olan talep artışı gözleri yeniden Airbus'a çeviriyor. Mevcut sipariş birikimi ve ticari havacılık sektöründeki liderliği, Airbus'ı emisyon hedeflerini karşılamak amacıyla filolarını yenileyen havayolu şirketleri için önemli bir tercih haline getiriyor. Jeopolitik gerilimler ile artan mevcut savunma harcamalarının yanı sıra 2025 yılında savunma harcamalarındaki potansiyel artış askeri uçak bölümünü destekliyor. A320neo ve A350 serileri, yakıt verimliliği açısından sektör lideri olarak öne çıkıyor ve sürdürülebilirlik trendlerine uyum sağlıyor. Airbus'ın iyileşen marjları ile 2025 için güçlü gelir büyümesi sergilemesi bekleniyor. Ticari ve savunma havacılığındaki liderliği ile Airbus, dengeli bir büyüme fırsatı sunmaya devam ediyor.

■ **Apple:** Güçlü ürün ve hizmet ekosistemi ile tüketici elektroniği pazarında hakimiyet devam ediyor. App Store, Apple Music ve iCloud gibi ürünlerden oluşan hizmetler bölümü, yüksek kar marjı ile düzenli gelir büyümesini destekliyor. Şirketin devasa nakit akışı ve hisse geri alımları, değerlemesini destekliyor. Premium kalitedeki ürünlere yönelik itibarı, küresel müşteri tabanında sadakat sağlamaya devam ediyor. Apple yenilikçiliği ve finansal istikrarı nedeniyle uzun vadeli kaliteli bir yatırım olarak ilerliyor.

■ **Hitachi:** Japonya'nın sanayi ve teknoloji sektörlerinde temiz enerji ve dijital dönüşüm alanlarında önemli bir rol üstleniyor. Lumada IoT platformu, akıllı endüstriyel çözümler alanında lider ve şirket için önemli bir büyüme kaynağı oluşturuyor. Hitachi, yenilenebilir enerji projeleri (rüzgar ve güneş enerjisi) ile temiz enerji alanında da genişliyor. Japonya'daki gelişmelerin küresel yatırımcılar için şirketleri daha cazip hale getirdiğini belirtmek isteriz. Altyapı modernizasyonuna ve dijital çözümlere yönelik güçlü talep, Hitachi'yi sürdürülebilirlik ve modernleşme trendleriyle uyumlu hale getiriyor. Çeşitlendirilmiş portföyü ve coğrafi erişimi ile uzun vadeli cazip bir yatırım fırsatı sunuyor.

■ **Nvidia:** AI'dan oyun ve otonom araçlara kadar birçok sektöre güç veren GPU'lar konusunda tartışmasız lider üretici olmaya devam ediyor. Şirket, makine öğrenimi ve veri merkezi büyümesinin temel taşı olan AI uygulamalarına yönelik artan talep sayesinde 2024 yılında güçlü bir çıkış yakaladı. Nvidia'nın AI donanım ve yazılım liderliği, onu, AI devriminde vazgeçilmez bir şirket haline getiriyor. 2025'te şirketin ve iş ortağı olduğu şirketlerin, AI yatırımlarının artmasıyla güçlü gelir büyümesi beklenebilir. Oyun GPU'ları ve otomotiv AI alanı gibi farklı alanlarda da geçmişten gelen birikimi, şirkete, çeşitlendirilmiş bir gelir kaynağı ve pek çok farklı alanda müşteri ile bağ kurma fırsatı sağlıyor. Nvidia'nın yenilikçi yapısı ve piyasa hakimiyeti, her büyüme portföyünün temel taşı yapıyor.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- **Visa:** Nakitsiz işlemlere geçiş ve geçtiğimiz senelerde e-ticaretin yükselişi ile dijital ödeme alanında lider konuma geldi. Seyahat artışlarının da etkisiyle çapraz kur işlemlerinin artması, işlem hacimleri ve kazançta yükselişi gösteriyor. Gelişmekte olan piyasalarda daha fazla kişinin dijital ödemeleri benimsemesi, önemli büyüme potansiyeli sunuyor. 2030 yılına kadar dijitalleşme bu şekilde devam ederse sadece işletme ortaklıkları ile trilyon dolar kulübüne girmesi oldukça mümkün gözüküyor. Visa'nın ölçeklenebilirliği ve yüksek kar marjları sağlayan operasyonel kaldıraçları dikkati üstüne çekiyor. Güvenli ağı ve fintech'lerle olan ortaklıkları, ödeme ekosistemindeki konumunu daha da sağlamlaştırıyor. Visa, büyüme ve istikrarı bir araya getirerek hem boğa hem de ayı piyasalarında güvenilir bir seçenek sunuyor.
- **Freeport-McMoRan:** Elektrikli araçlar (EV'ler), yenilenebilir enerji ve altyapı için kritik bir materyal olan bakırın önde gelen üreticilerinden biri. Küresel enerji dönüşümüne bağlı olarak bakır talebinin artması beklenirken, Freeport bu trendden büyük ölçüde faydalanmaya hazır konumda. Düşük maliyetli operasyonları ve önemli rezervleri, malzeme sektöründe rekabet avantajı sağlıyor. Altın ve molibdene ile de çalışması, şirkete çeşitlilik ve ek değer katıyor. Freeport'un küresel karbon azaltımı ve elektrifikasyon girişimlerinden faydalanacağı öngörülebilir. Yüksek talep gören bir emtada stratejik konumlanması, şirketi uzun vadeli cazip yatırım fırsatı haline getiriyor.
- **Berkshire Hathaway:** Sigorta, demiryolları ve enerji dahil olmak üzere birçok farklı sektörde yatırımlarını sürdüren bir şirket. Warren Buffett'ın disiplinli yatırım yaklaşımı, volatil piyasalarda aşağı yönlü risklere karşı koruma sağlıyor. Büyük nakit rezervleri, fırsatçı yatırımlar ve hisse geri alımları için imkan sunuyor. Berkshire, geçmişten gelen tecrübesi ile zaman içinde piyasa değerini ve kazançlarını istikrarlı bir şekilde büyütme yeteneği olduğunu gösteriyor. Şirketin uzun vadeli değer yaratmaya odaklanması, konservatif ama büyüme odaklı yatırımcılar için uygundur. Berkshire, her portföyde istikrarlı ve güvenilir bir yatırım olmaya devam ediyor.
- **Hims & Hers:** Doğrudan tüketiciye yönelik tele-sağlık platformuyla sağlık hizmetlerine yeni bir bakış açısı sunuyor. Şirket; zihinsel sağlık, cilt bakımı ve cinsel sağlık gibi alanlarda yeterli hizmete ulaşamayan potansiyel müşterilere yönelik çözümler sunarak büyük bir büyüme fırsatı yaratıyor. Düzenli gelir sağlayan ölçeklenebilir abonelik modelini benimseyen Şirket, bu modelleme ile zamanla doğal müşteri kitlesini büyütmeyi planlıyor. ABD'de tele-sağlık hizmetlerinin benimsenmesi hızlanırken, Hims, kişiselleştirilmiş sağlık ve dijital sağlık noktalarında lider olabilir. Şirketin yenilikçi yaklaşımı, genç demografik gruplara hitap ederek müşteri tabanını genişletiyor. Hızlı büyüme potansiyeli, Hims'i sağlık alanında farklı bir seçenek haline getiriyor.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- **Alphabet:** Dijital reklamcılık, bulut teknolojisi ve yapay zeka inovasyonu alanında lider konumunu sürdüren Google, 2025'e, yeni ürettiği süper bilgisayar Willow ile giriş yaparak yatırımcıları gelecek için heyecanlandırdı. Google Cloud'un hızlı büyümesi ve kurumsal alanda benimsenmesi, şirketin gelir artışına büyük katkı sağladı. YouTube, video içerik pazarında liderliğini sürdürüyor ve güçlü reklam gelirleri üretiyor. Alphabet'in yapay zeka (AI) ve otonom araçlar (Waymo) gibi alanlara yaptığı yatırımlar, uzun vadede dönüşüm sağlanacak sektörlerde öncülük yapmasına olanak sağlıyor. Alphabet'in güçlü finansalları ve pazar hakimiyeti ön plana çıkıyor. Çeşitlendirilmiş iş modeli ve yenilikçi yapısıyla Alphabet, 2025 yılına güçlü giriş yapan teknoloji hisseleri arasında geliyor.
- **Disney:** Benzersiz içerik portföyü (Marvel, Star Wars, Pixar) ve geniş içerik kütüphanesi, şirketin en büyük rekabet avantajları arasında yer alıyor. 2025'te uluslararası seyahatlerin daha da artmasıyla Disney'in Eğlence Parkları segmentinde gelir artışı beklenebilir. Disney+'ın karlılığı artırmak için yeniden yapılanıyor olması uzun vadede dijital yayıncılık alanında olumlu sonuçlar doğurabilir. Şirketin küresel marka değeri ve hikaye anlatımındaki uzmanlığı, tüketici talebini sürekli canlı tutuyor. Disney'in çok sayıda gelir kaynağına sahip olması ve eğlence sektöründeki liderlerden biri olması, şirkete kriz dönemlerinde gelir çeşitliliği sağlıyor. Geleneksel ve dijital medya arasındaki güçlü konumu, Disney'i sektörün önde gelen şirketlerinden biri haline getiriyor.
- **Nu Holdings:** Latin Amerika'da bankacılığı dijitalleştirerek finansal hizmetler alanında bölgede devrim yaratıyor. Şirket, düşük maliyetli ve kullanıcı dostu çözümleriyle yetersiz hizmet alan nüfusa erişerek Latin Amerika'nın nüfus yoğunluğunu bir nevi avantaja çeviriyor. Nu'nun karlı bir şekilde ölçeklenme potansiyeline olan güven devam ediyor. Şirketin, kredi kartları, dijital cüzdanlar ve bireysel kredilere odaklanması bölgede dijital bankacılığın kullanımındaki artışı destekliyor ve bu artışla doğru orantılı olarak büyüme sağlıyor. Finansal teknolojilerin benimsenmesi hızlanırken Nu, gelişmekte olan pazarlarda lider konumuna gelmeye çalışıyor. Warren Buffet ve Cathie Wood gibi yatırımcıların da dikkatini çeken Nu, büyüme potansiyeli ile daha riskli ama daha karlı bir yatırım fırsatı sunuyor.
- **Exxon Mobil:** Geleneksel petrol ve gaz operasyonlarını düşük karbon teknolojilerine yatırım yaparak dengelemeye çalışan Exxon, 2025 yılında Trump yönetiminin olası yeni de-regülasyonları ile üzerindeki yüklerden bir miktar kurtulmayı planlıyor. Karbon yakalama ve hidrojen projelerine odaklanması, küresel sürdürülebilirlik hedefleriyle uyumlu ilerliyor. Özellikle ABD'de enerji talebinin artışı ile Exxon'un güçlü nakit akışları yaratacağı ve yüksek temettüler dağıtabileceği öngörülebilir. Çeşitlendirilmiş portföyü, farklı piyasa koşullarında şirkete dayanıklılık sağlıyor. Exxon'un hem geleneksel hem de yenilenebilir enerji trendlerine uyum sağlama yeteneği ve şirketin hissedar getirilerine olan bağlılığı, yatırım cazibesini artırıyor.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- **Lockheed Martin:** Savunma ve havacılık sektöründe lider olması ve jeopolitik gerilimler nedeniyle artan savunma harcamaları, Şirket'i 2025 için mantıklı bir yatırım seçeneği haline getiriyor. Hipersonik, uzay keşfi ve füze sistemlerindeki uzmanlığı düzenli hükümet anlaşmaları kazanmasını garantiliyor. Lockheed'in güçlü sipariş birikimi ve yenilikçi teknolojilere olan bağlılığı Şirket'i ön plana çıkarıyor. Şirket'in ileri teknolojilere odaklanması, gelecekteki büyüme fırsatlarını artırıyor. Trump'ın NATO ülkelerinin defansif harcamalarını oransal olarak artırmak için talepte bulunacak olması ve savunma sanayiine odaklanması, Lockheed'i sağlam temettü geçmişi ile istikrarlı bir yatırım fırsatı olarak sunuyor. Küresel güvenlik endişelerinin artmasıyla Lockheed, savunma sektörünün en güçlü oyuncularından biri olmaya devam ediyor.
- **Amazon:** Hem e-ticaret hem de bulut teknolojisindeki liderliğiyle iki yönlü bir büyüme fırsatı sunuyor. AWS, yapay zeka ve kurumsal çözümler konusundaki liderliğiyle Amazon için son derece kârlı bir büyüme segmenti konumunda. Amazon'un e-ticaret marjlarındaki iyileşmeden ve büyüyen reklam işinden faydalanacağı tahmin ediliyor. Şirket'in lojistik ve teslimat inovasyonuna odaklanması, perakendedeki rekabet üstünlüğünün devamını garanti ediyor. Amazon'un ölçeği, çeşitliliği ve inovasyonu, onu güçlü bir uzun vadeli yatırım fırsatı haline getiriyor. Birden fazla sektördeki liderliği, dayanıklılık ve büyüme potansiyeli sağlıyor.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – 2024 stratejilerimiz nasıl şekillendi? Muhasebe zamanı

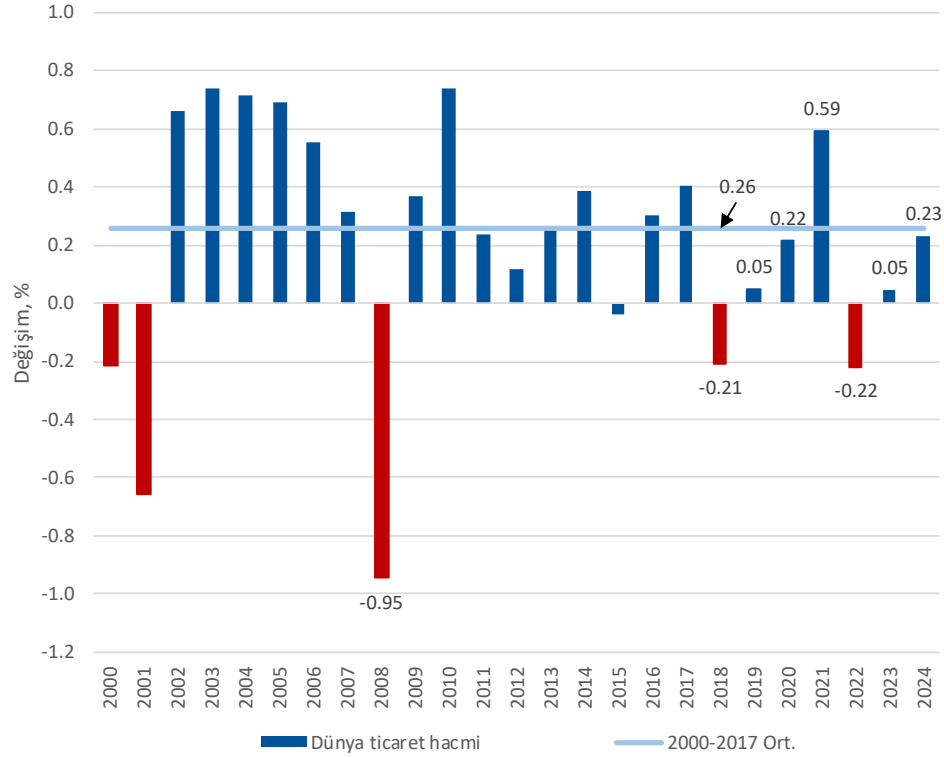
| Hisse Kodu | Borsa | Şirket | Endüstri/Sektör | Satın Alma Günü/Fiyatı [Kapanış] | Güncel Fiyat [Kapanış] | *Analist Hedef Fiyat Ortalaması | Hedef Fiyata Uzaklık | Temettü Verisi | Getiri (%) |
|--|--------|-------------------|---|--|------------------------------|------------------------------------|-------------------------|--------------------|---------------|
| AIR | Paris | AIRBUS | Havacılık ve Savunma Endüstriyel Ürün ve Hizmetler | € 141.50 09.01.24 | € 154.78 31.12.24 | € 164.46 07.01.24 | 5.89% | € 2.80 16.04.24 | 11.36% |
| AAPL | Nasdaq | APPLE | Bilgisayar, Telefon ve Ev Elektronikleri Teknoloji | \$161.63 09.01.24 | \$250.42 31.12.24 | \$247.62 07.01.24 | -1.13% | \$0.99 08.11.24 | 55.55% |
| ALB | Nyse | ALBEMARLE | Kimyasallar Ham madde | \$133.67 09.01.24 | \$86.08 31.12.24 | \$117.31 07.01.24 | 26.62% | \$1.62 13.12.24 | -34.39% |
| MSFT | Nasdaq | MICROSOFT | Yazılım ve Bilgi Teknolojisi (IT) Hizmetleri Teknoloji | \$372.01 09.01.24 | \$421.50 31.12.24 | \$505.37 07.01.24 | 16.60% | \$3.08 21.11.24 | 14.13% |
| V | Nyse | VISA | Yazılım ve Bilgi Teknolojisi (IT) Hizmetleri Teknoloji | \$260.94 09.01.24 | \$316.04 31.12.24 | \$336.28 07.01.24 | 6.02% | \$2.15 12.11.24 | 21.94% |
| FCX | Nyse | FREEMPORT-MCMORAN | Metaller ve Madencilik Ham madde | \$41.70 09.01.24 | \$38.08 31.12.24 | \$52.72 07.01.24 | 27.77% | \$0.60 15.10.24 | -7.24% |
| DAL | Nyse | DELTA AIR LINES | Yolcu Ulaştırma Hizmetleri Endüstriyel Ürün ve Hizmetler | \$42.32 09.01.24 | \$60.50 31.12.24 | \$77.30 07.01.24 | 21.73% | \$0.50 10.10.24 | 44.14% |
| JNJ | Nyse | JOHNSON & JOHNSON | İlaç Sağlık Hizmetleri | \$161.63 09.01.24 | \$144.62 31.12.24 | \$174.99 07.01.24 | 17.36% | \$4.91 20.05.24 | -7.49% |
| KO | Nyse | COCA-COLA | İçecekler Temel Tüketim Ürünleri | \$60.00 09.01.24 | \$62.26 31.12.24 | \$73.64 07.01.24 | 15.45% | \$1.96 14.06.24 | 7.03% |
| AMZN | Nasdaq | AMAZON | Çeşitli Perakende Keyfi Tüketim Ürünleri | \$146.74 09.01.24 | \$219.39 31.12.24 | \$243.79 07.01.24 | 10.01% | (-) | 49.51% |
| Tavsiye Edildiği Günden Bugüne Tüm Ürünlerde Net Kar/Zarar Oranı | | | | | | | | | 15.45% |

■ Makro | global & yerel

Küresel ekonomi

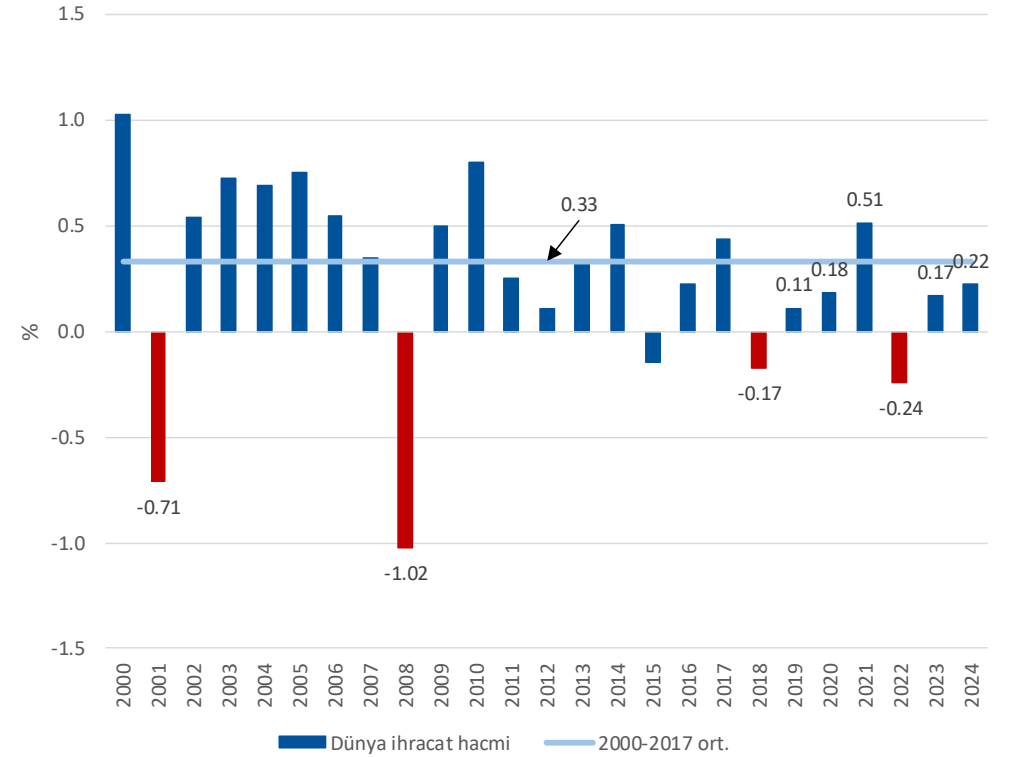
2024'te dünya ekonomisindeki ivme, farklı kanallardan negatif etkilense de *-Çin ve AB gibi örnekler-* ABD'nin momentumunu korumaya devam etmesi ve beklentilerin üzerinde performans sergilemesi, genel resim açısından destekleyici unsur oldu. Yıllardır Strateji Raporlarımızda yakından takip ettiğimiz ticaret ve ihracat hacimlerinin ortalamasında 2023'e kıyasla iyileşme gördük.

Dünya ticaret hacmi, yıllık ortalama değişim, 2000-



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Dünya ihracat hacmi, yıllık ortalama değişim, 2000-

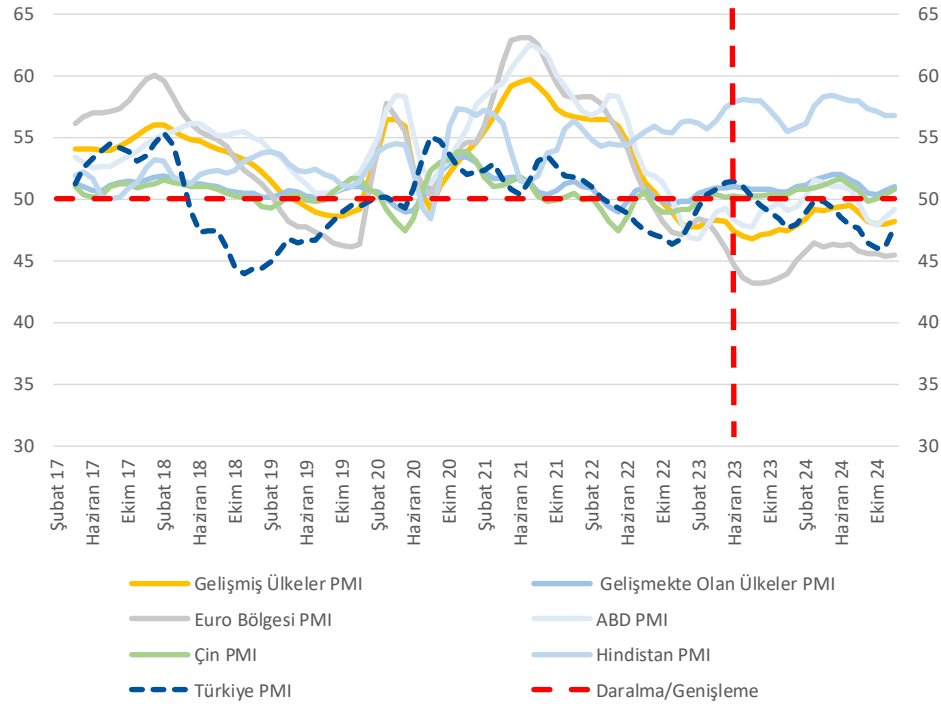


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Küresel ekonomi

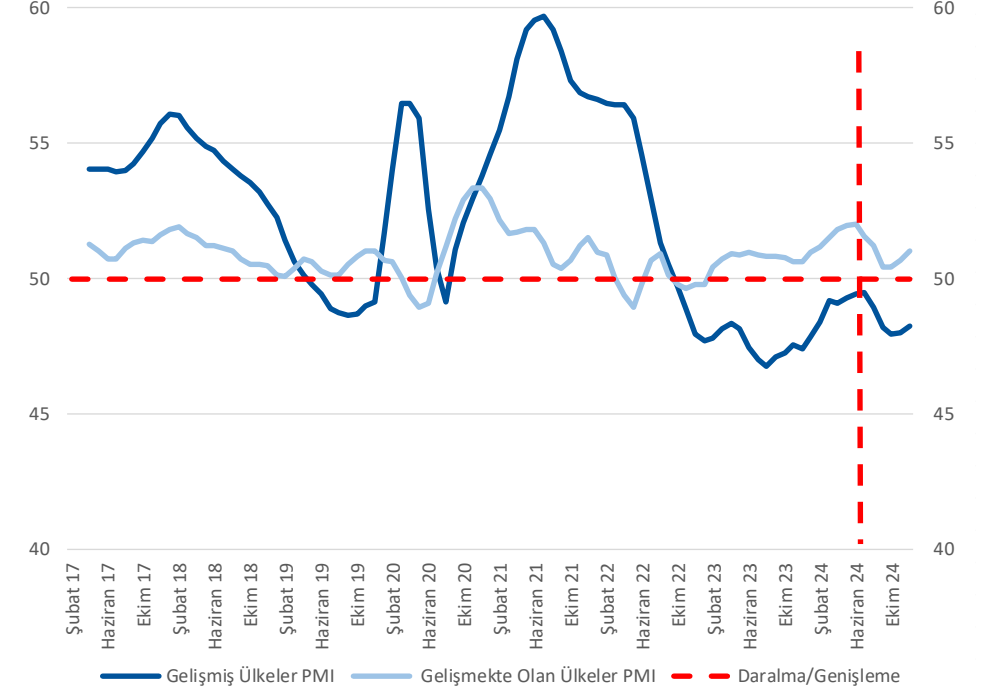
Geride kalan yılın çoğunluk kesiminde Çin'den gelen «resmi» veriler, genişlemeci bölgede resim oluşumuna işaret ederken, daha küçük şirketler kesimini temsil eden rakamlarda zorlanma dikkat çekti. Gelişmiş ülkelerde imalat öncü göstergeleri 2024'te daralma bölgesinde takip edilirken, gelişmekte olan ülkeler direndi. Trend seyirde yılın son çeyreği itibarıyla Türkiye rakamlarının toparlandığını ekleyelim.

Seçilmiş ekonomik bölgeler, imalat PMI, 3 ay ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş ekonomik bölgeler, imalat PMI, 3 ay ort.

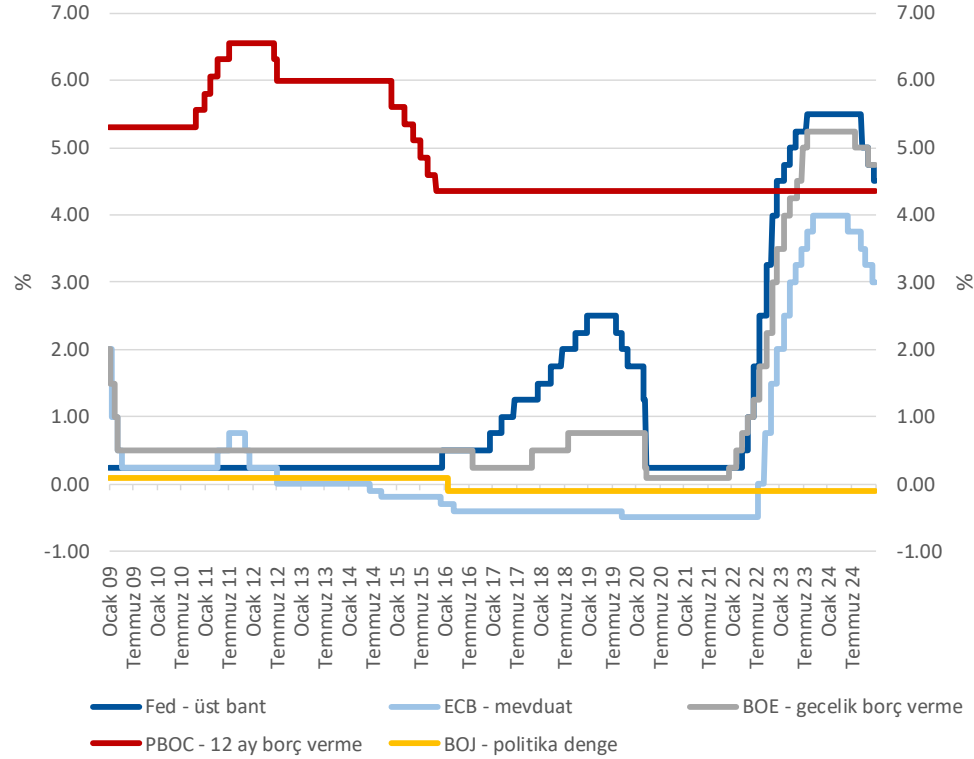


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi

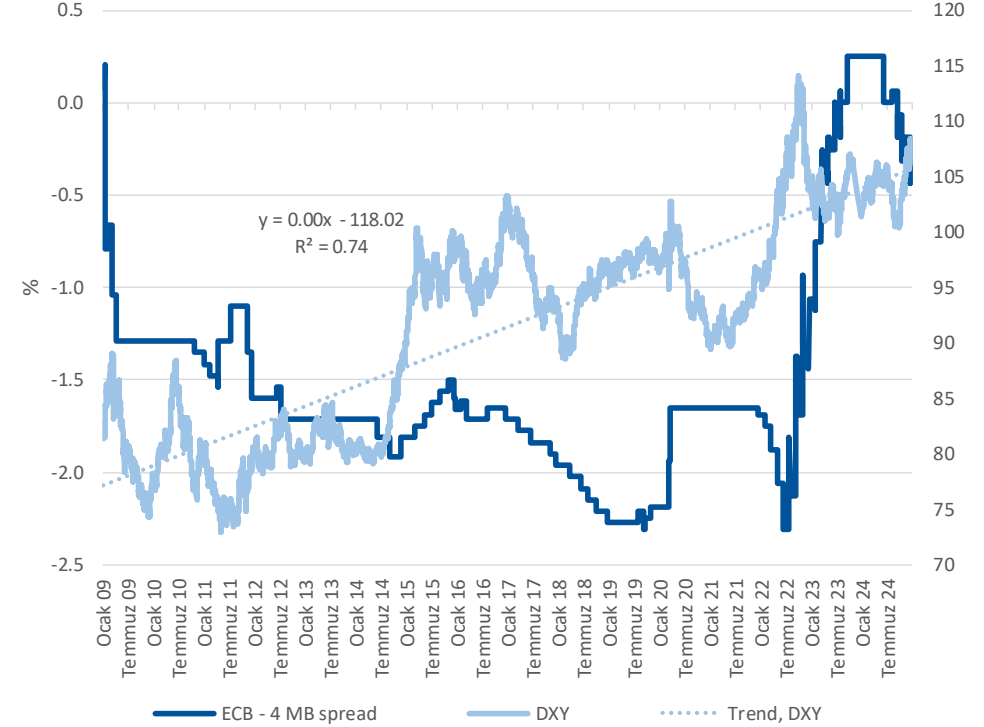
2024, kendi içerisinde, ilginç hikayeler barındıran bir yıl olarak hatırlanacak. «Olmayacak işler» serimizde bu kez, ECB'nin zamanlama olarak Fed'in önüne geçerek faiz indirimi adımı atması oldu. Yılın tamamında Fed'i bekleyerek ve beklentilere dahil ederek fiyatlamaları yönlendiren işlemciler, ECB'nin attığı adımlara çok fazla önem göstermedi. 2025 için ECB'nin alanı daha geniş öngörüyor.

Seçilmiş politika faizleri - Majör



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş politika faizleri - Majör



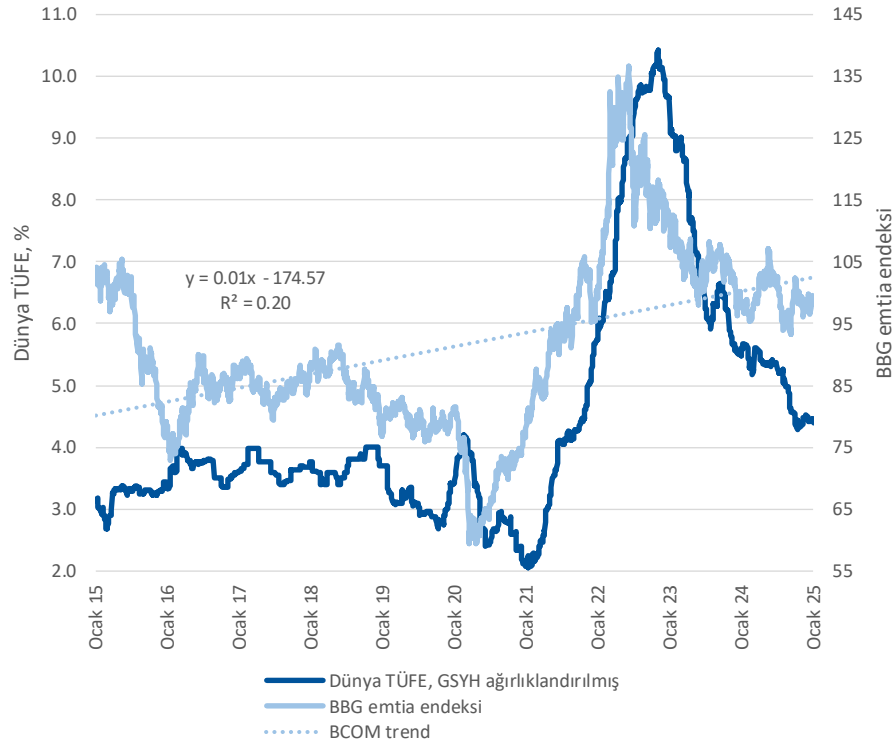
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

4 MB spread: ECB mevduat - Fed üst bant, BOE, BOJ ve PBOC politika faizlerinin ortalamasıdır.

Küresel ekonomi

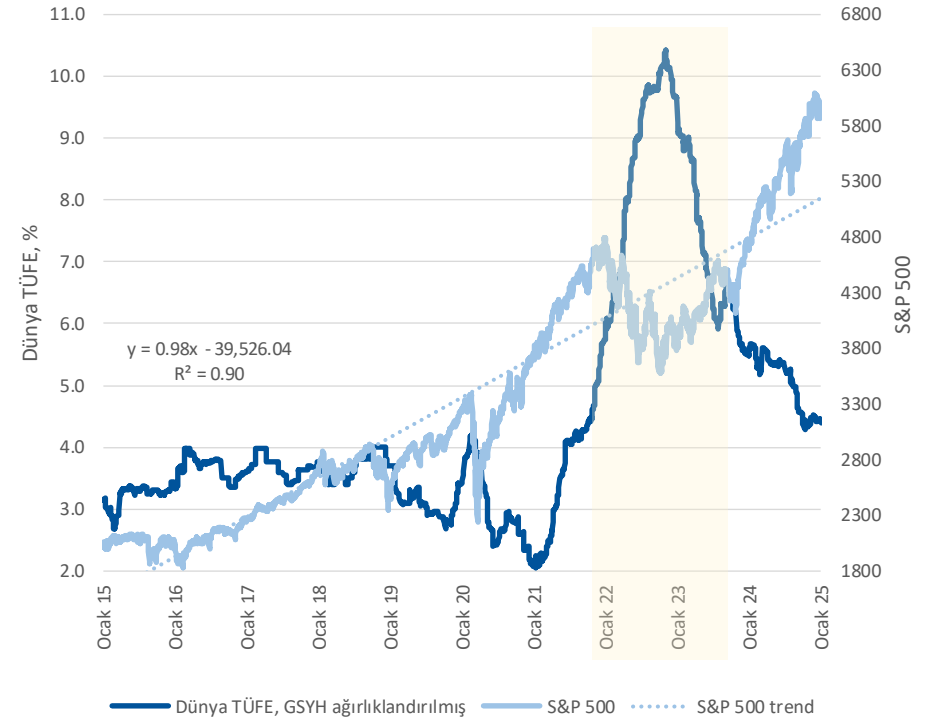
2023'ü tamamladığımızda son 1 yıldaki ortalama küresel enflasyon oranı %6.99 seviyesinde bulunurken, 2024 kapanışında %5.02'ye gerilediğini gördük. Global enflasyon rakamlarının zirve yaptığı 2022-23 döneminde «kafa karışıklığı» içerisinde düşen S&P 500 endeksi, enflasyonun yükseliş sürecinde olduğu gibi, gerilemesinde de yeni rekor bölgelerine geçmekten çekinmedi.

Dünya enflasyonu (TÜFE) & BBG emtia endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Dünya enflasyonu (TÜFE) & S&P 500

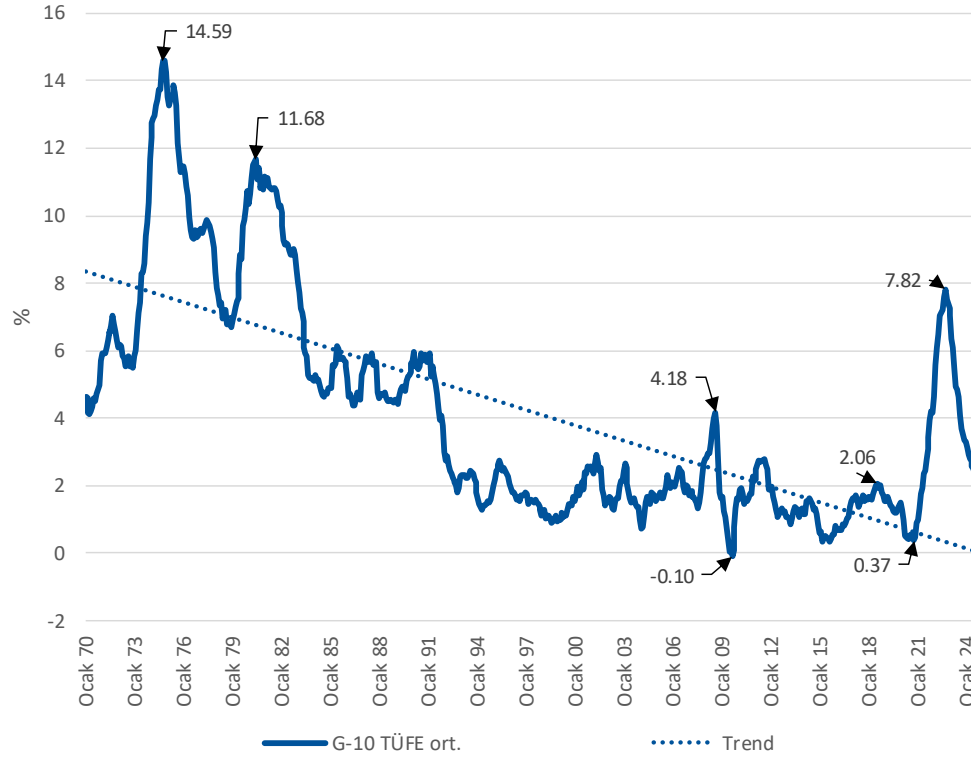


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi

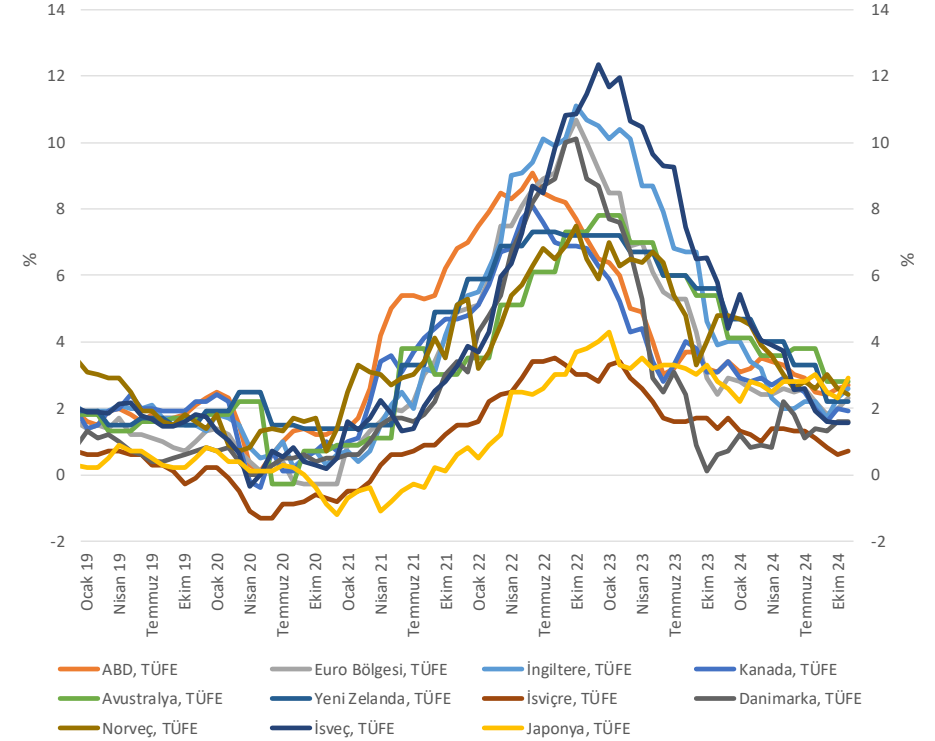
2024'ün ilk çeyreği ile birlikte G-10'da ortalama grup manşet enflasyonu <%3 oldu. Son 1 yıl ortalaması ise %2.67 ile Ocak 2022'den bu yana en düşükte. Ancak, önemli bir risk var: merkez bankalarının hedeflediği bölgeye geçiş, özellikle çekirdek kalemlerde biraz daha zaman alabilir. Burada bölgeler arası farklılığı da gözetererek analiz yapmak gerekiyor.

G-10 TÜFE ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

G-10 yıllık TÜFE, 2019-

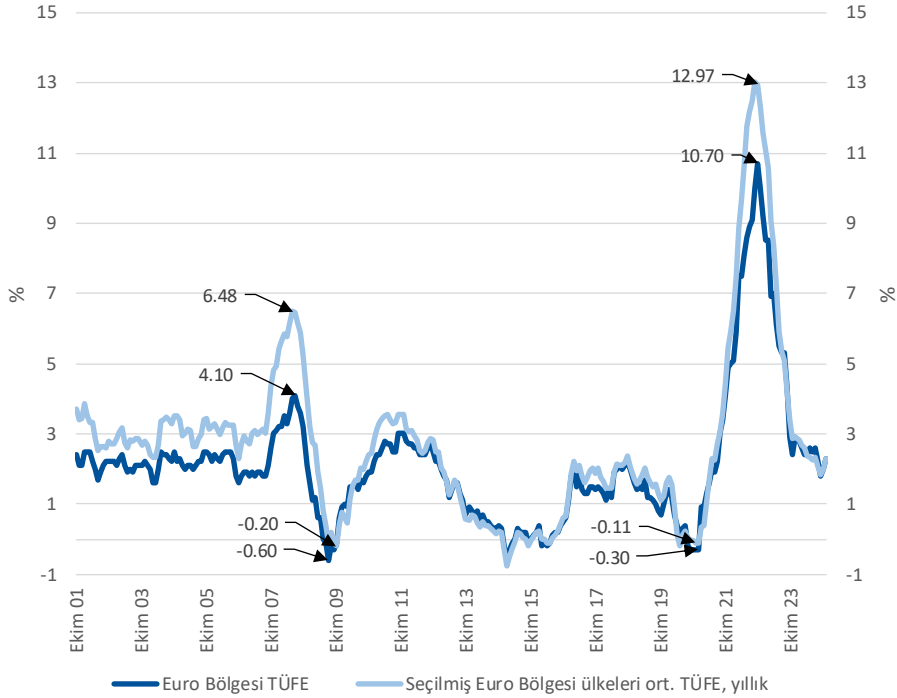


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi

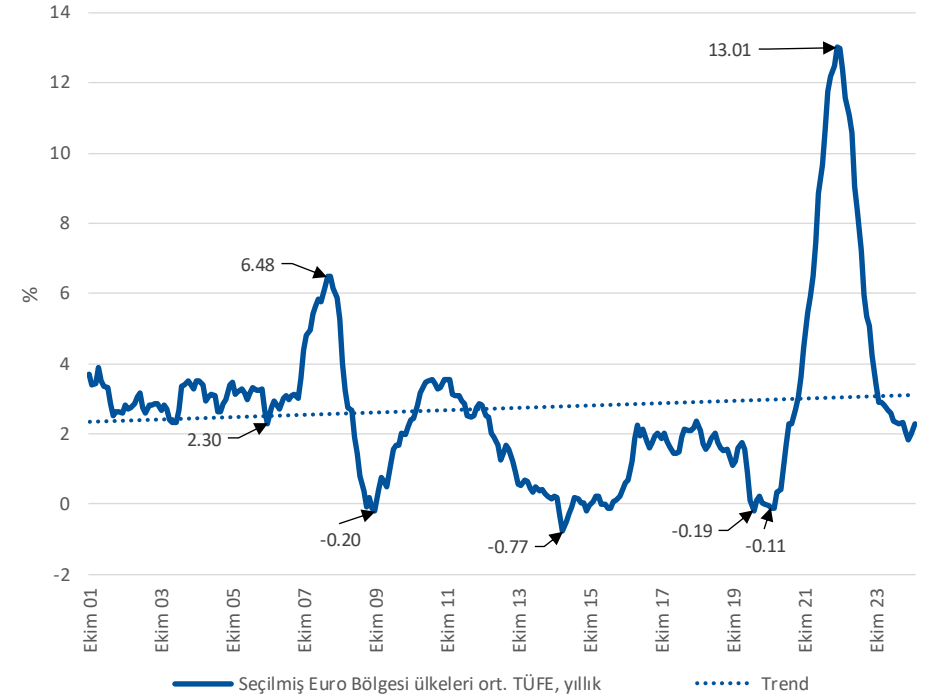
Euro Bölgesi, enflasyon açısından en avantajlı konumda karşımıza çıkıyor. Yaşlanan nüfus ve talepteki zayıflık, para politikasına hem alan açıyor hem de farklı sorunlarla uğraşmasını mecbur kılıyor. 2025'te, büyümenin desteklenmesi adına ECB hamlelerini sık sık konuşacağız. Bölge açısından en zayıf nokta ise, emtia fiyatlarına, bilhassa enerjiye olan bağlılık ve hassasiyet.

Euro Bölgesi ve seçilmiş üyelere ait TÜFE ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Seçilmiş üye ülkeler: Estonya, Avusturya, Belçika, Almanya, Finlandiya, Yunanistan, İtalya, Litvanya, Letonya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya

Euro Bölgesi ve seçilmiş üyelere ait TÜFE ort.

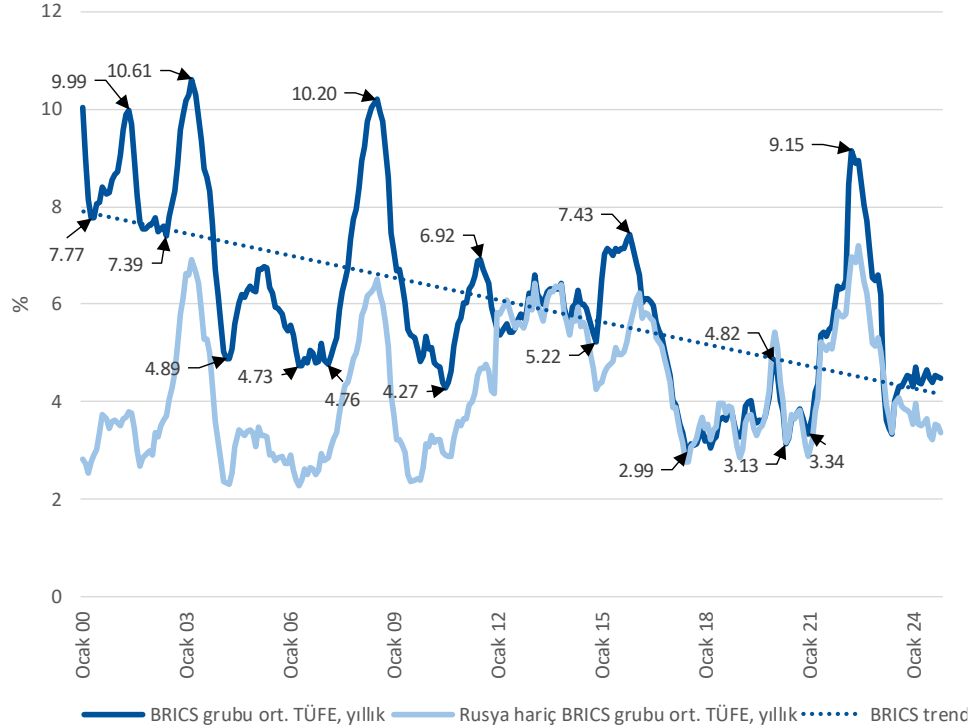


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Seçilmiş üye ülkeler: Estonya, Avusturya, Belçika, Almanya, Finlandiya, Yunanistan, İtalya, Litvanya, Letonya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya

Küresel ekonomi

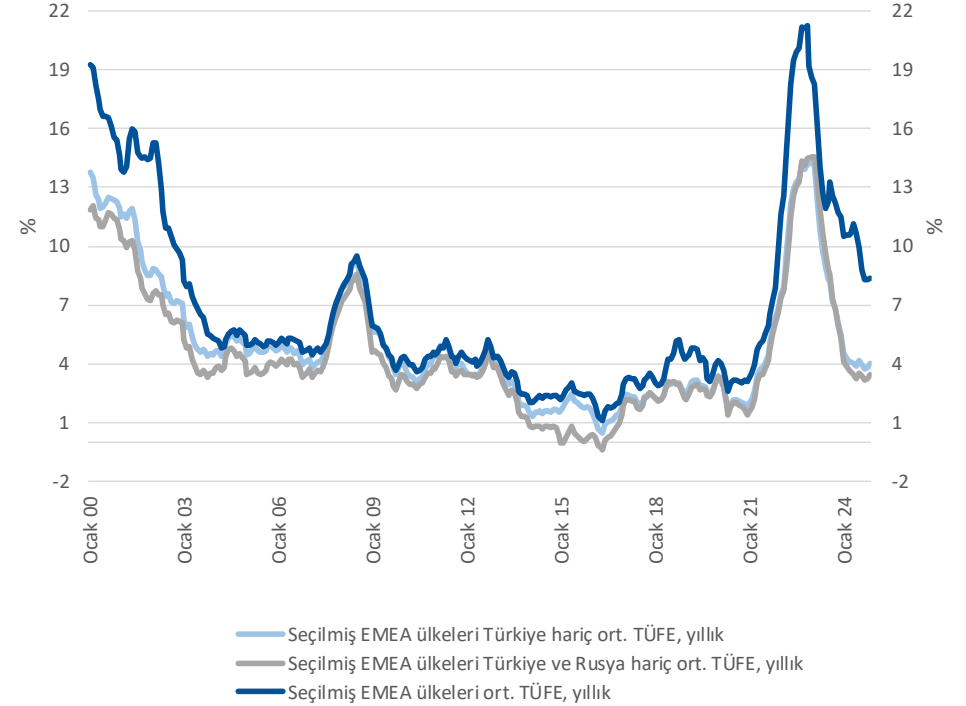
Gelişmekte olan ülkelerin önemli bir kısmını kapsayan iki grup olan BRICS ve EMEA cephelerinde de diğerlerine paralel enflasyon seyirleri takip edildi. Türkiye ve Rusya'yı arındırarak oluşturduğumuz EMEA sepetinde ortalama enflasyon son çeyrekte %3.4'te seyrederken, yıla %5'in üzerinde başladıklarını hatırlatalım. Türkiye'deki enflasyon detaylarına ayrıca değineceğiz.

BRICS grubu ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
BRICS: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika

Seçilmiş EMEA ülkeleri ort. TÜFE, yıllık

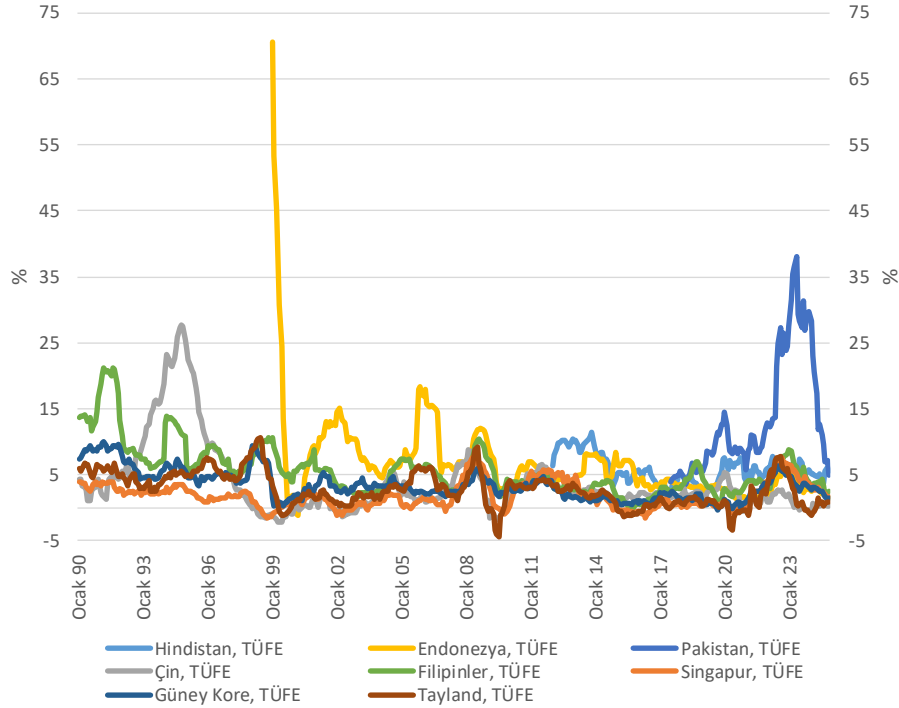


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
EMEA: Bulgaristan, Hırvatistan, Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, İsrail, Güney Afrika

Küresel ekonomi

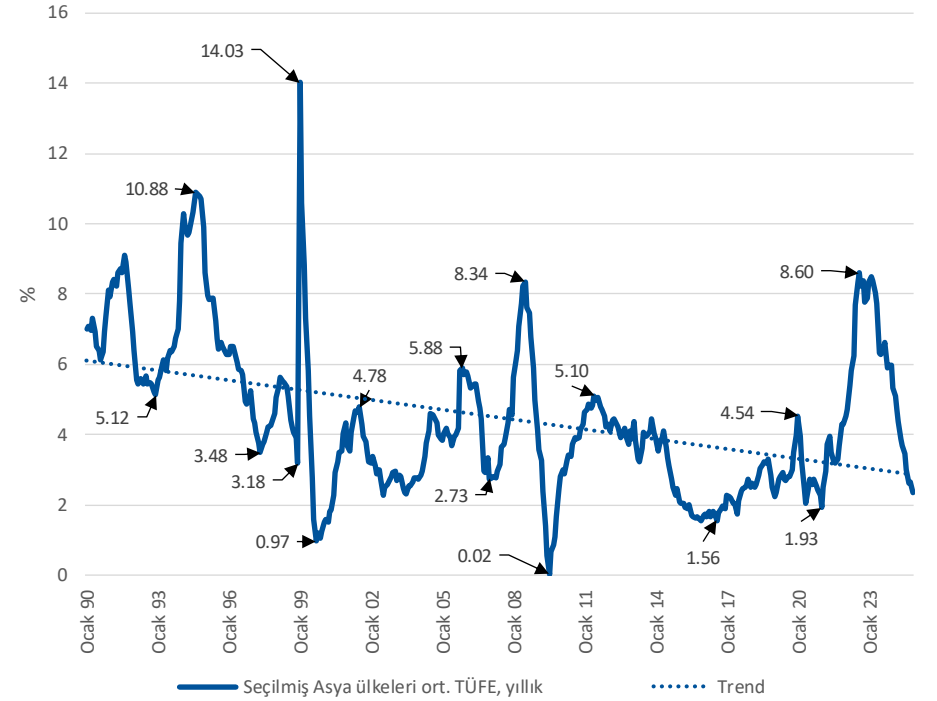
Asya Bölgesi de tıpkı Avrupa gibi enflasyonda «şanslı» sayılabileceklerden. Ancak, Çin riski, büyümede Bölge'nin bağımlılığı pozisyonu ve muhtemel deflasyon problemini atlama için lazım.

Seçilmiş Asya ülkeleri TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş Asya ülkeleri ort. TÜFE, yıllık



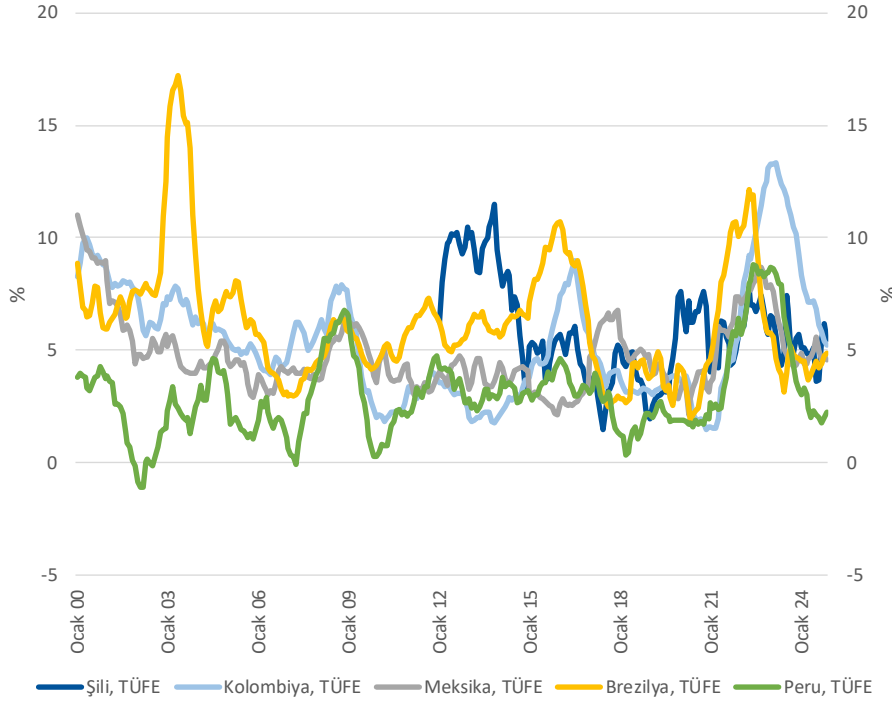
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Asya: Çin, Hindistan, Endonezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Güney Kore, Tayland

Küresel ekonomi

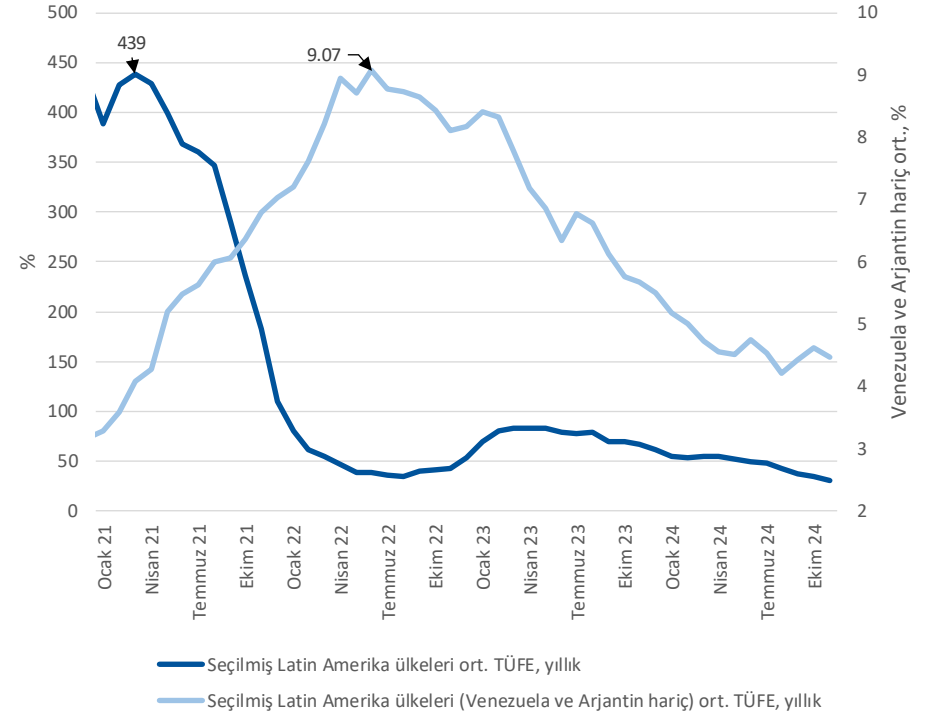
Latin Amerika'da Arjantin, hala daha yüksek enflasyon ile uğraşsa da fena bir yıl geçirmedir. Devreye alınan yeni makro politikalar, son derece radikal ve yabancı yatırımcı nezdinde olumlu karşılanıyor. Genel Bölge enflasyonu ise $>4\%$. Her ülkenin ayrı bir problem başlığı var. Brezilya'da bütçeye yönelik endişeler Merkez Bankası'nın doğrudan FX müdahalelerine kapı araladı, faiz artırımına gidildi.

Seçilmiş Latin Amerika ülkeleri ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş Latin Amerika ülkeleri (Venezuela ve Arjantin hariç) ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Latin Amerika: Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Venezuela

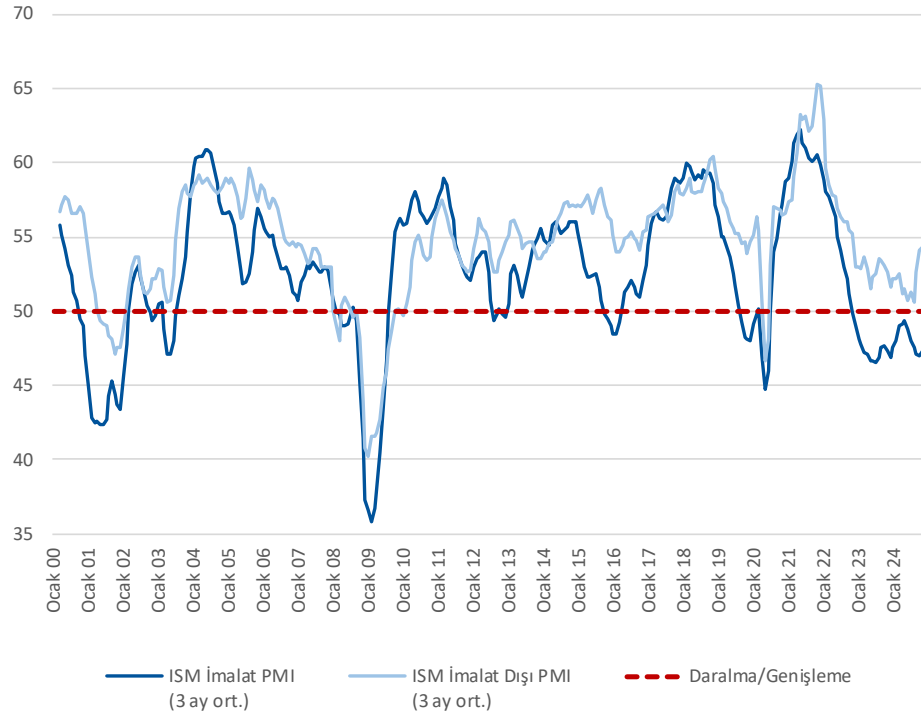
Küresel ekonomi/ABD

2023'teki eğilime paralel, 2024 yılı da imalat-hizmet ayrışması ve bu ayrışmanın hizmet lehine baskın pozisyonu altında geçti.

20 Ocak sonrasında yeni siyasi yönetimin uygulaması muhtemel ekonomi politikalarının imalat tarafına destek vermesi beklenebilir.

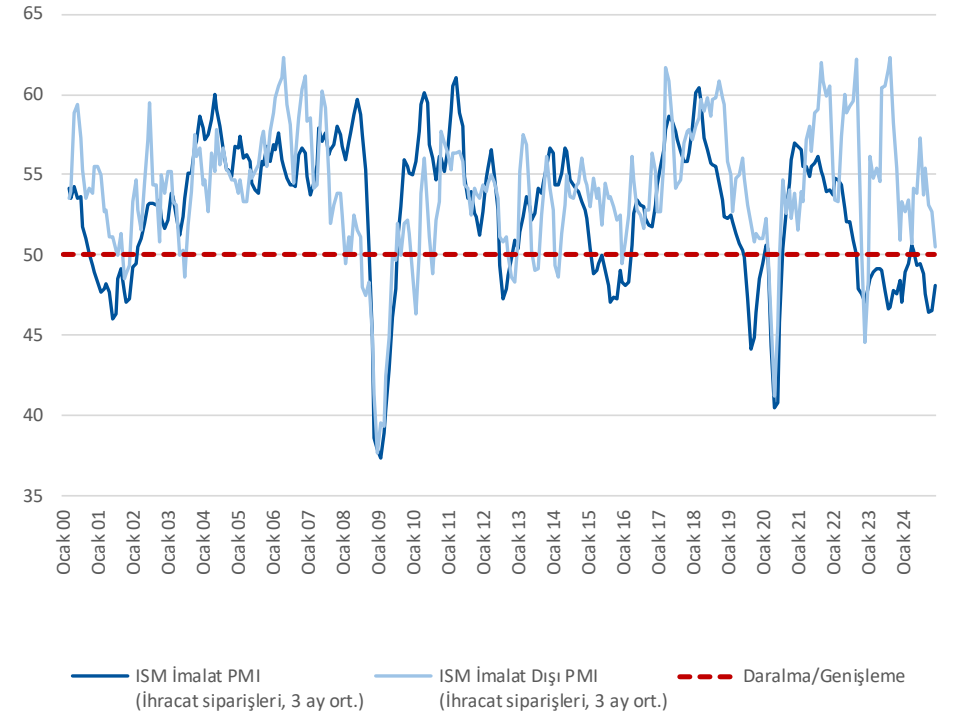
Yılın ikinci yarısı bu anlamda öne çıkan zaman dilimi.

ISM imalat & imalat dışı PMI



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ISM imalat & imalat dışı PMI, ihracat siparişleri

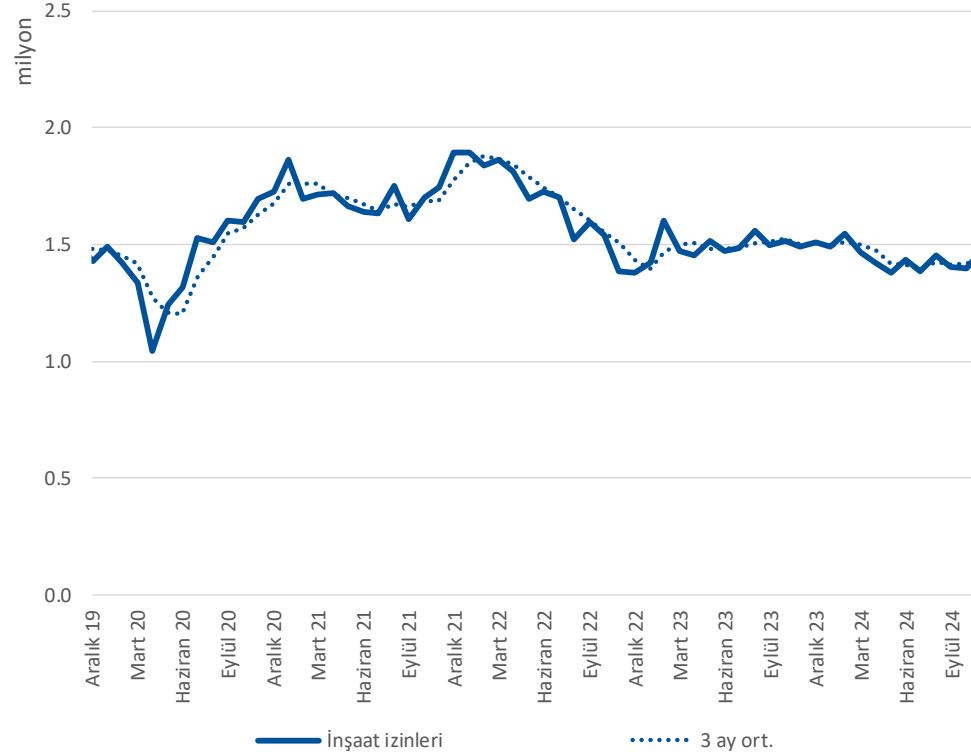


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

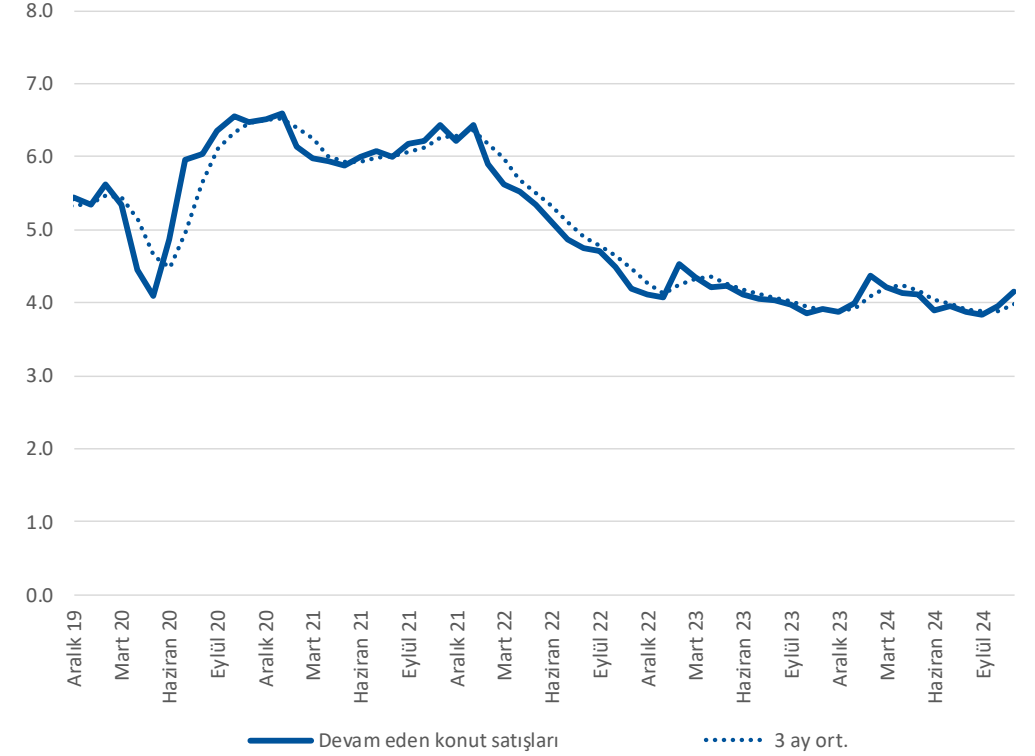
ABD konut piyasası, Fed'in parasal sıkılaşmayı sonlandırmaya hazırlandığı yılda önemli bir sorun işareti göstermedi.

İnşaat izinleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Devam eden konut satışları

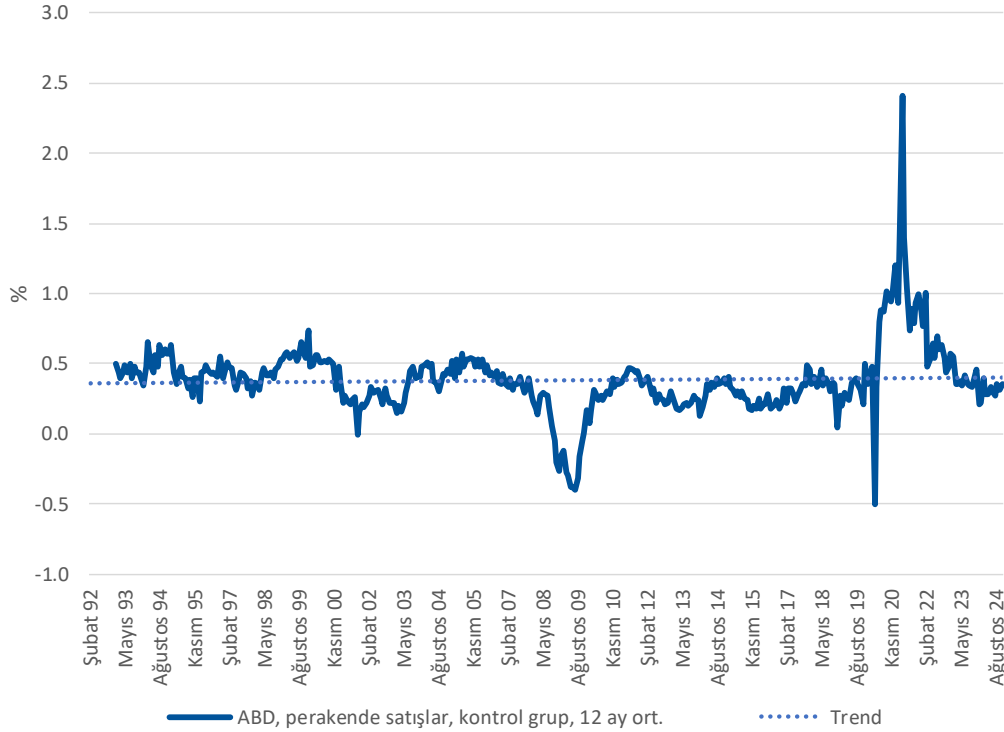


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

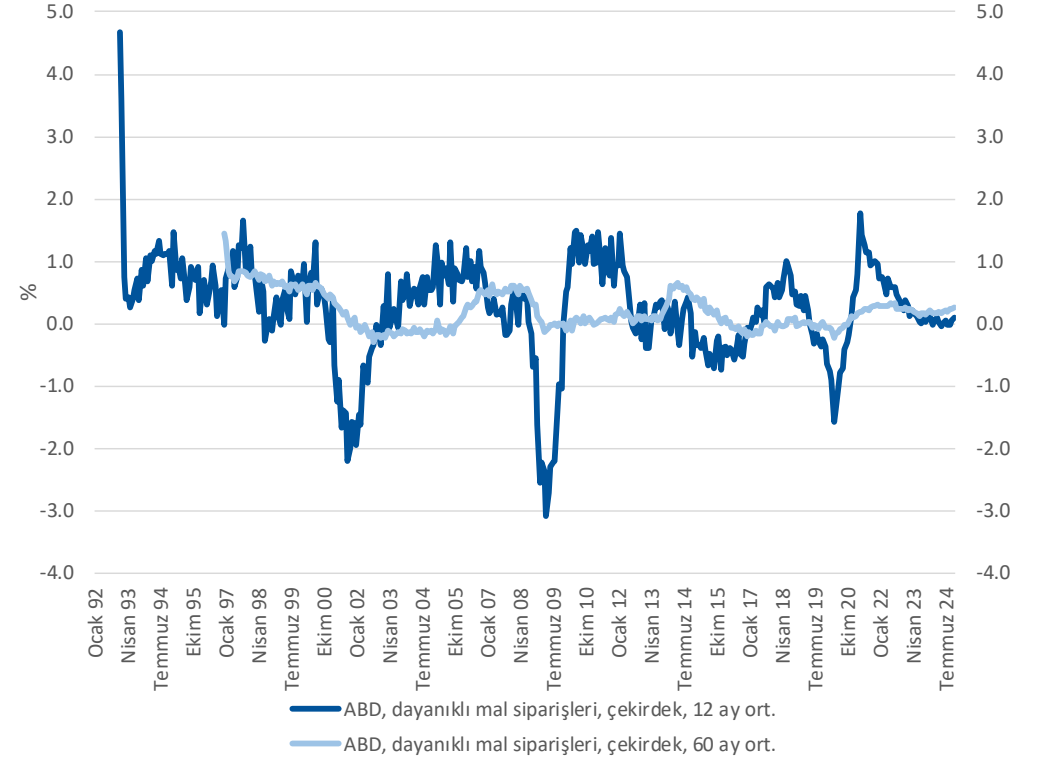
Tüketime yönelik takip edilen öncü göstergeler, uzun dönem ortalamaları etrafında oluşurken, kayda değer bir zayıflama sinyali göstermedi, iç talep canlı seyrini gelirler destekli sürdürdü.

ABD, perakende satışlar, kontrol grup



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD, dayanıklı mal siparişleri, çekirdek

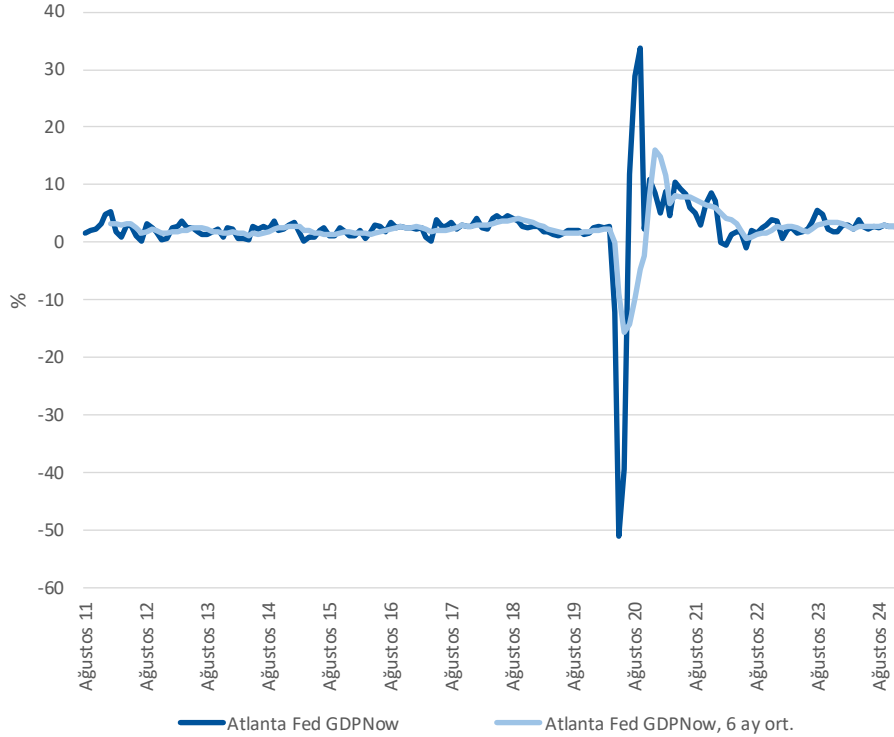


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

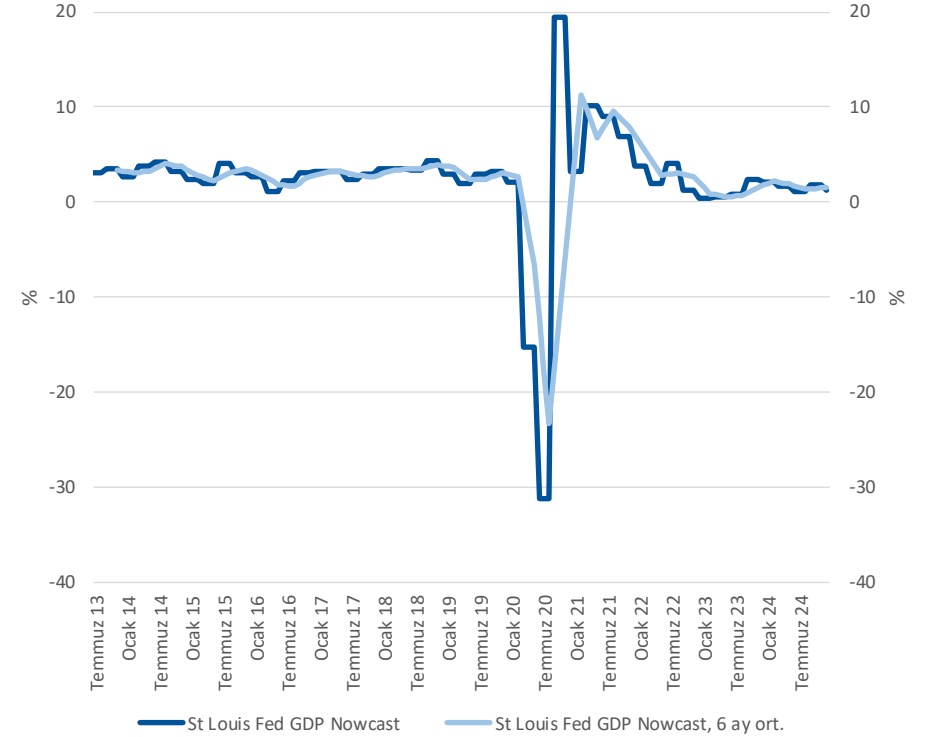
Takip edilen büyüme indikatörlerinde zayıflama sinyalleri yok.

Atlanta Fed GDPNow, ABD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

St Louis Fed GDPNow/ Nowcast

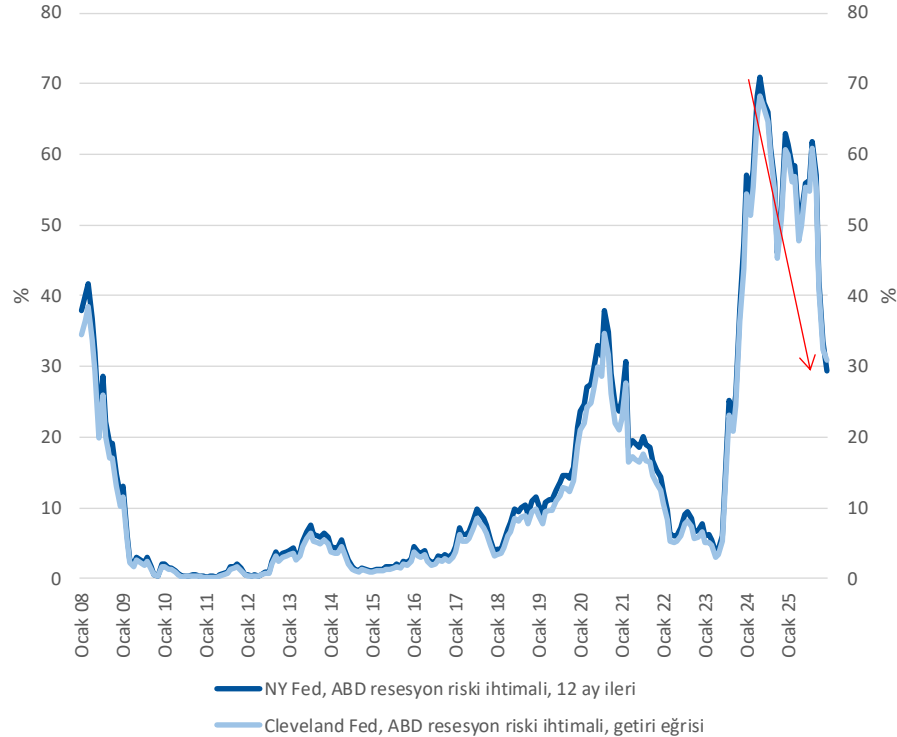


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

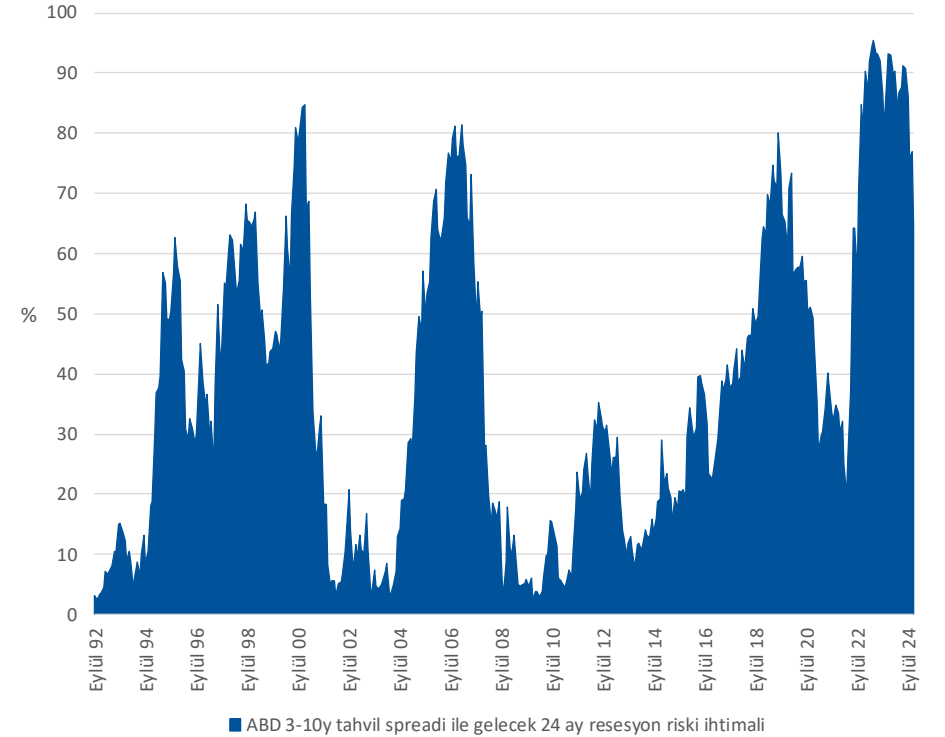
2024 Strateji Raporumuzda şöyle demiştik: «Resesyon tahminleri açısından 2023, özellikle de ilk yarısı, başarısız bir dönem oldu. Fed'in farklı şubelerinin çalışmaları ileri vade için %50 civarı risk öngörüyor. Bizim beklentilerimizde «derin ABD resesyonu» bulunmuyor.» Aynı noktadayız. Ezbere yapılan resesyon tahminlerine şans vermiyoruz.

ABD resesyon ihtimali ölçümleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD 3-10y tahvil spreadi ile gelecek 24 ay resesyon riski ihtimali

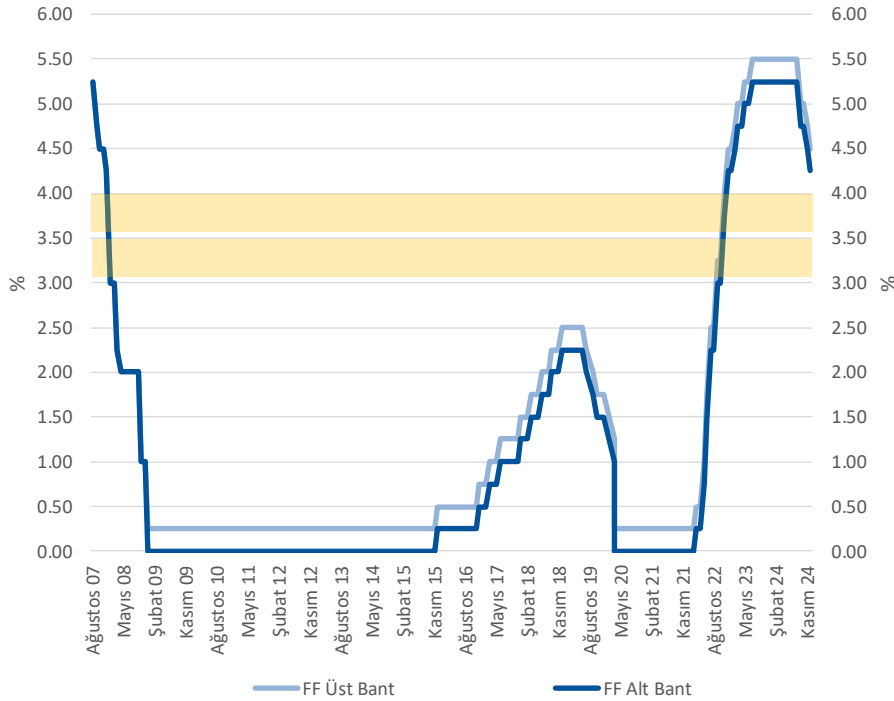


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

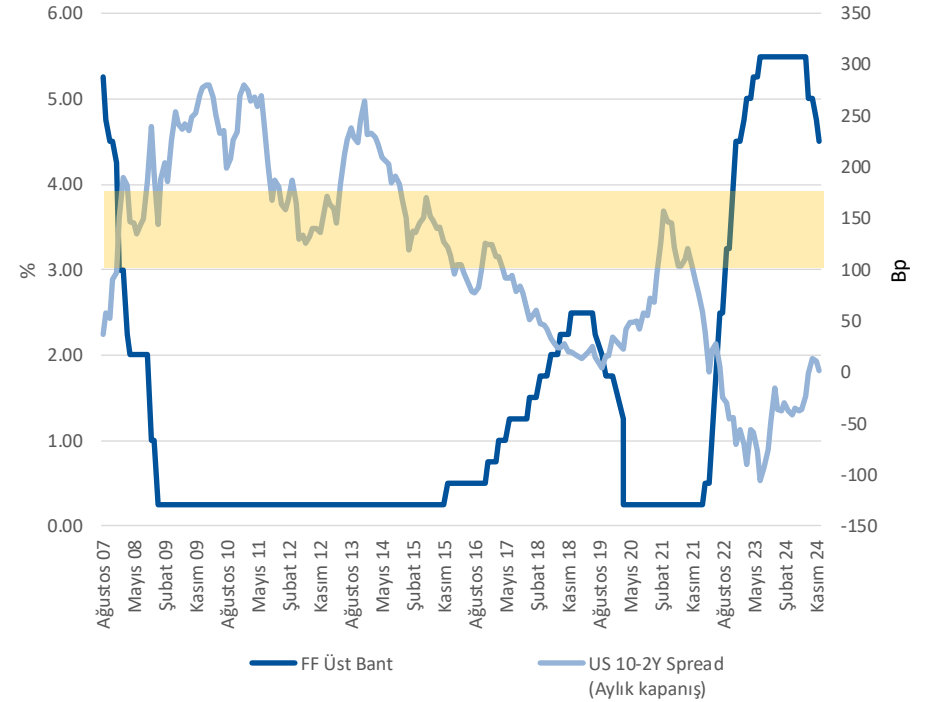
Fed'in «beklenen» faiz indirim adımları başladı. Başarısız bir iletişim ile atılan ilk adımı, *enflasyon-istihdam-enflasyon* arasındaki yönlendirme karmaşası takip etti. Pandemiden bu yana paylaştığımız düşüncemizde değişiklik yok: uzun vadeli küresel ve ABD faizlerinde çok ciddi tortu kaldığını ve yakın geçmişin düşüklerinden koptuğumuz kanaatindeyiz. %3.5-4.0 aralığı ilk durma noktaları olabilir.

Fed faiz oranları: FF üst bant & alt bant



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

FF üst bant & ABD tahvil spreadi



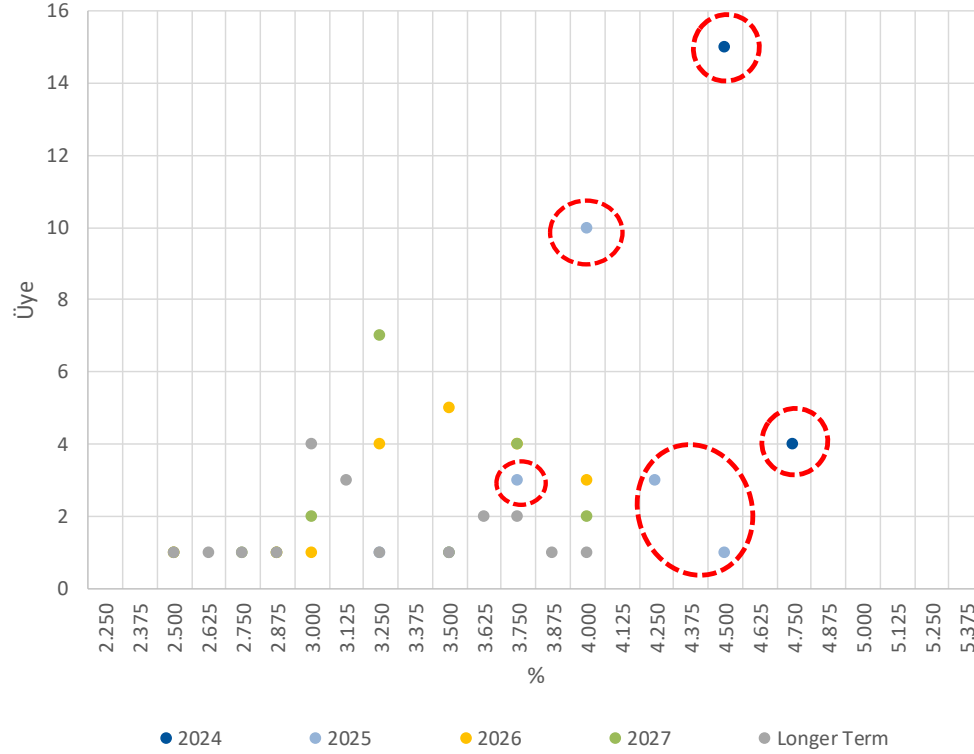
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Tahvil spreadinde aylık kapanış için en yakın değer alınmıştır.

Küresel ekonomi/ABD

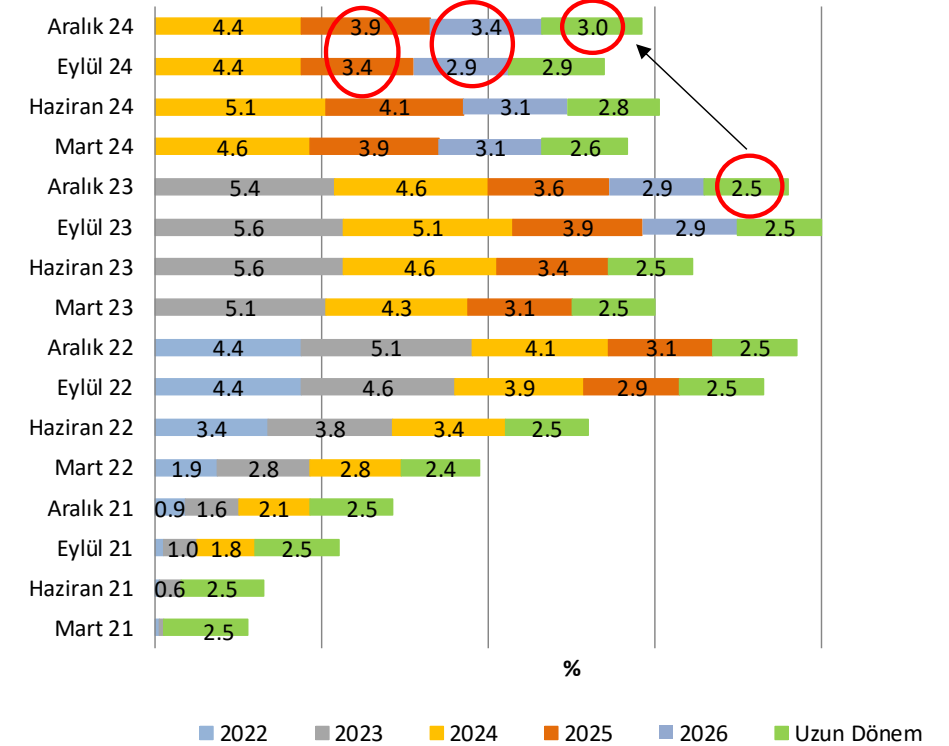
Genel yaklaşım tarzı, fiyatlamların da getirdiği baskı ile birlikte, Fed'in kısa vadeli faiz beklentilerine yoğunlaşmak. Haksız ve yanlış bulmuyoruz. Ancak, eksik. Bizim baktığımız noktalardan birisi de uzun vadeli faizi nerede okudukları detayı. 2023 sonunda öngördükleri uzun vadeli faizin 2024 kapanışıyla 50bp üzerine gelindi. 2025 için de 2023 tahminlerine yakınsama var. Belirsizlik.

FOMC Dot Plot dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Fed

FOMC DOTS medyan faiz oranları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Fed

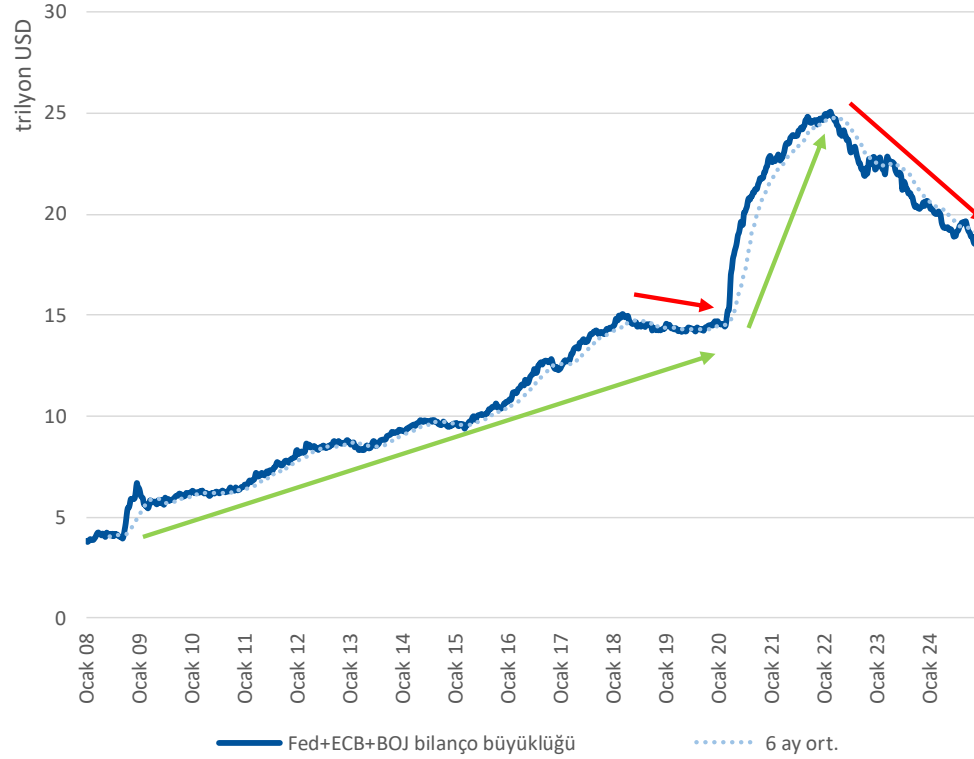
| FOMC Makro Projeksiyonlar | | | | | | |
|------------------------------------|--------|--------|-------|-------|------------|-------|
| Makro projeksiyonlar | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Uzun dönem | |
| GSYH | | | | | | |
| Mart 24 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | | | 1.8 |
| Haziran 24 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | | | 1.8 |
| Eylül 24 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | | 1.8 |
| Aralık 24 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | | 1.8 |
| Bir önceki toplantıya göre değişim | ▲ 0.5 | ▲ 0.1 | ■ 0.0 | | | ■ 0.0 |
| İşsizlik Oranı | | | | | | |
| Mart 24 | 4.0 | 4.1 | 4.0 | | | 4.1 |
| Haziran 24 | 4.0 | 4.2 | 4.1 | | | 4.2 |
| Eylül 24 | 4.4 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | | 4.2 |
| Aralık 24 | 4.2 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | | 4.2 |
| Bir önceki toplantıya göre değişim | ▼ -0.2 | ▼ -0.1 | ■ 0.0 | | | ■ 0.0 |
| PCE | | | | | | |
| Mart 24 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | | | 2.0 |
| Haziran 24 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | | | 2.0 |
| Eylül 24 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | | 2.0 |
| Aralık 24 | 2.4 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | | 2.0 |
| Bir önceki toplantıya göre değişim | ▲ 0.1 | ▲ 0.4 | ▲ 0.1 | | | ■ 0.0 |
| Çekirdek PCE | | | | | | |
| Mart 24 | 2.6 | 2.2 | 2.0 | | | |
| Haziran 24 | 2.8 | 2.3 | 2.0 | | | |
| Eylül 24 | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | | |
| Aralık 24 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | | |
| Bir önceki toplantıya göre değişim | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | | | |
| F.F. Oranı | | | | | | |
| Mart 24 | 4.6 | 3.9 | 3.1 | | | 2.6 |
| Haziran 24 | 5.1 | 4.1 | 3.1 | | | 2.8 |
| Eylül 24 | 4.4 | 3.4 | 2.9 | 2.9 | | 2.9 |
| Aralık 24 | 4.4 | 3.9 | 3.4 | 3.1 | | 3.0 |
| Bir önceki toplantıya göre değişim | ■ 0.0 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | ▲ 0.2 | | ▲ 0.1 |

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

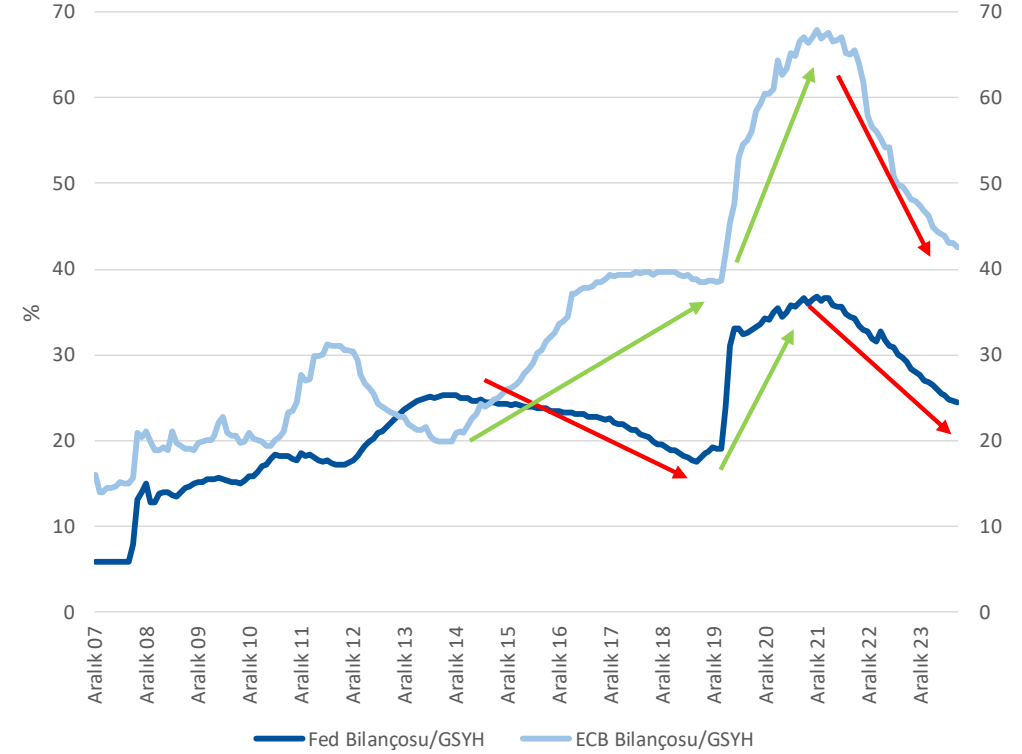
Bilançolarda daralma zamanı. 2021'de GSYH oranı ile %35'in üzerine ilerleyen Fed bilançosu, 2024'te %25'in aşağısına geldi. <7 trilyon dolar olan bilançonun, 6-6.5 trilyon dolar aralığında normalize olmasını bekliyoruz. 3 büyük merkez bankasının bilanço rakamlarından yaptığımız hesaplama göre, toplam büyüklük 2022'deki 25 trilyon dolar seviyesinden 7 trilyon daralma gösterdi. Önemli.

Fed, ECB, BOJ bilanço büyüklükleri, kümülatifleştirilmiş



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

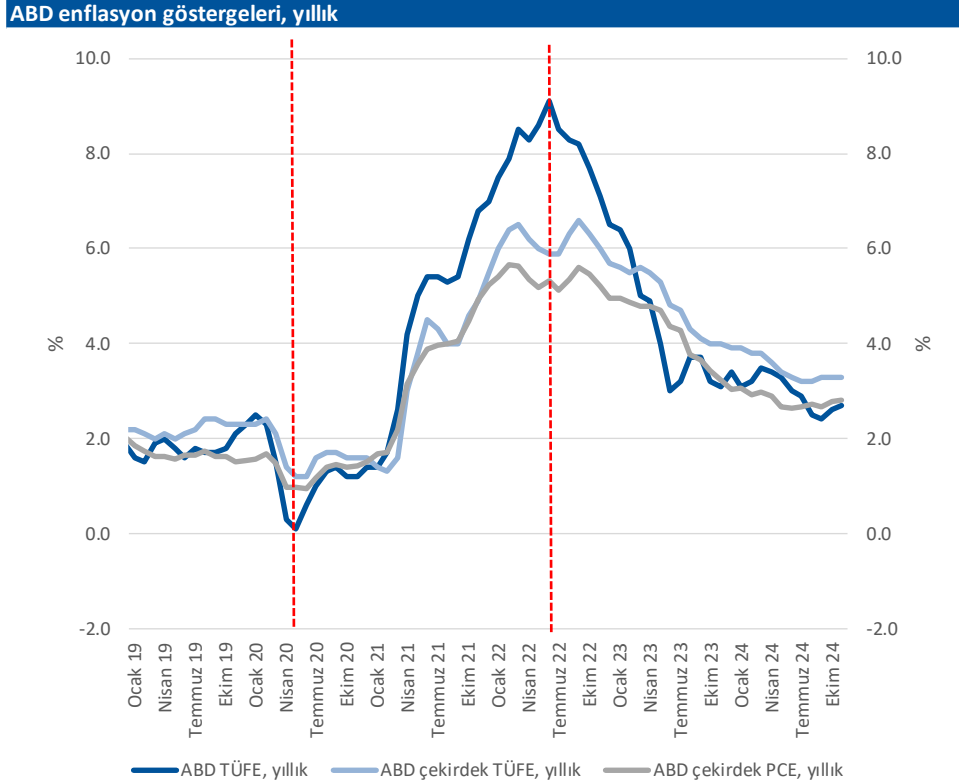
Fed, ECB bilanço büyüklükleri/GSYH



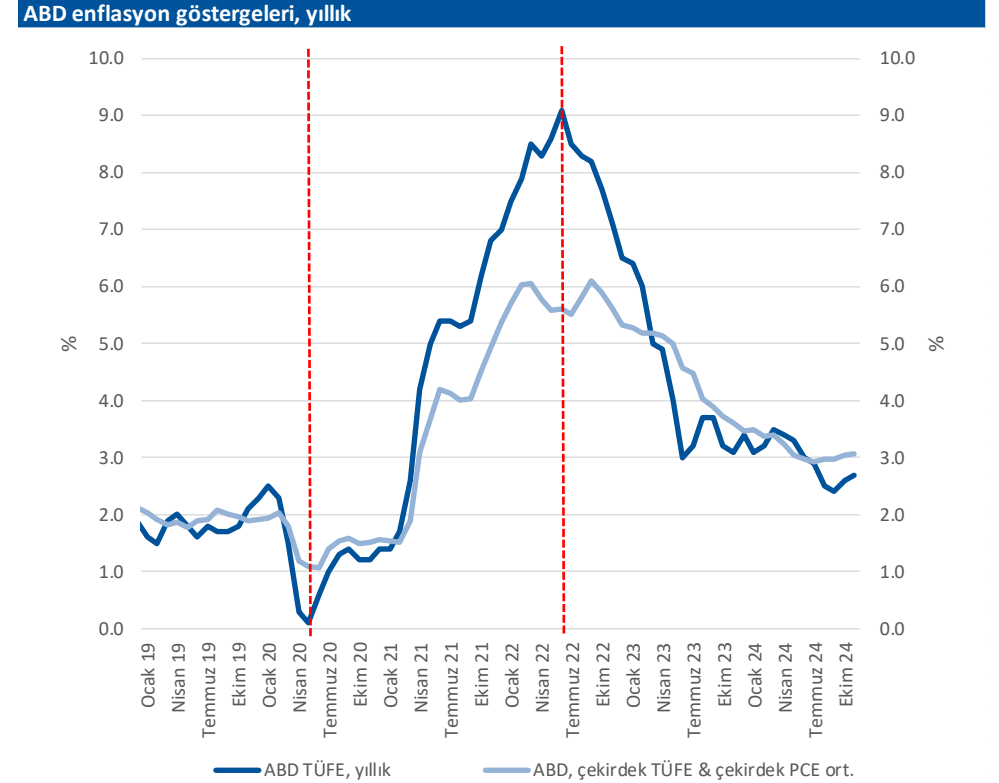
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

2024'te Amerikan enflasyonu geriledi. Söz konusu zayıflama sürpriz değil, beklenen bir gelişmeydi. Manşet ve çekirdek kalemlerde aynı eğilimden söz etmek mümkün. Momentum, yılın ikinci yarısında kısmen yavaşlansa da, yine de beklentilerden sapmadı. Kısa-orta vade açısından en büyük risk, takip edilen özel göstergelerde $\lt; 3\%$ tablosunun şekillenip şekillenmeyeceği. Bu, Fed açısından da kritik.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

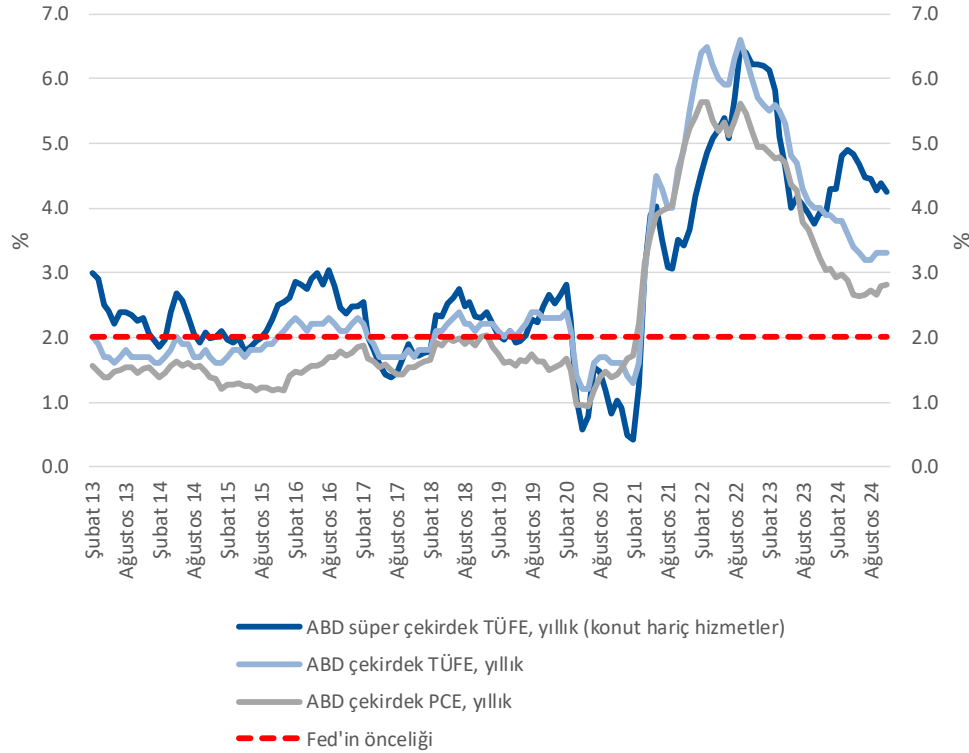


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

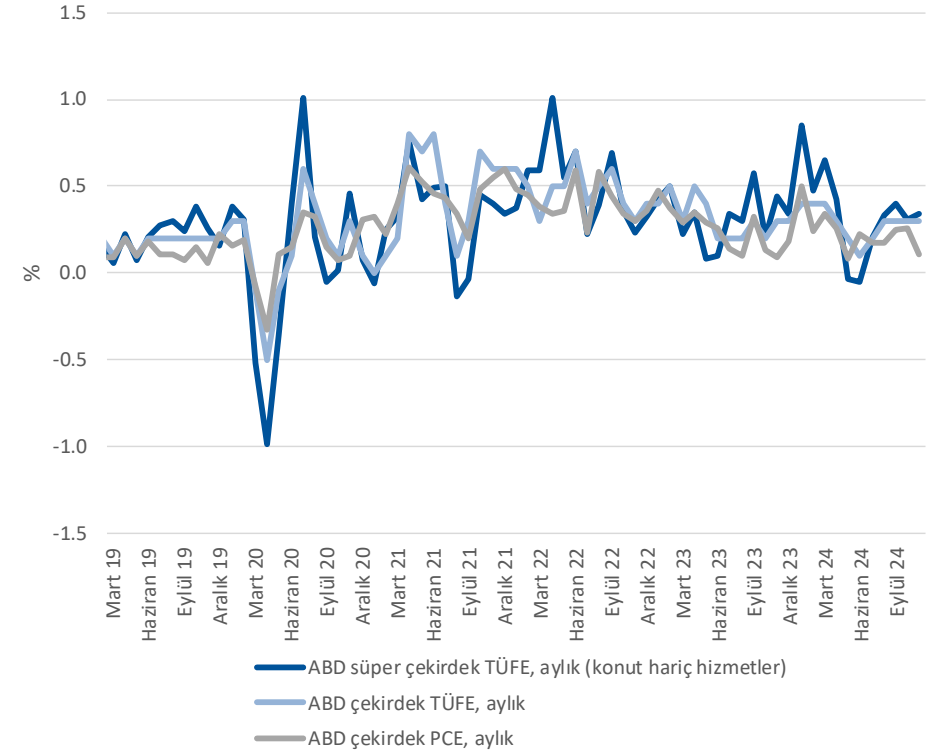
Hizmet enflasyonu, herkesin problemi. Covid sonrası dönemin en önemli tortusu bu kalem üzerinde kalmış durumda.

ABD seçilmiş enflasyon göstergeleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD seçilmiş enflasyon göstergeleri

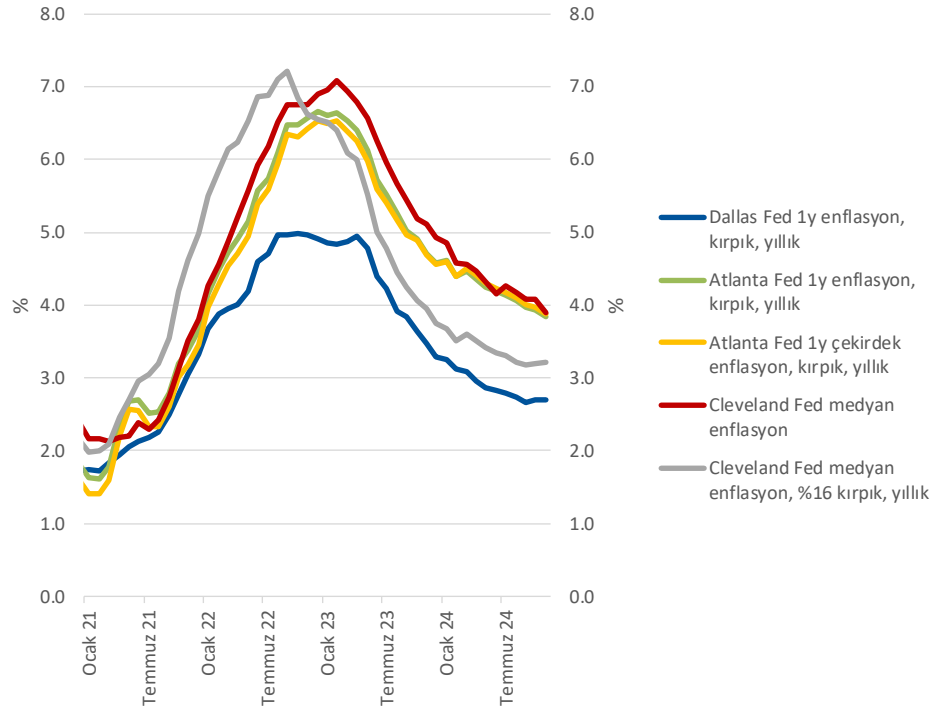


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

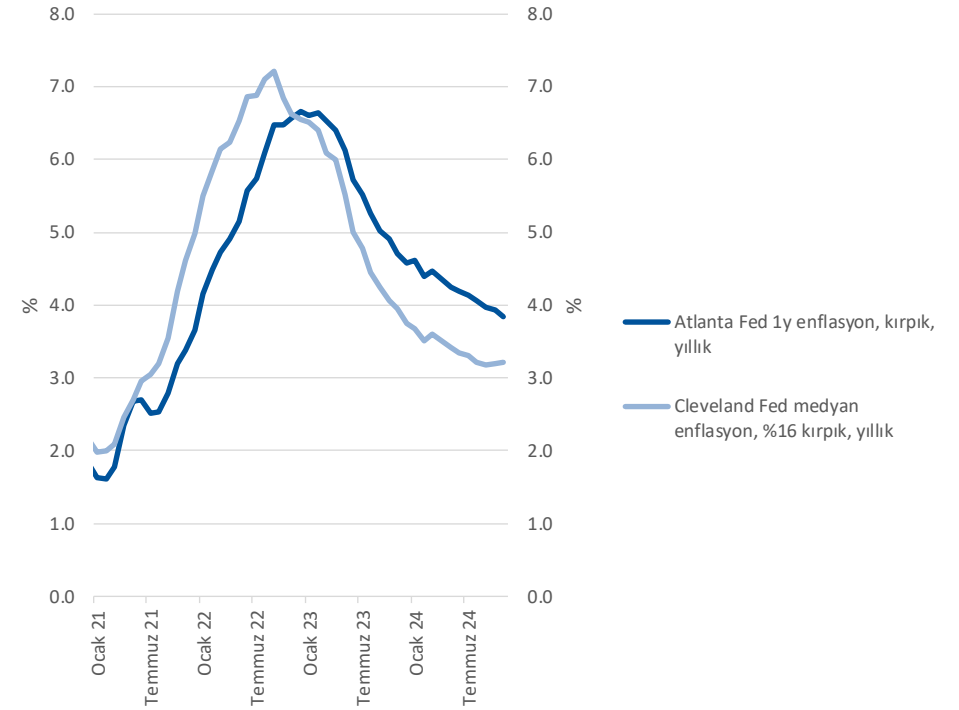
Fed'in kendi ölçümediği farklı enflasyon göstergeleri de zayıfladı; ancak, %2'lik hedeften uzak kalma durumu devam ediyor. 20 Ocak'ta başlayacak yeni siyasi dönemin getireceği mali tablo, para politikası ve enflasyon beklentileri cephelelerinde işlerin yolunda gitmesini sekteye uğratabilir.

Bölgesel Fed şubelerinin ölçüledikleri özel enflasyon göstergeleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Bölgesel Fed şubelerinin ölçüledikleri özel enflasyon göstergeleri

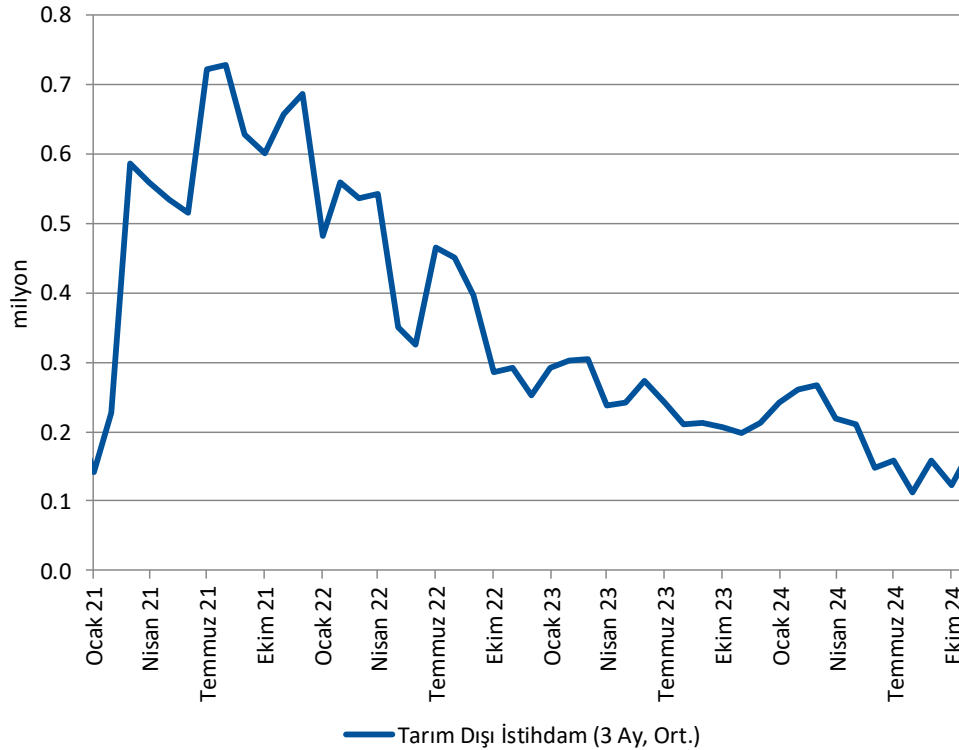


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

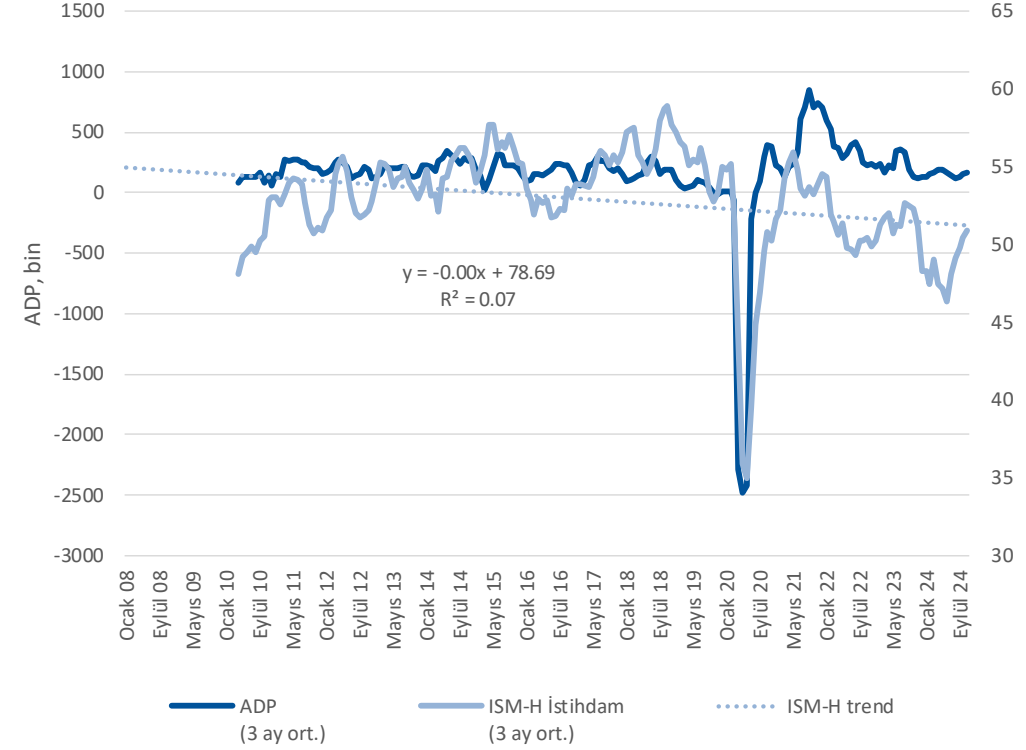
Yılın 11 aylık döneminde ABD ekonomisi 2 milyona yakın kişiyi tarım dışı sektörlerde istihdam etmeyi başardı. Bir önceki yılın aynı döneminde takip edilen rakam, 2.7 milyon kişi olmuştu. Tarihin kümülatif anlamda en ciddi sıkılaştırma sürecinde aradaki fark bize göre başarısızlık değil. Kayda değer bir süreç yönetimi. Üstelik resesyon tehlikesi de bertaraf edildi, ekonomi büyük oranda dengelendi.

ABD tarım dışı istihdam, aylık değişim



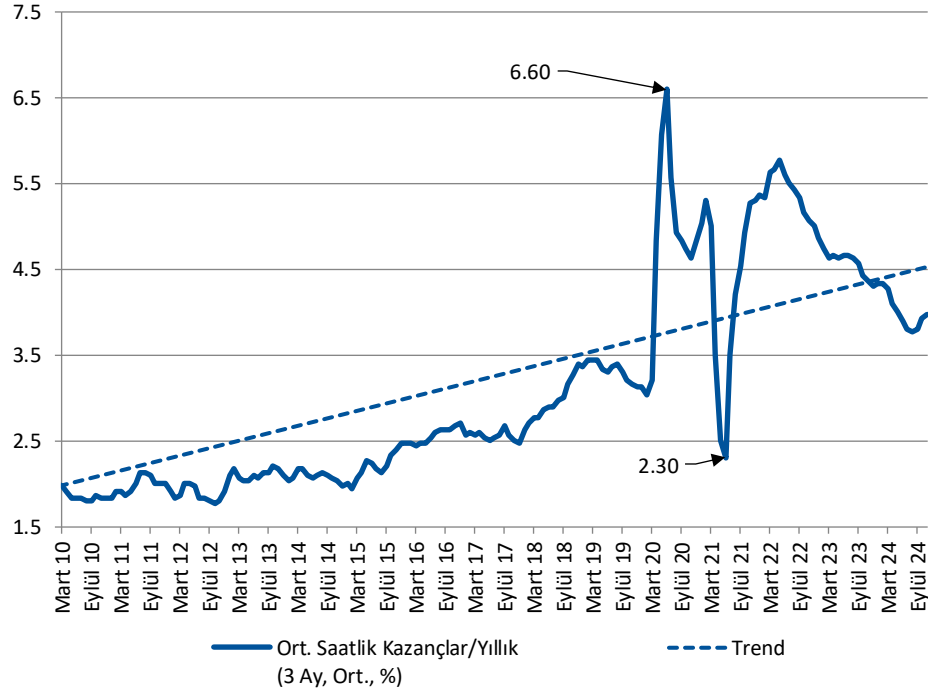
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ADP & ISM-H istihdam



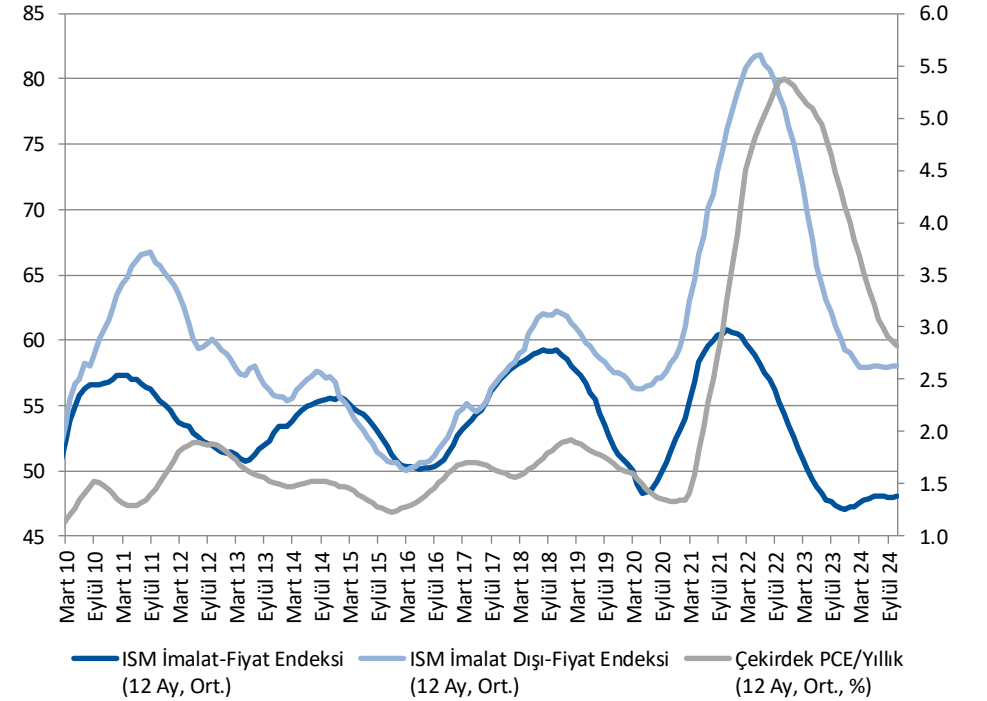
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD ortalama saatlik ücretler, 3 ay ort. & trend



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ISM imalat fiyat endeksi, ISM imalat dışı fiyat endeksi, çekirdek PCE

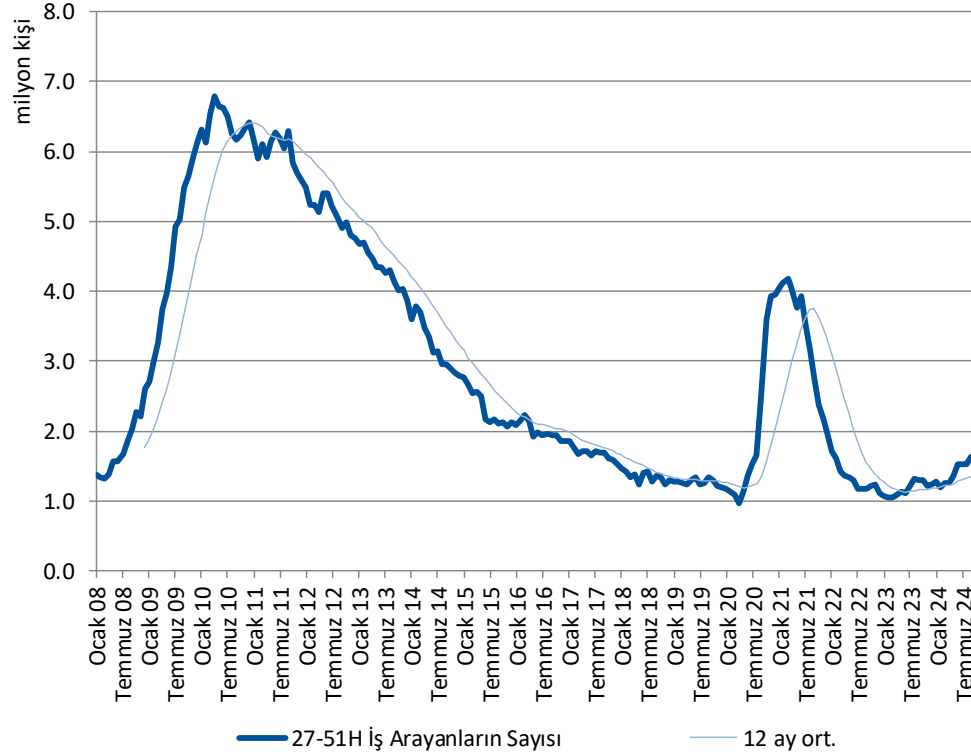


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

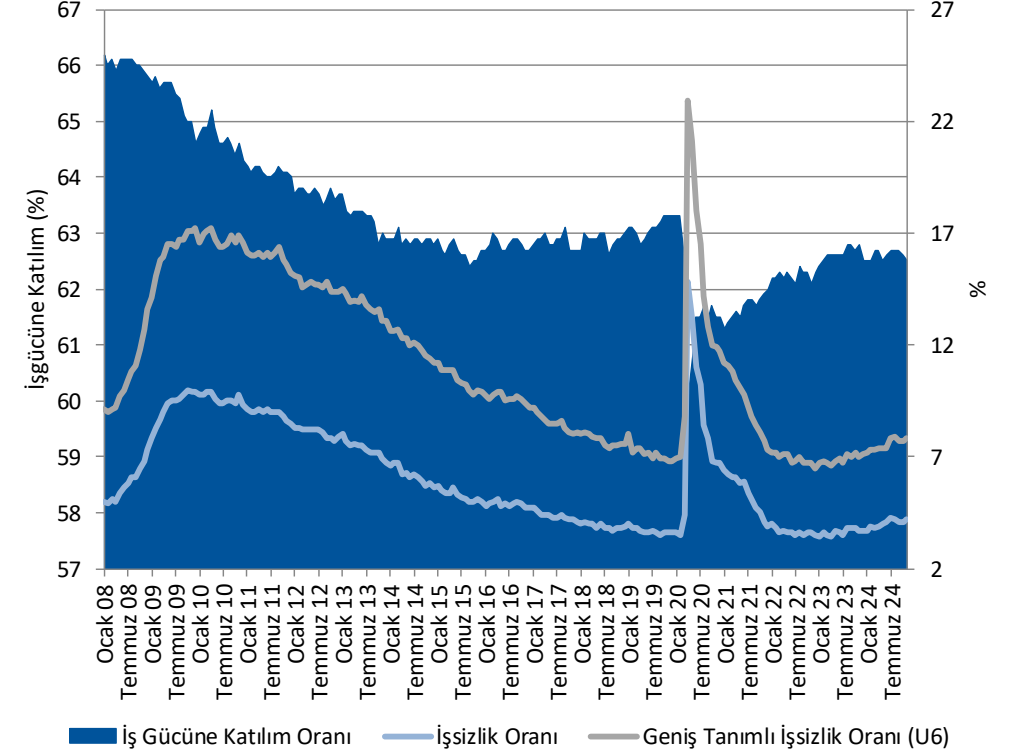
İstihdam piyasasındaki soğuma-dengelenme, beklendiği üzere işsizlik oranlarını da yukarı taşıdı. 2025'te dar kapsamlı işsizlik oranının %4'ün üzerindeki seyrini koruması bekleniyor.

27-51H iş arayanların sayısı & 12 ay ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD iş gücüne katılım, işsizlik, geniş tanımlı işsizlik oranları, aylık değişim

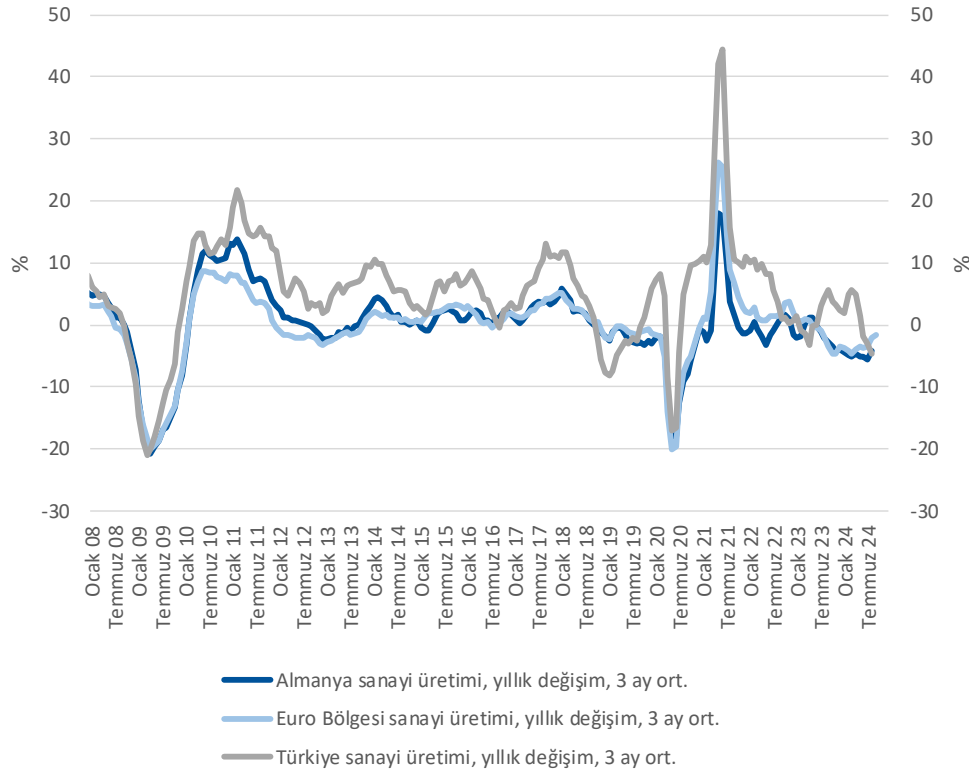


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi & Türkiye

Almanya başta olmak üzere, önemli Birlik üyesi ülkelerdeki zayıflık, özellikle imalat tarafından gelen baskı ile birlikte, yıl içerisinde sık sık gündemi meşgul etti. 2025'in ilk yarısında Almanya'da gerçekleştirilecek olan seçimlerle birlikte siyasi tarafta iradenin güçlenmesi zaman alacağından ekonomi tarafındaki toparlanma gecikmeli olabilir. Keza Fransa'daki siyasi süreci de not etmek gerekiyor.

Almanya, Euro Bölgesi, Türkiye, sanayi üretimi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Euro Bölgesi, imalat & hizmet PMI

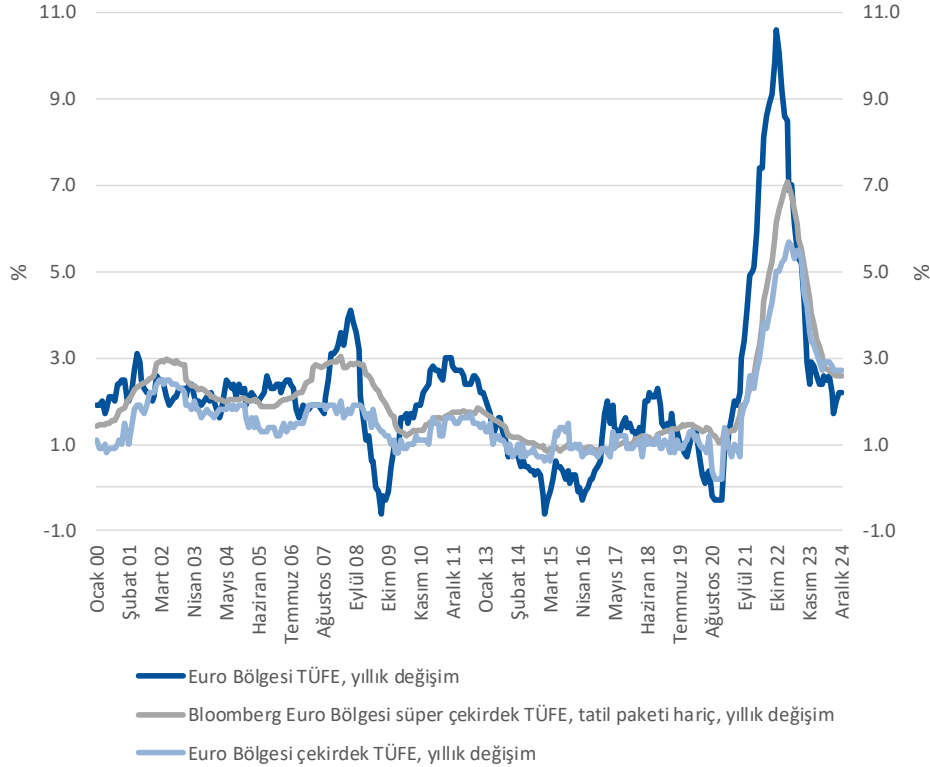


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi

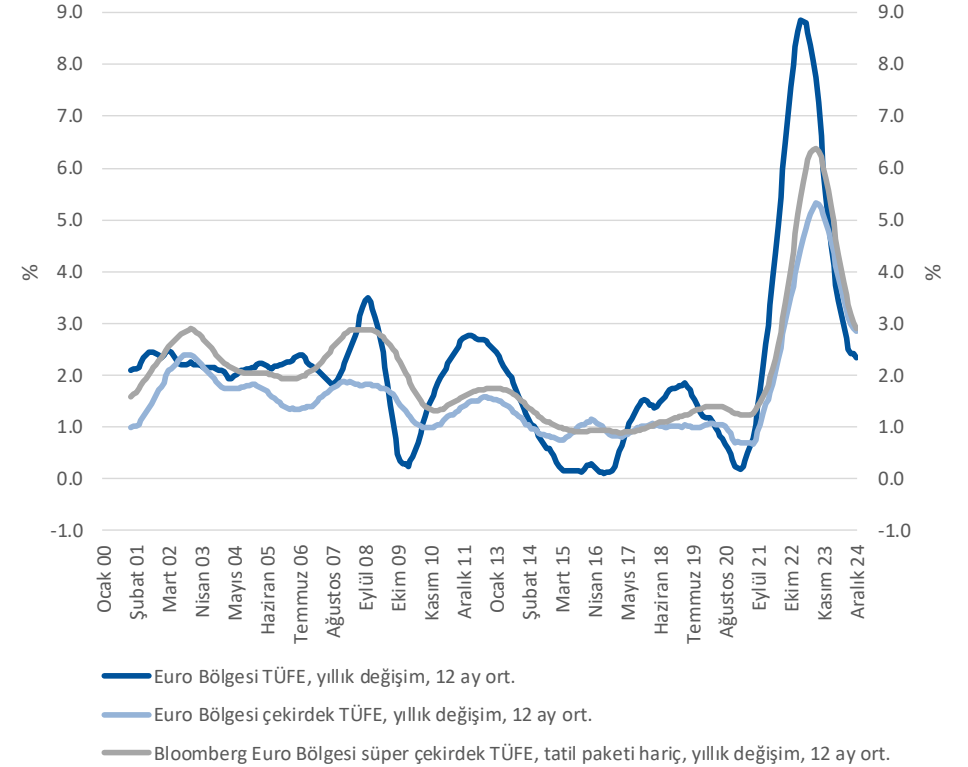
Avrupa'da enflasyonun seyrindeki geri çekilme, daha önce de değindiğimiz üzere, ECB açısından oyun alanı sağladı. Hesaplamalarımıza göre, 12 aylık ortalamalarda manşet enflasyon %2 bölgesine oldukça yakın seyrederken, çekirdek kalemler de yavaş yavaş takip ediyor. Devam eden Rusya-Ukrayna savaşına rağmen küresel enerji fiyatlarındaki negatif baskı, enflasyona da olumlu katkı sunuyor.

Euro Bölgesi, enflasyon göstergeleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Euro Bölgesi, enflasyon göstergeleri, yıllık

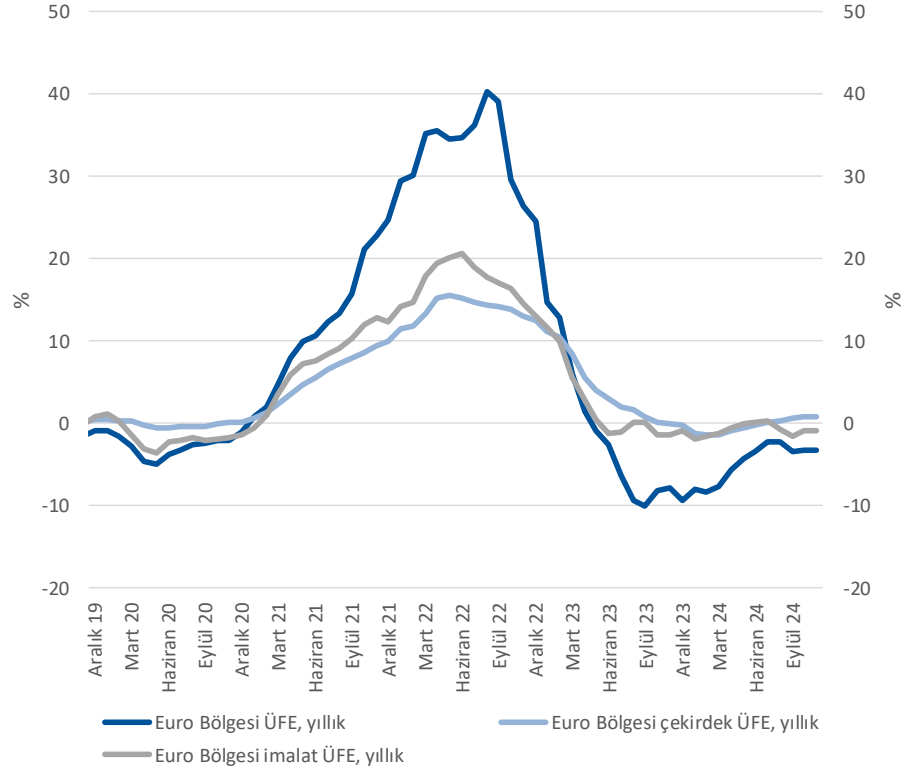


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi

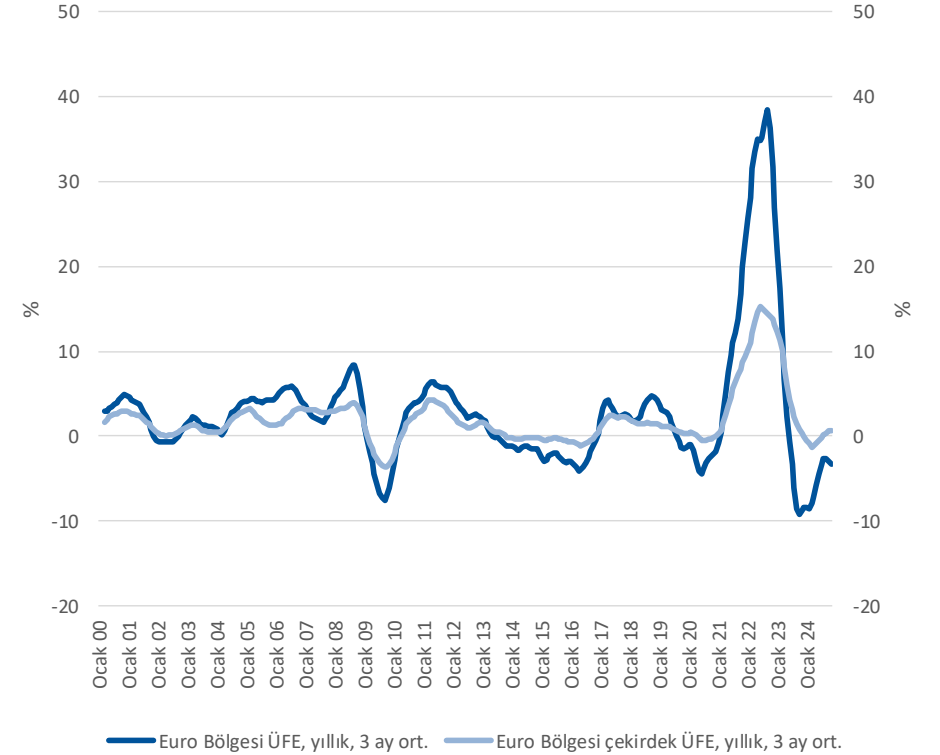
Avrupa'da maliyetlerden ek şok gelmemesi, enflasyonun seyrine ciddi düşürücü katkı sunuyor.

Euro Bölgesi, üretici enflasyonu göstergeleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Euro Bölgesi, üretici enflasyonu göstergeleri, yıllık

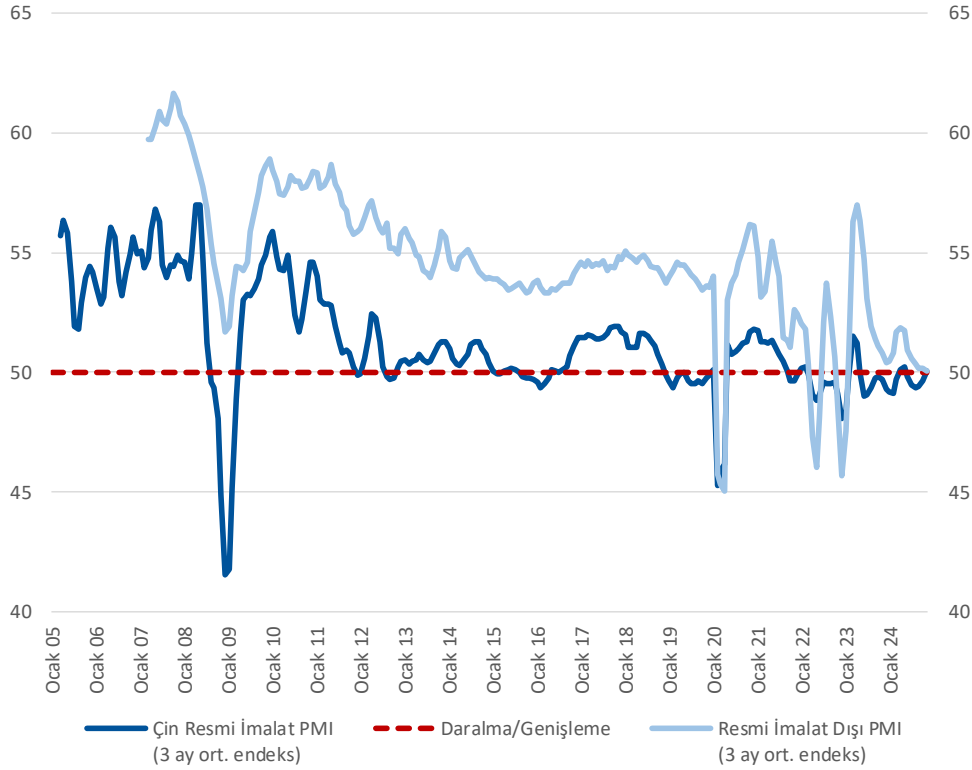


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

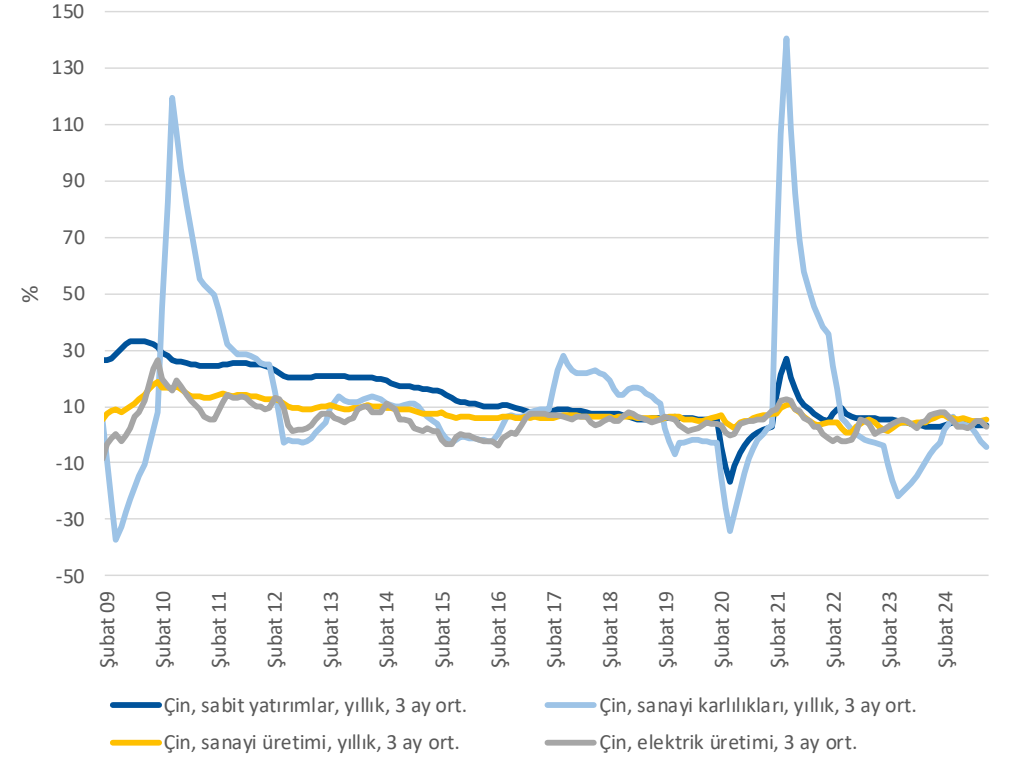
Konut sektöründeki sorunlu yapı, ötelenen yapısal reformlar, küresel ticarete baş gösteren zorlanma, para politikasının sınırlı alanı ve maliye politikasını aktif kullanmanın bir noktada yeterli olmaması ve yabancı fon çıkışı Çin ekonomisini 2024'te oldukça zorladı. Eylül ayında açıklanan teşvik paketlerinin ne denli yeterli olacağı ve zamanlama olarak devreye gireceği merak konusu. 2025'i de zayıf bekliyoruz.

Çin imalat & yeni ihracat siparişleri PMI, resmi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin, öncü göstergeler

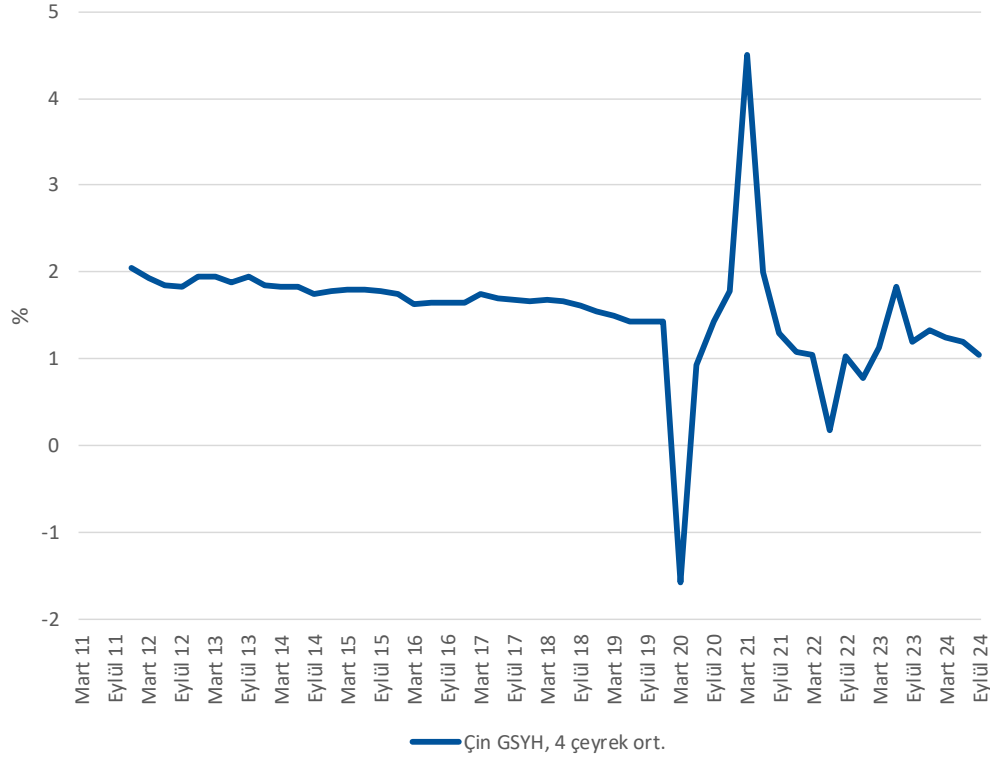


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

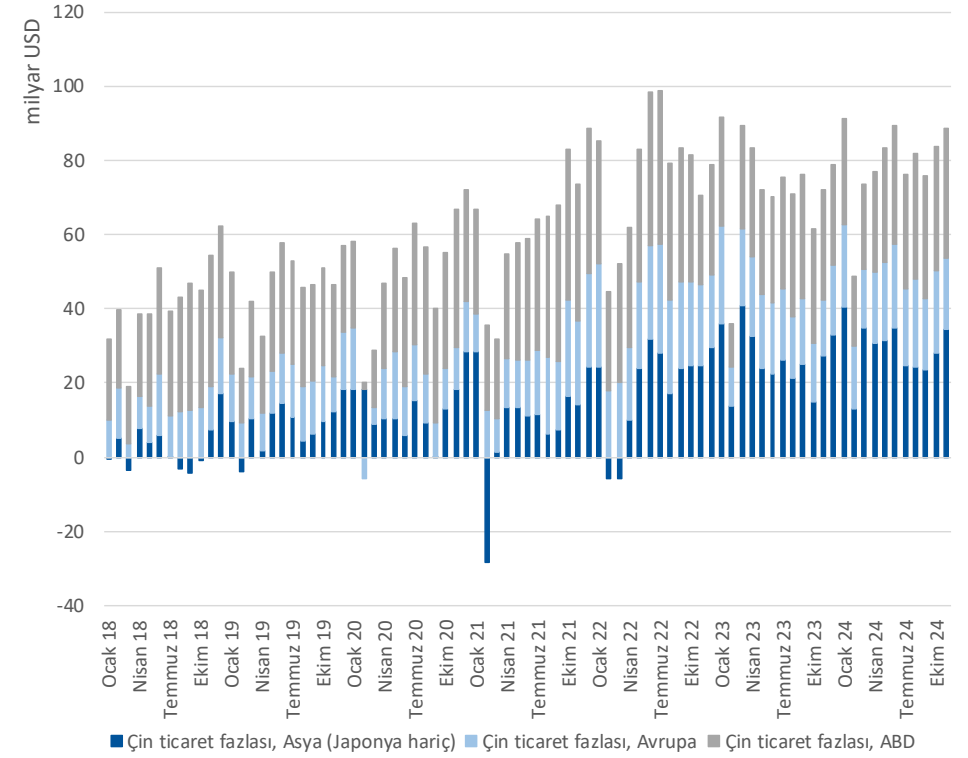
GSYH'nin çeyrek bazda zayıflaması, kısa vadede artık sürpriz değil, trend dönüşümü riski barındırıyor. %4-4.5 bandına sıkışmış Çin büyüme performansı ciddi anlamda tartışma konusu. Ticaret rakamlarında verilen fazla, yeni siyasi düzende Çin ekonomisini zorlayacak başlıklardan. 2018'e kıyasla farklılık ise, iç talepteki zayıflama.

Çin GSYH, çeyrek



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Çin ticaret fazlası, seçilmiş bölgeler

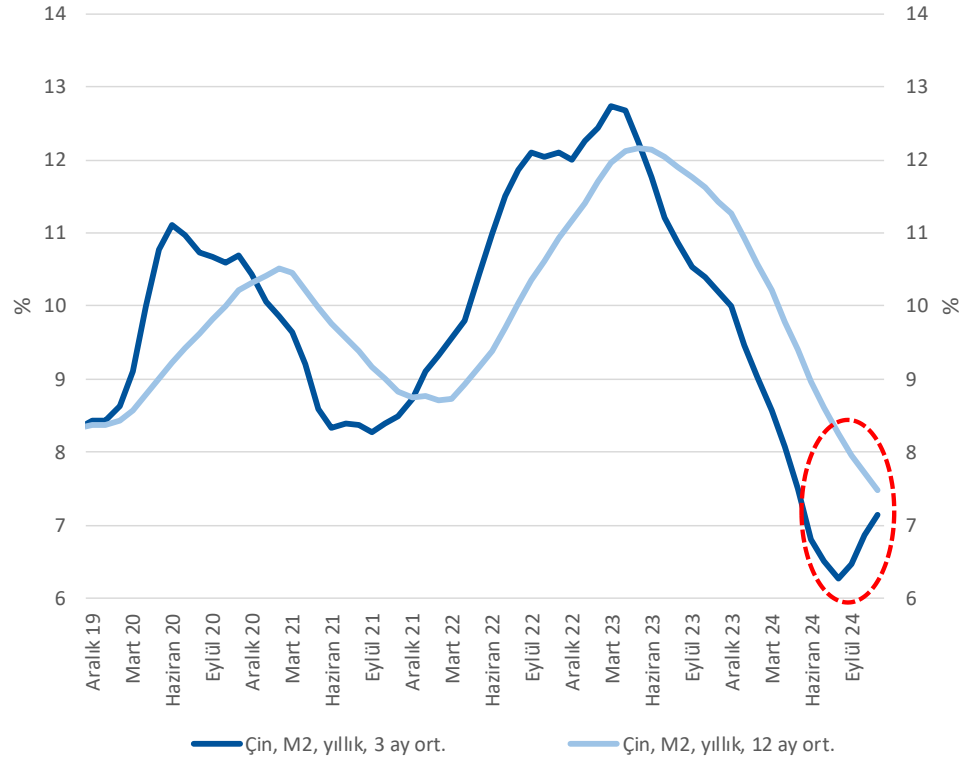


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

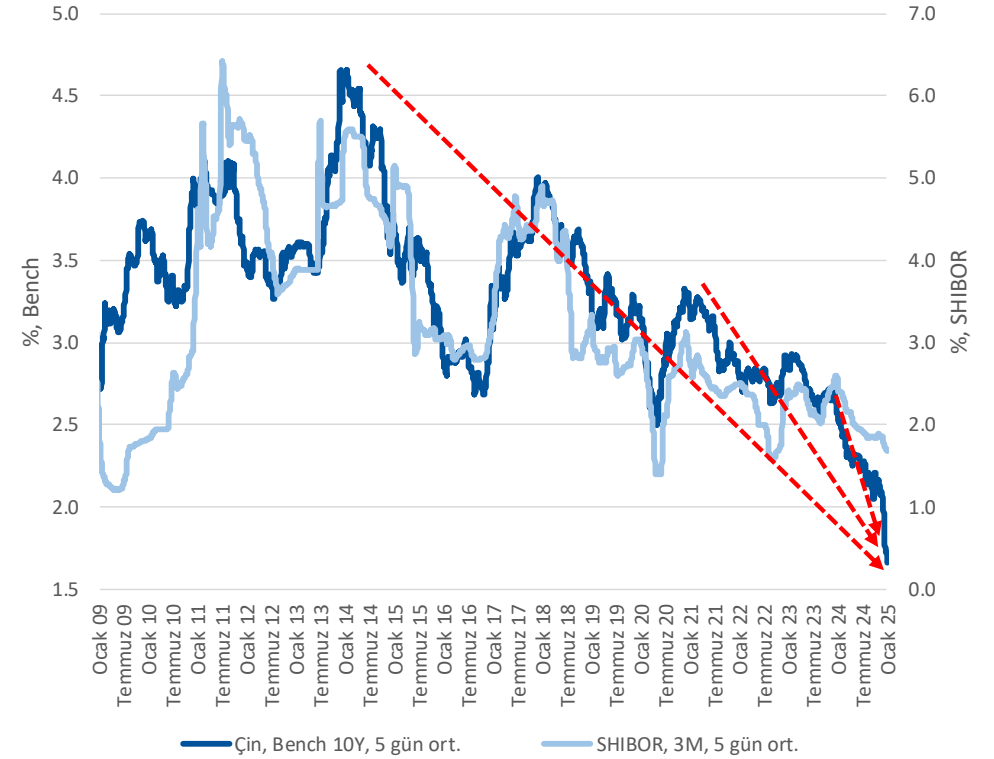
Para politikasındaki sınırlı alan ve kullanmaktan imtina edilmesinden bahsetmiştik... En ciddi yansımasını 10y vadeli Çin benchmark faizinde gördük. Tarihi rekor düşük seviyelere gerileyen borçlanma maliyetinde, ilk etapta Fed ve diğer emsallerle arasındaki faiz farkının etkisi ve talep kanalının çalışması hissedildi. İkinci kısımda ise, Eylül ortasında açıklanan teşvikler ve daha genişlemeci beklentiler.

Çin, para arzı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin, gösterge piyasa faizleri

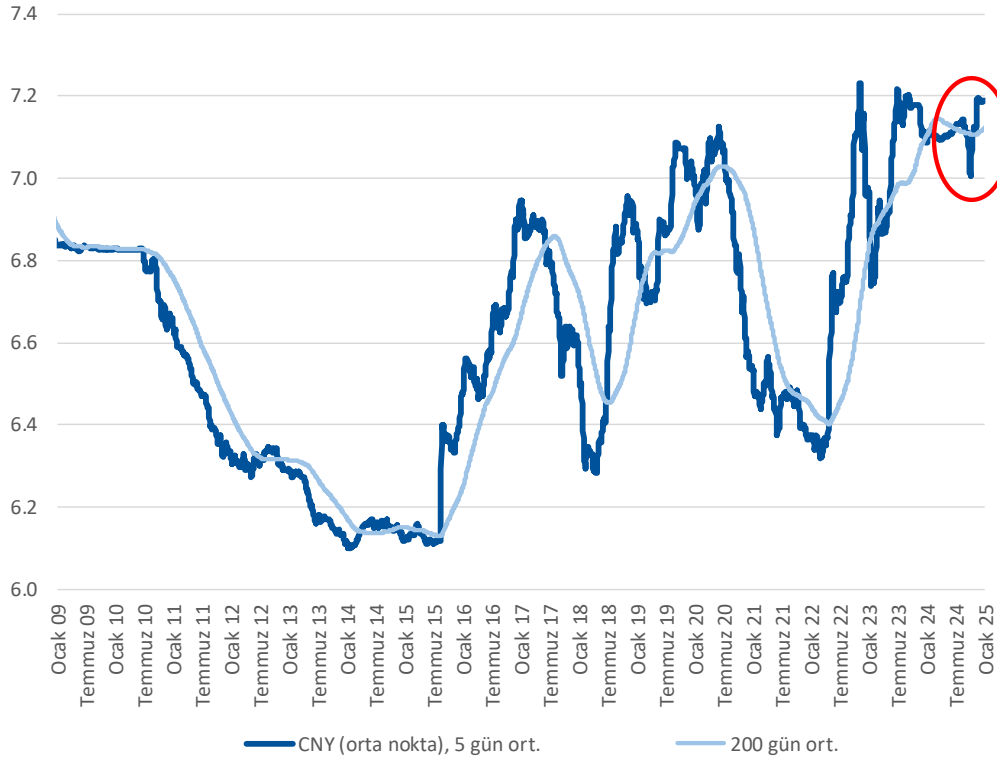


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

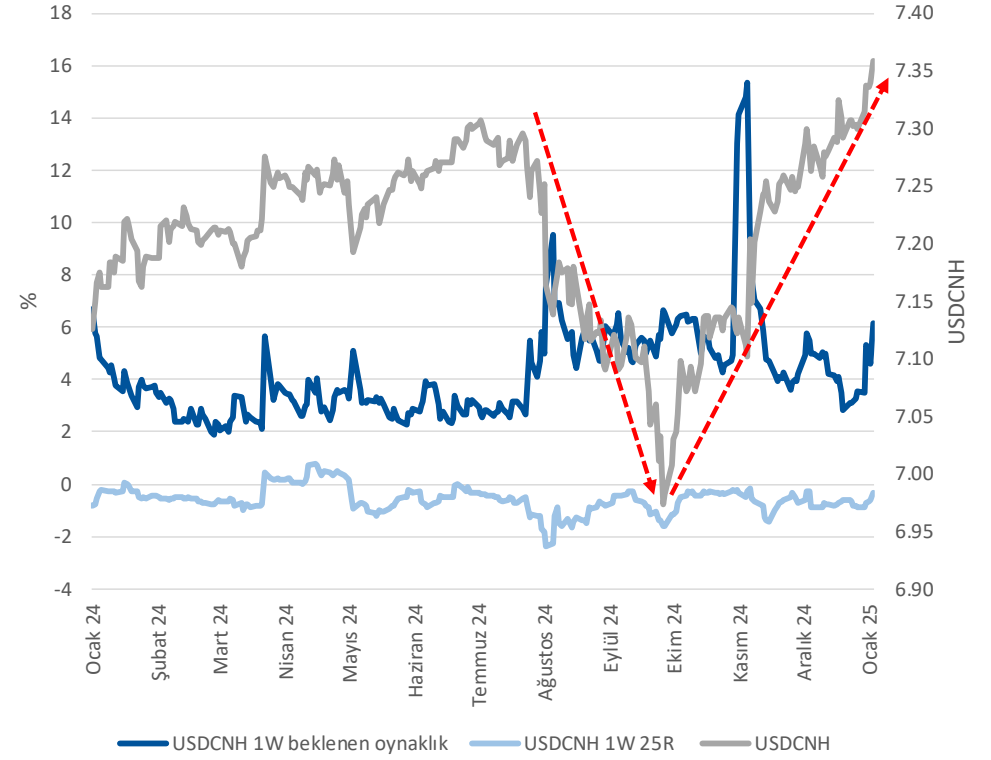
Küresel ticarete yönelik gündem başlıkları ve akış, offshore-onshore yuan makasında açılmaya ve PBOC'nin günlük bazda belirlediği orta noktada yukarı yönlü kaymaya neden olabilir. Daha zayıf bir yuan beklentisi 2025 başta olmak üzere, gelecek 4 yıl vadede masadaki senaryolar arasında en ağır basanlardan. Muhtemel FX oynaklığı diğer GOÜ üyeleri için de dönem dönem problem başlığı olabilir.

USDCNY



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Offshore yuan & seçilmiş opsiyon göstergeleri

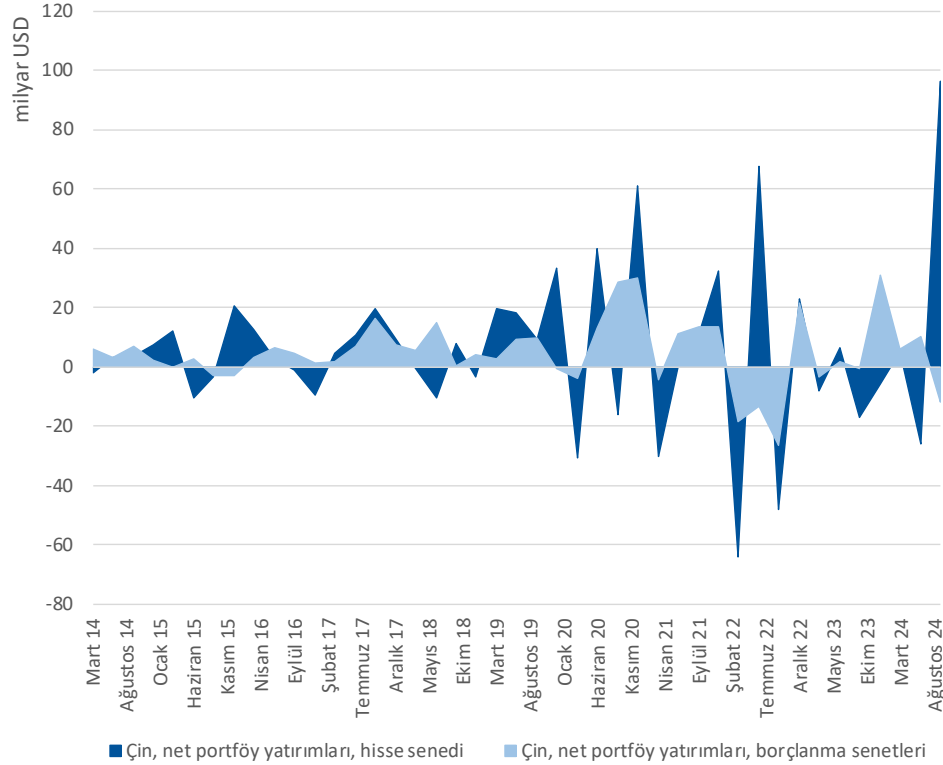


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

Portföy yatırımlarındaki çıkış, yılın ilk yarısında hisse senetleri kaleminde baskı oluştururken, son çeyrekte ise teşviklere yönelik beklentiler, özellikle Eylül ayında etki yarattı. Takip ettiğimiz farklı öncü göstergeler, Ekim-Aralık döneminde söz konusu girişlerin terse döndüğünü düşündürüyor.

Çin, net portföy yatırımları, hisse senedi & borçlanma senetleri

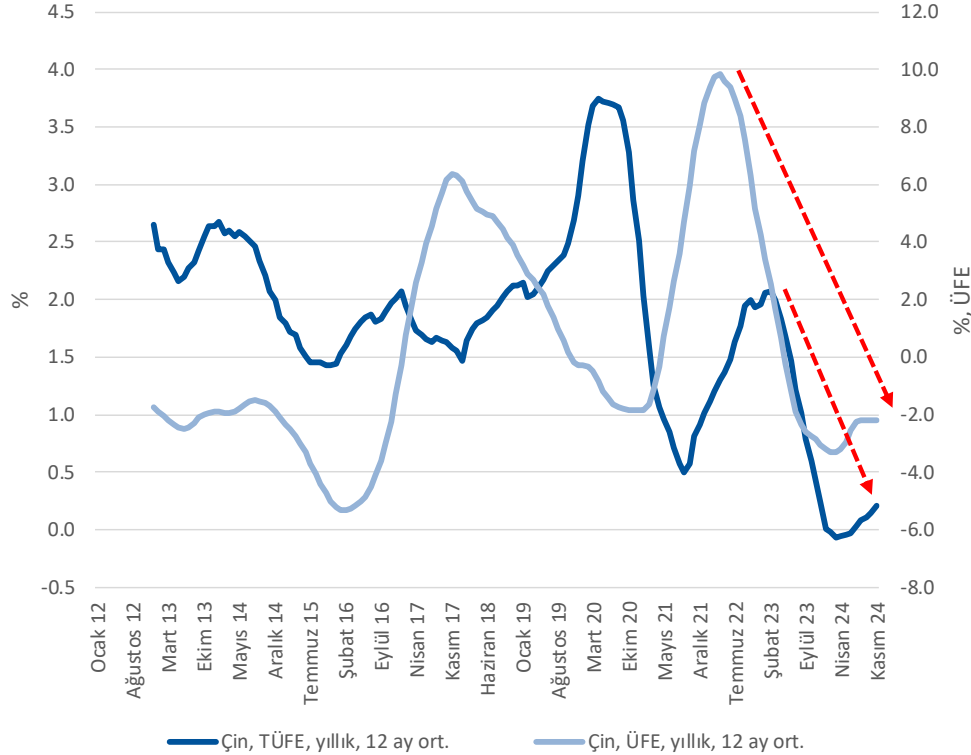


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

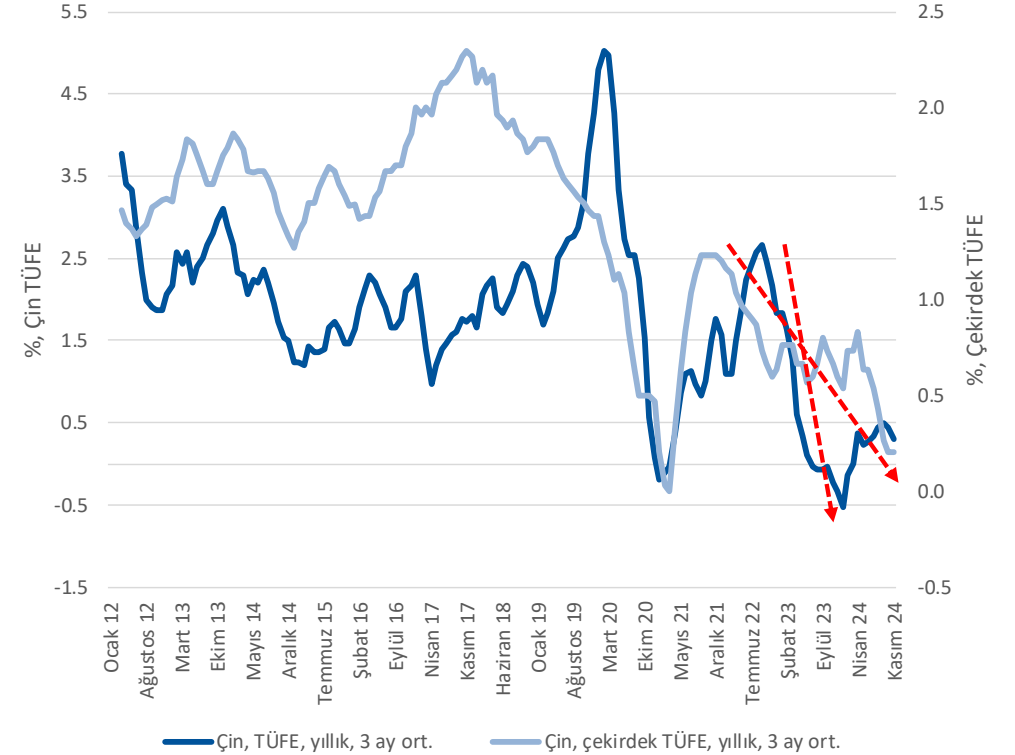
2024 notumuzda «Çin ekonomisi küresel ekonomiye «deflasyon ihracı» gerçekleştirir konumda. Küresel enflasyonun manşette gerileme nedenlerinden birisi de Çin.» şeklinde not düşmüştük. Geride kalan yıldaki fiyat gelişmeleri, düşüncemiz açısından risk oluşturmadı. Global enflasyon da burası kaynaklı nefes aldı. Aynı noktadayız. Zayıflık sürüyor. İç talepte toparlanmanın gecikmesi ve teşvikler sorun.

Çin, TÜFE & ÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

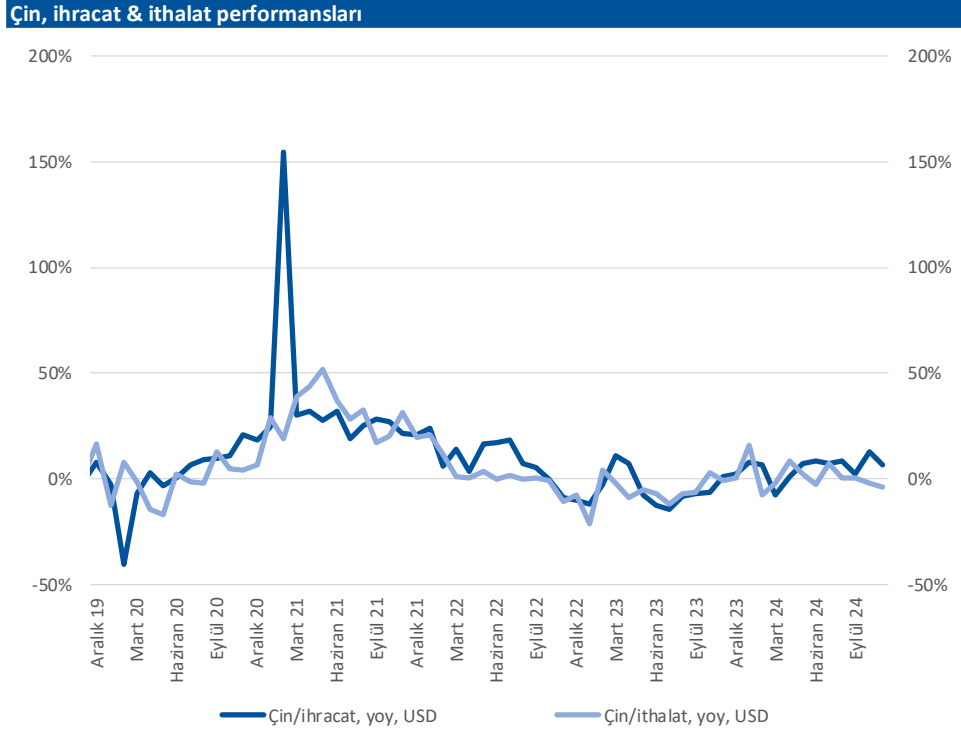
Çin, TÜFE



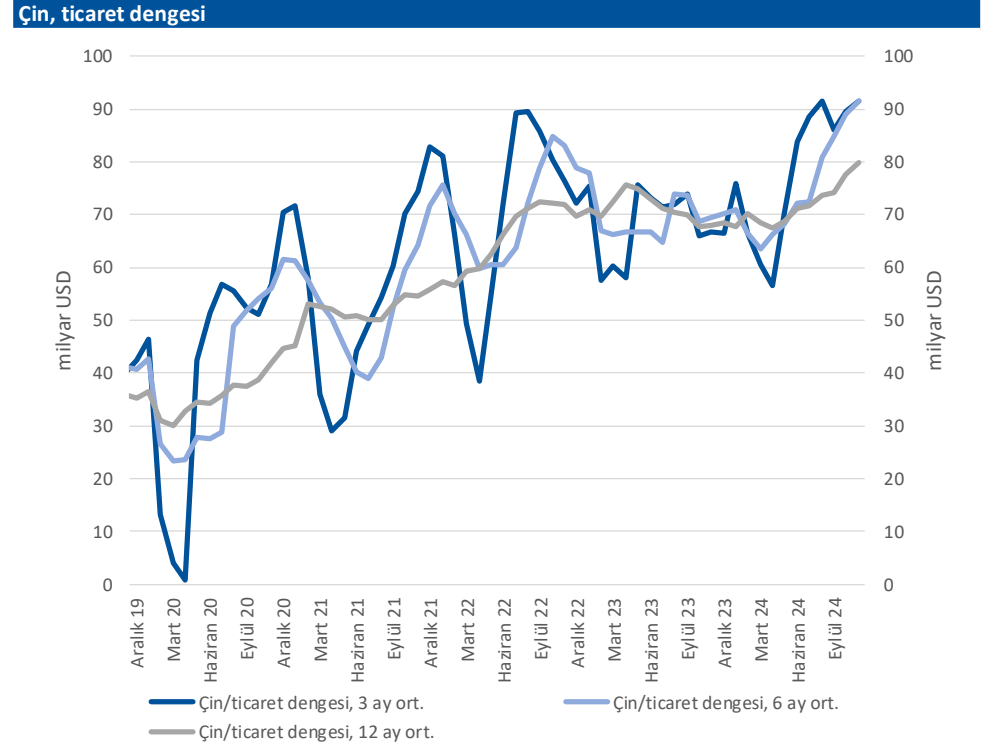
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

Global emtia fiyatlarını baskılayan unsurların başında, zayıf Çin iç talebi geliyor. Doğal olarak ithalat kalemine ve genel dengeye yansıyor.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

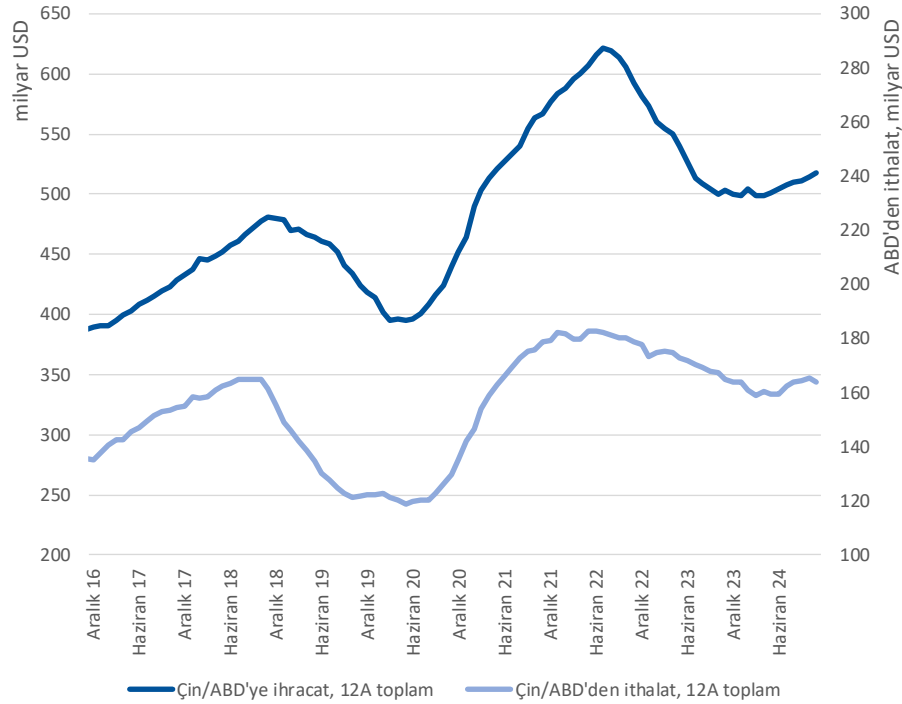


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

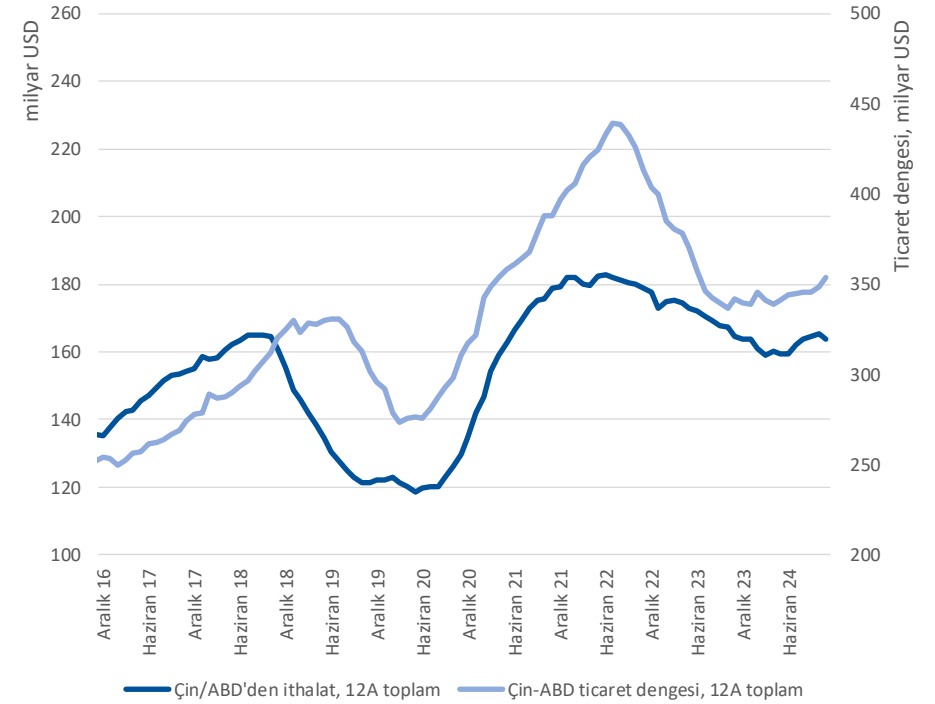
Grafiklerin başlangıç noktalarını I. Trump dönemi olarak nitelendirilen bölgeye çektik. Aşağıdaki 2 resim, gelecek 4 yılda sık sık tartışma konusu olacak.

Çin-ABD, ihracat/ithalat



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

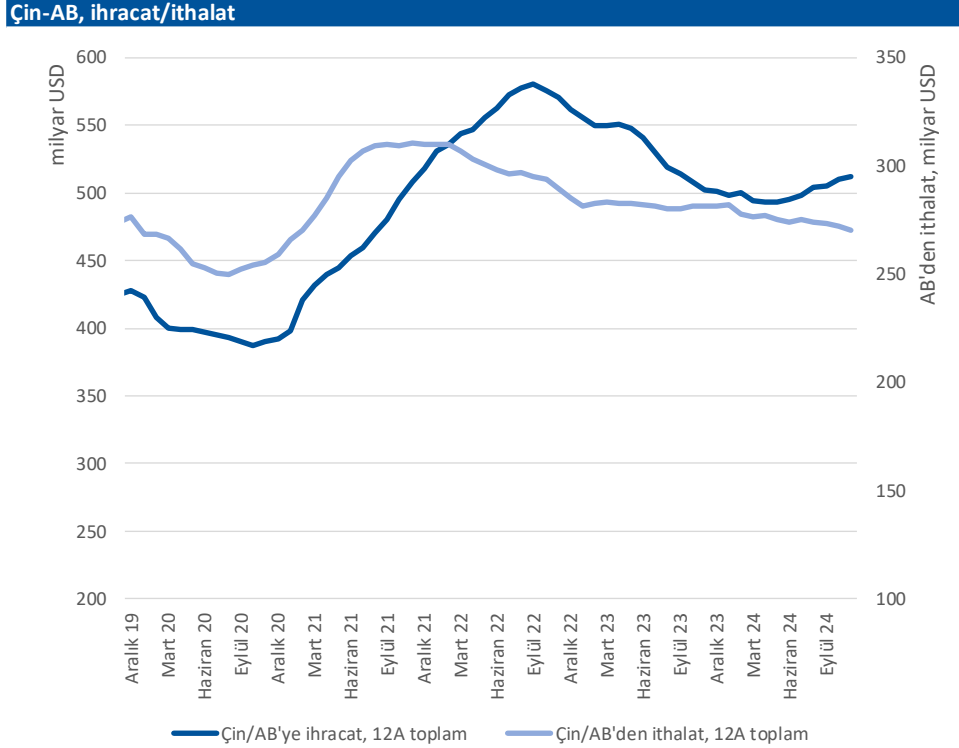
Çin-ABD, ihracat/ithalat/ticaret dengesi



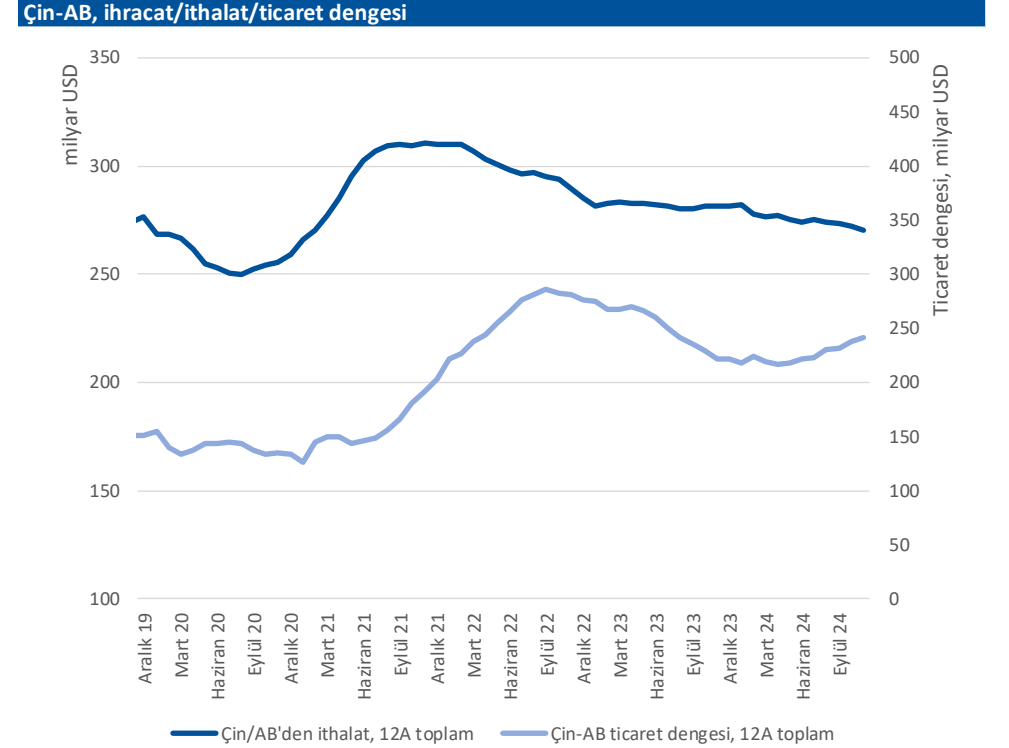
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

Çin'in AB'den gerçekleştirdiği ithalattaki zayıflama, «zayıf» AB ekonomisi ve imalata dayalı yapının neden aksadığını anlamamıza yardımcı oluyor.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

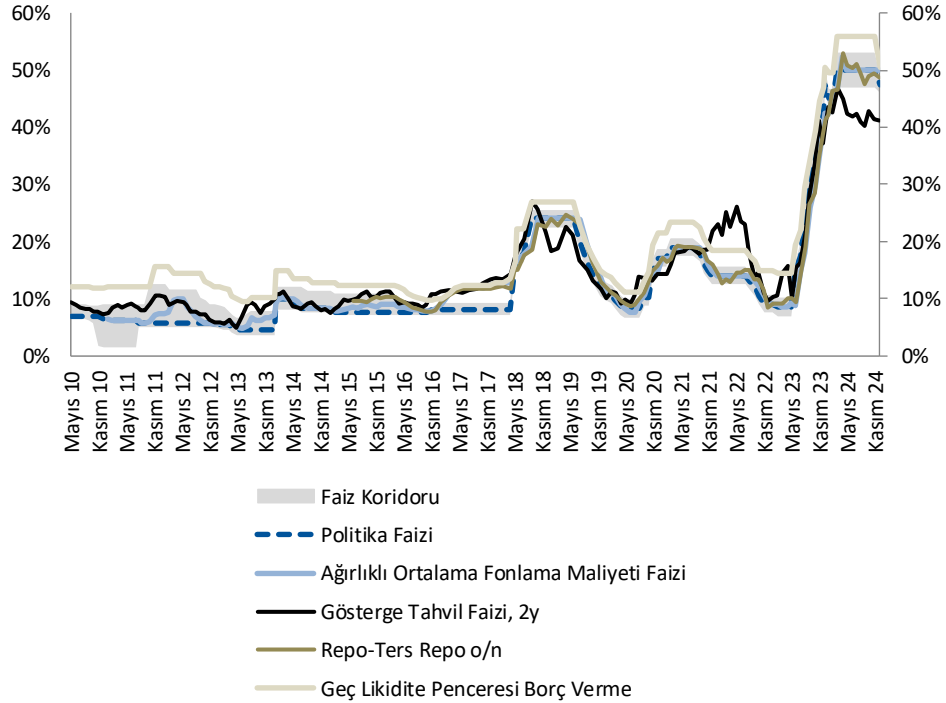


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye

Para politikasının yeniden çalışır pozisyona geçmesi ve bunu da politika faizi üzerinden gerçekleştirmesi, 2024'ün tamamında sıkı parasal koşulların korunmasına zemin hazırladı. 2025'e politika faizinde atılan -250bp'lık adımla başlıyoruz. Sürpriz Aralık ayı enflasyon verisinin ardından 1Ç25'te -500bp'lık (2x250bp) daha faiz indirimi alanının doğduğu kanaatindeyiz.

TCMB politika faizleri, AOFM

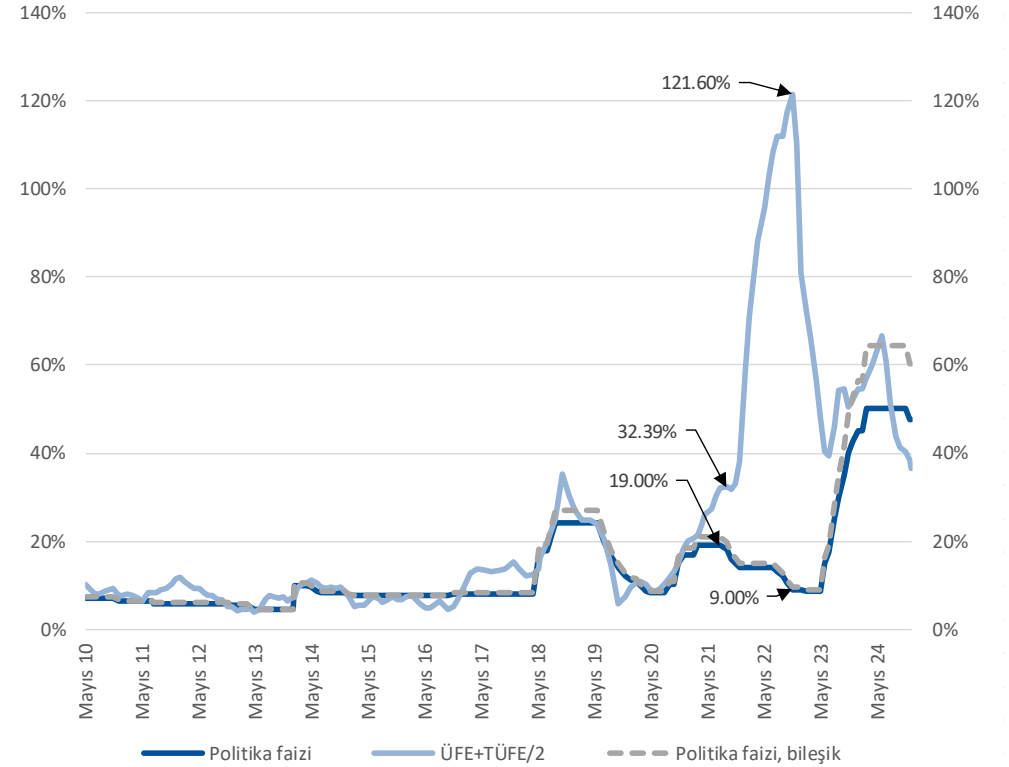


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Politika Faizi: Bir hafta vadeli repo borç verme faiz oranını ifade etmektedir.

Faiz Koridoru: Alt bant gecelik (o/n) borç alma, üst bant ise gecelik (o/n) borç verme faiz oranıdır.

Politika faizi & ÜFE+TÜFE/2

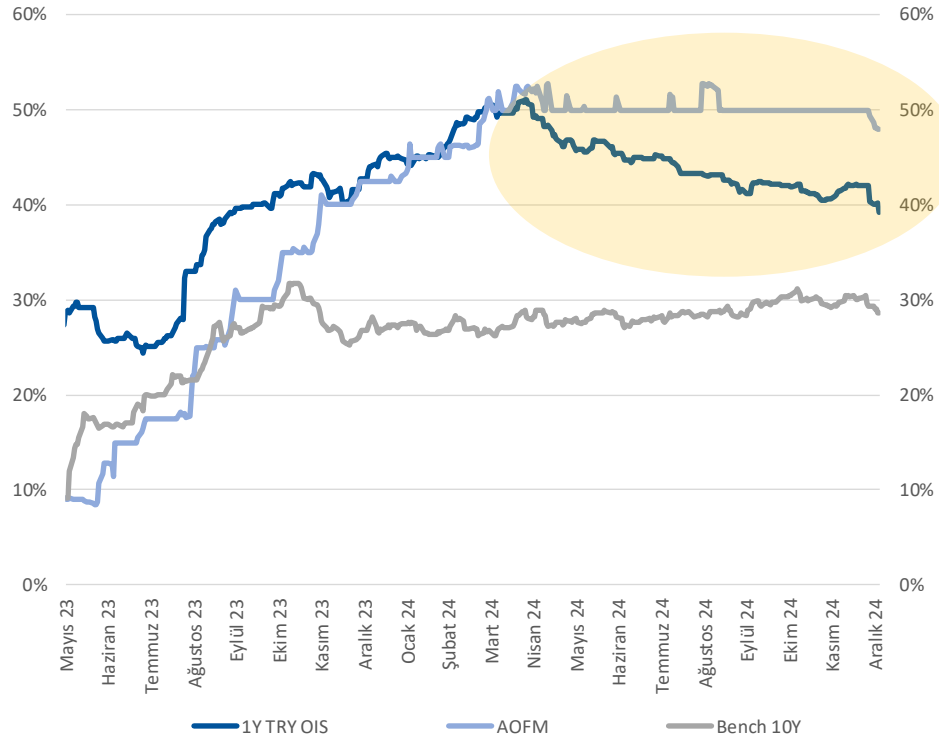


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Türkiye

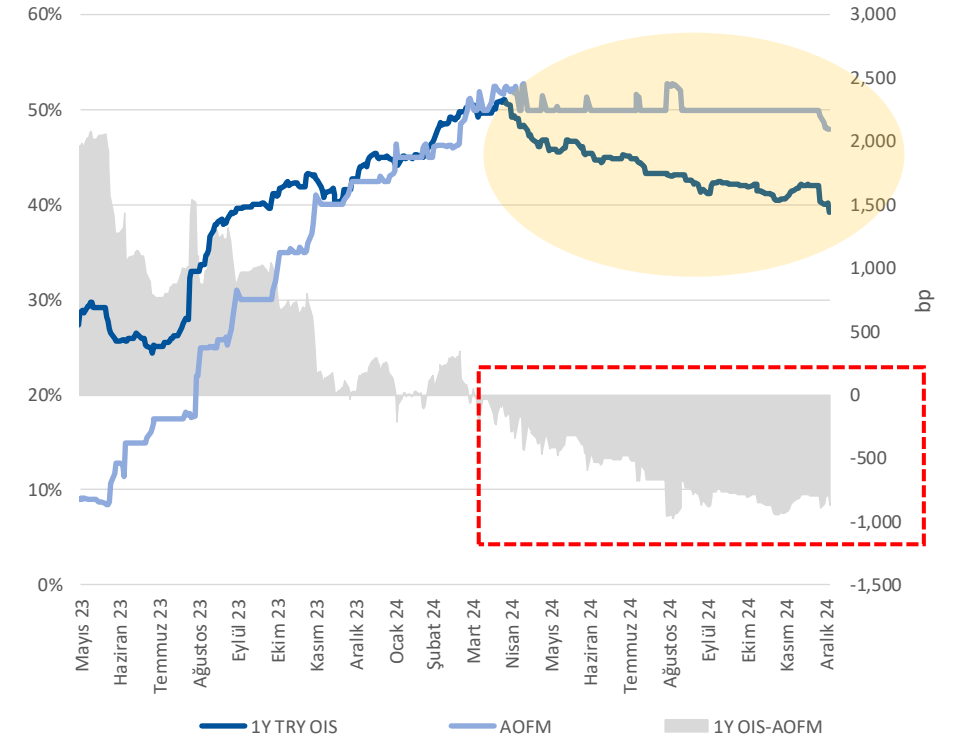
Para politikası tarafında piyasa ile uzun yıllar sonra kurulan güçlü iletişim mekanizması, PPK ve özet metinlerinin yeniden devreye girmesi, Enflasyon Raporu sunumlarındaki kendilerinden emin duruş ve sadeleşen dil, ileri vadede oluşan faiz oranı beklentilerine de yansdı. 1y vadeli OIS fiyatlamaları fonlama maliyetine kıyasla 800-900bp aşağıda oluşuyor.

Seçilmiş vadelerde TRY OIS faizleri, AOFM, 10Y TRY tahvil



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş vadelerde TRY OIS faizleri, AOFM, spread

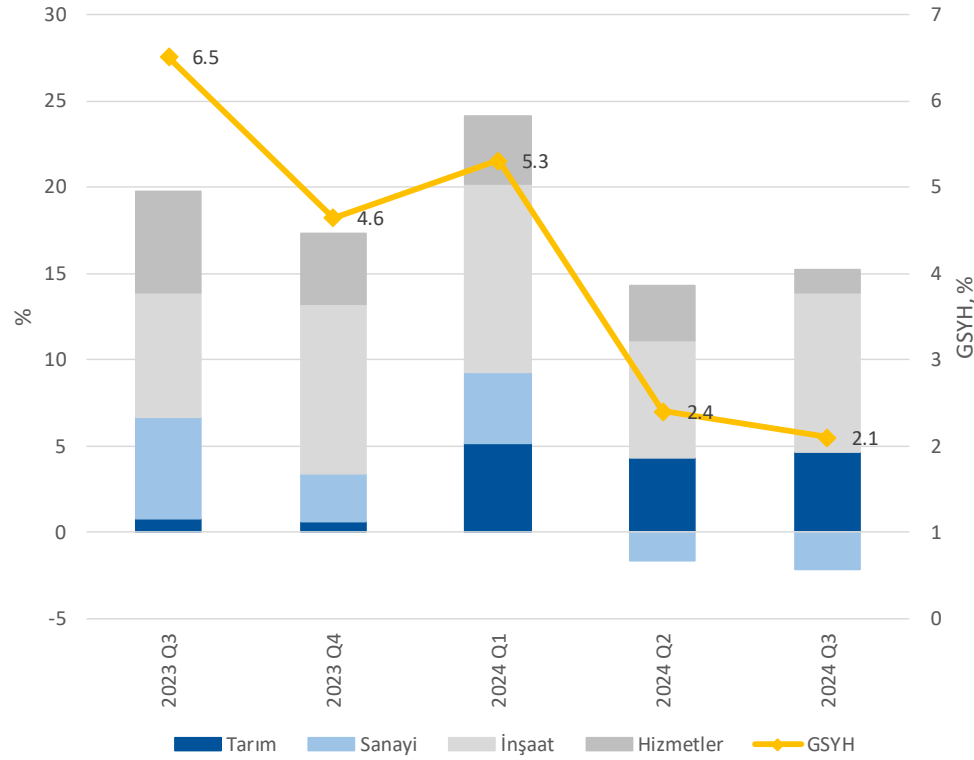


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye

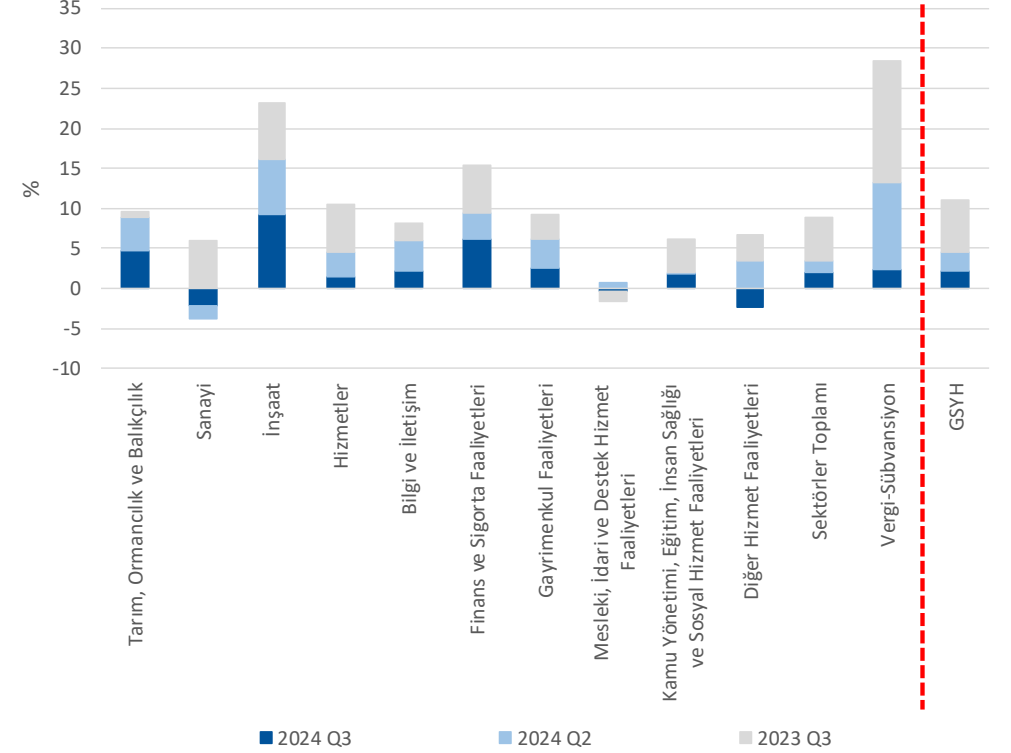
1 yıl önce bu raporun önceki versiyonunu kaleme aldığımızda büyüme başlığı için «dengelenme» ifadesini tercih etmiştik. Büyük oranda gerçekleştiğini düşünüyoruz.

Seçilmiş iktisadi faaliyet kolları, GSYH performansı, zincirlenmiş hacim endeksi



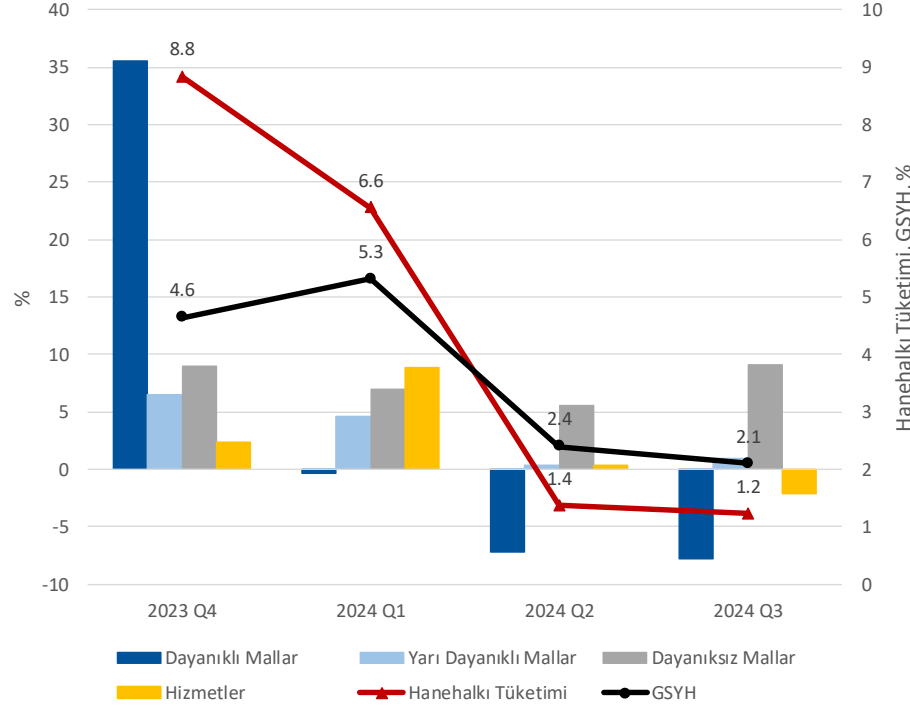
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

İktisadi faaliyet kolları



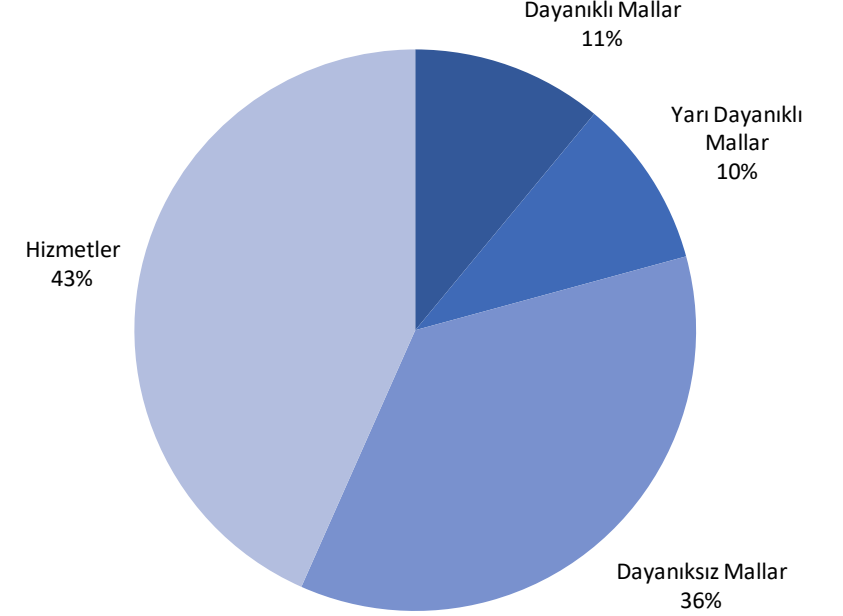
Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Dayanıklılık türüne göre tüketim harcamaları, zincirlenmiş hacim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

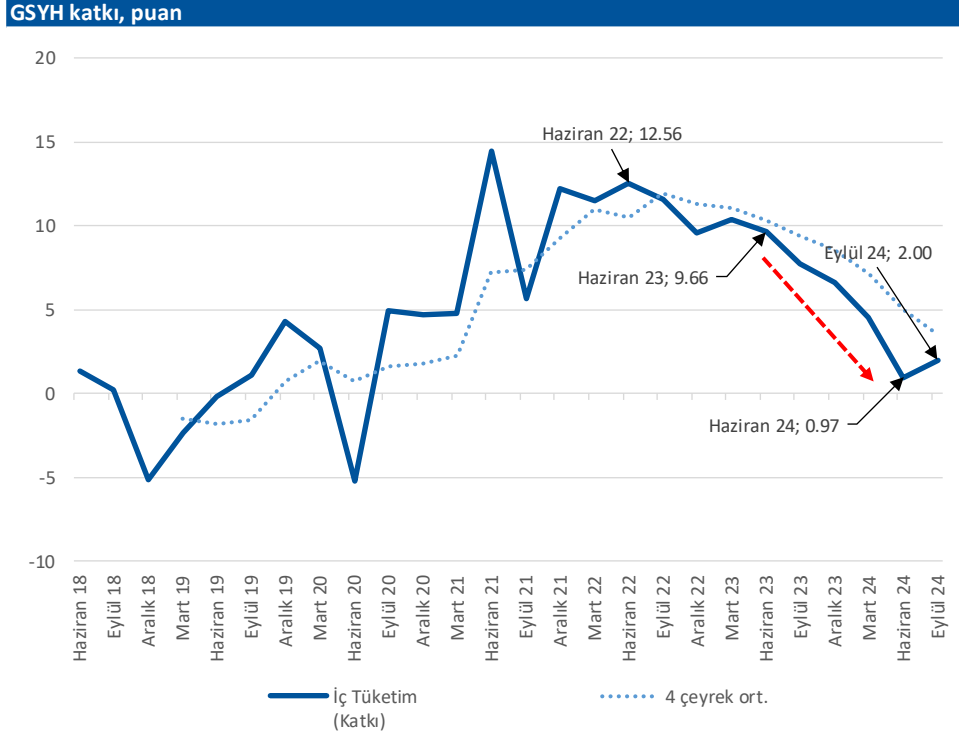
Dayanıklılık türüne göre tüketim harcamaları, pay, cari fiyatlar



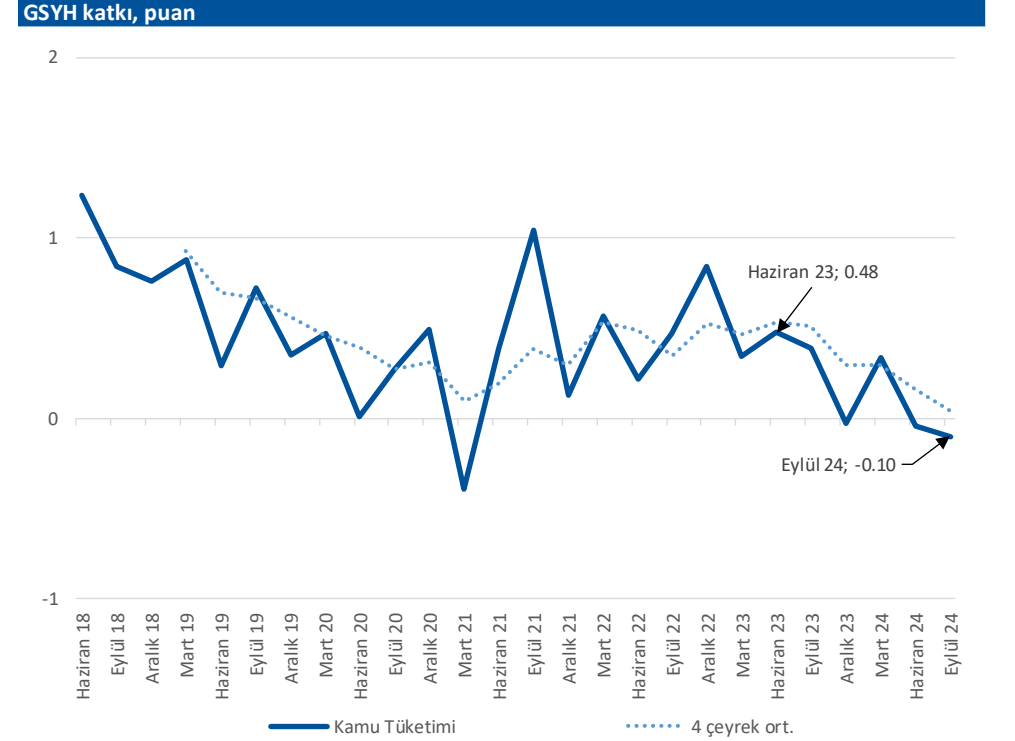
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Türkiye

GSYH katkısı iç tüketim ve kamu tüketimi kalemlerinde 1 yıl öncesine kıyasla ciddi anlamda ivme kaybetti.

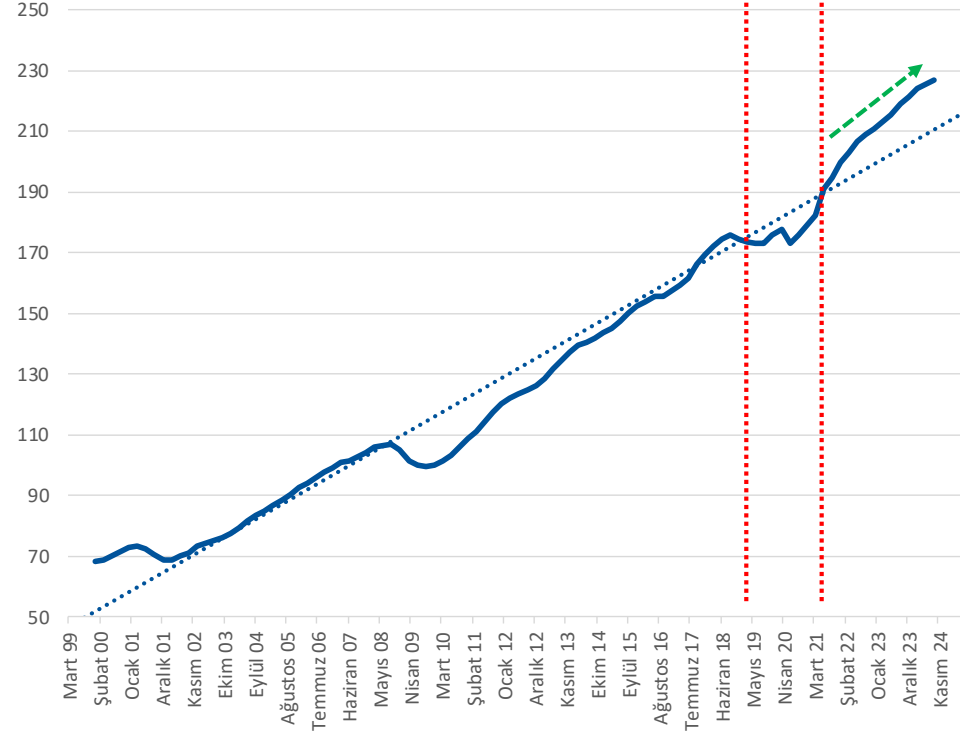


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

GSYH, endeks, zincirlenmiş hacim endeksi, 4 çeyrek ort.

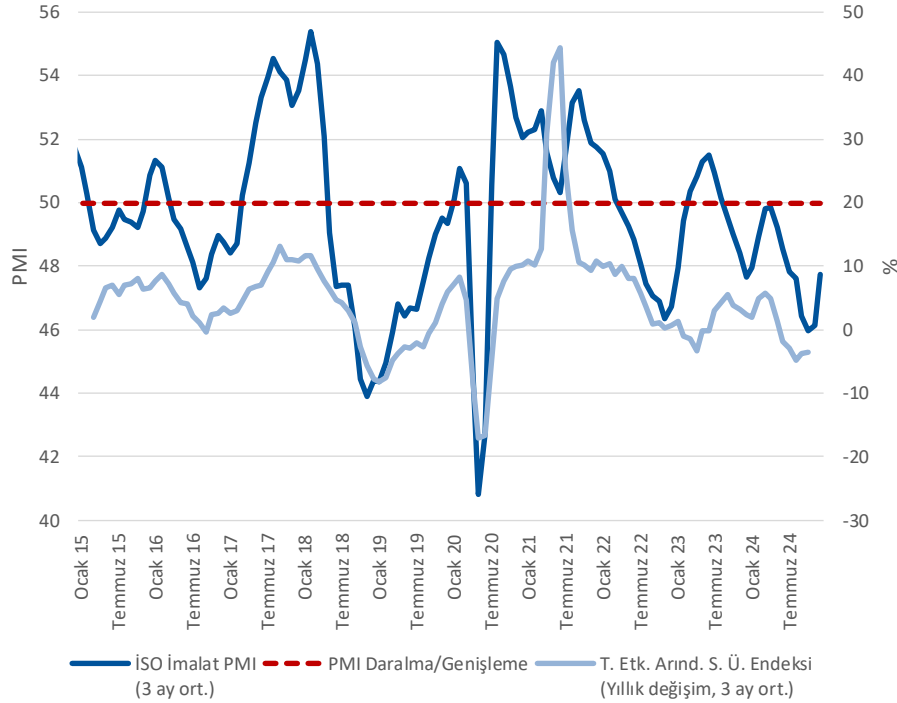


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK
Linear trend 12 çeyrek sonrasına gitmektedir.

Türkiye

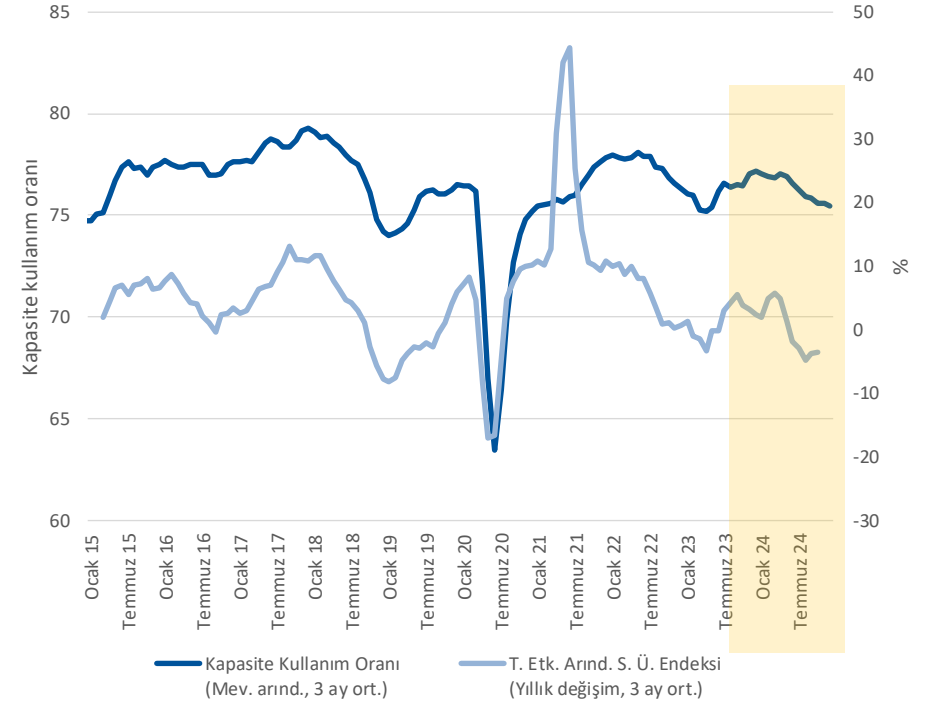
Yıl genelinde zayıf seyreden ve daralma bölgesine işaret eden PMI, son çeyrek ile birlikte, yıl kapanışının da getirdiği ivmeye paralel, toparlanma işaretleri veriyor. 3Ç'de ortalamada 46.4 değerinde oluşan PMI, 4Ç'de 47.7'ye sınırlı iyileşti. 2024'te fazla kapasitenin de normalize olmaya başladığı görülüyor.

Türkiye özel sektör imalat PMI & Sanayi üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, İSO, TÜİK

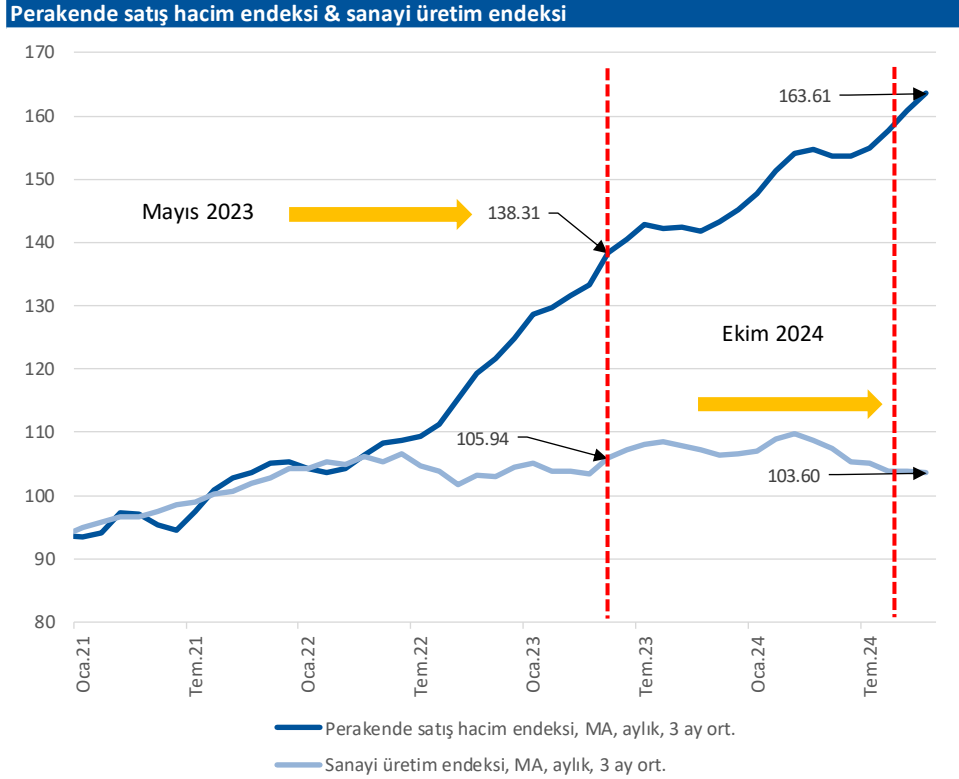
Türkiye kapasite kullanım oranı & Sanayi üretimi



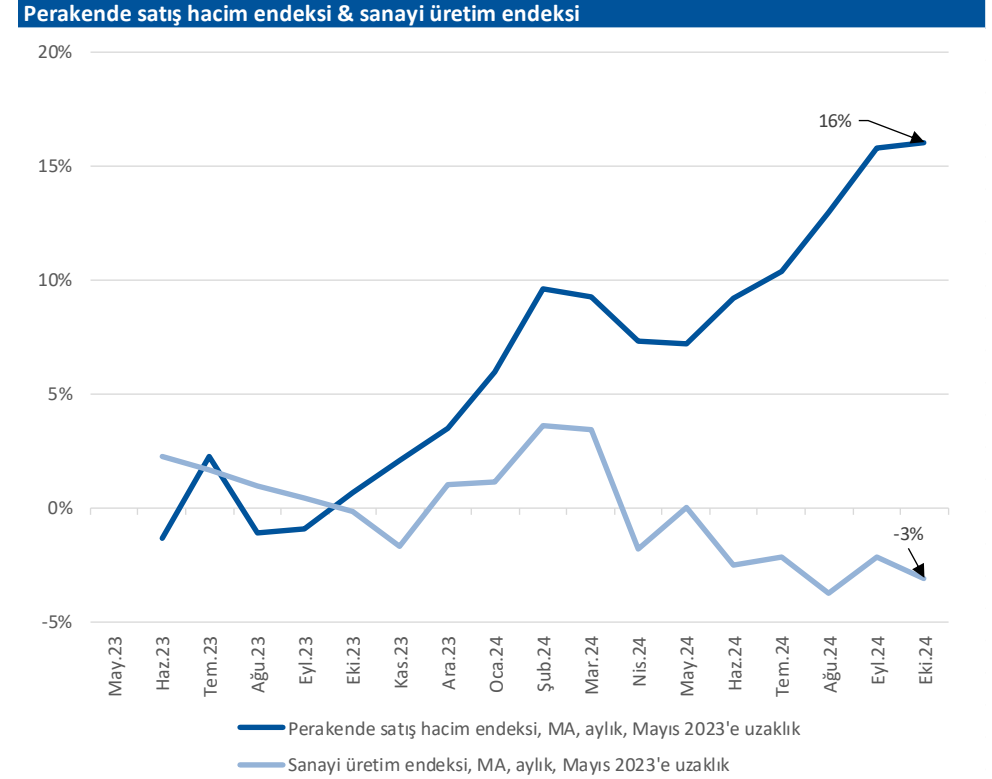
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

Perakende satış hacmindeki güçlü seyir yıl genelinde korunurken, sanayi üretimi; i) finansman maliyetlerindeki baskı ii) dezenflasyon süreci kapsamında alınan önlemlerin yarattığı zorlu koşullar iii) reel lira değerlenmesi iv) ihracat pazarlarındaki ekonomik ivme kayıpları v) jeopolitik riskler kaynaklı negatif etkilendi. Perakende taraftaki ivmede ise «servet etkisi» ve likidite fazlası başlıklarını değerlendiriyoruz.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

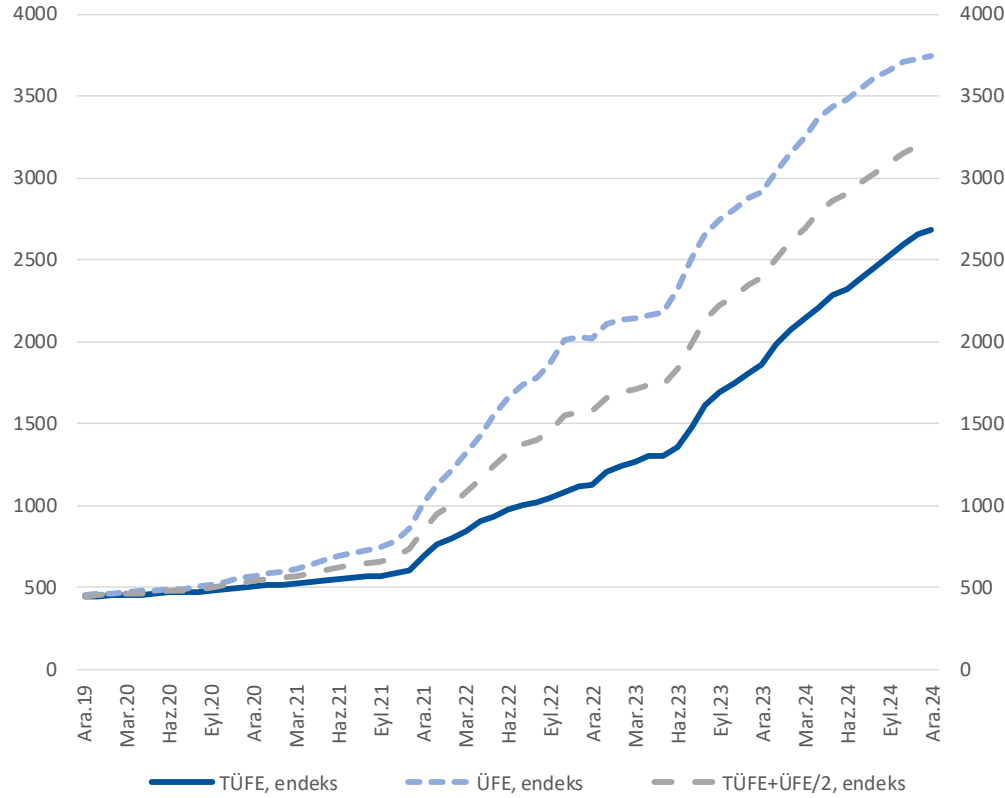


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

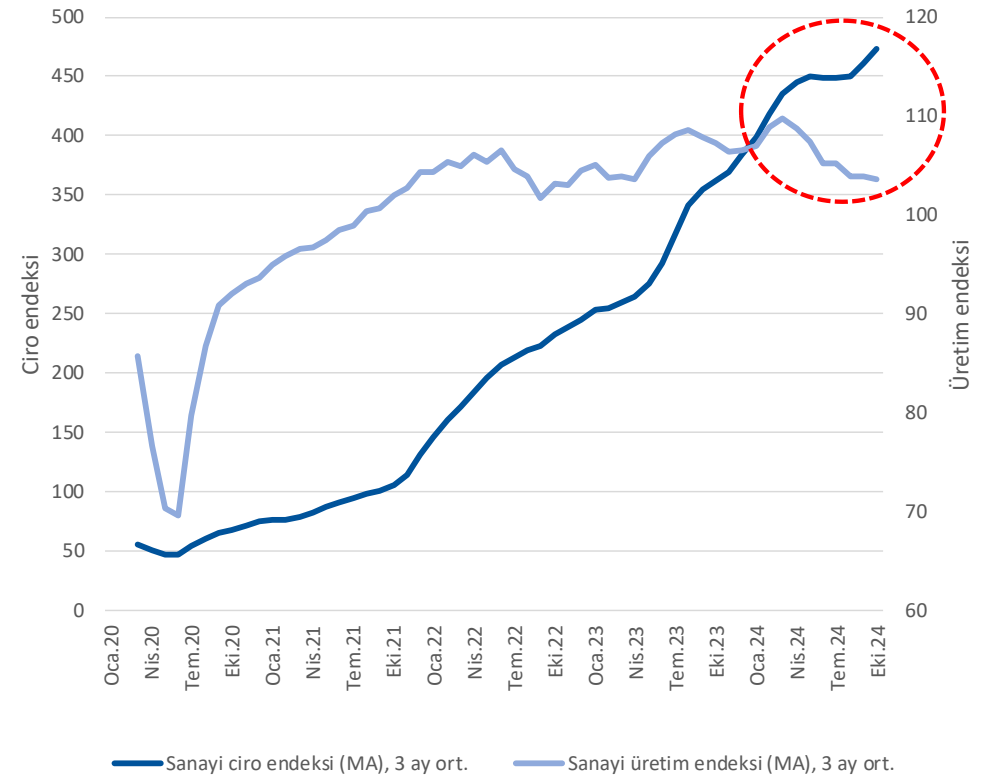
2024 başlangıcında tartıştığımız senaryo yıl geneline yayıldı: yüksek çift hanelerde seyreden enflasyon, ciro tarafını desteklerken, üretimde hız kesme görüldü. Özellikle yerel seçimlerin ardından iç talebe yönelik alınan önlemler ve politika faizinin %45'ten %50'ye çekilmesi, söz konusu ivme kaybı için koşulları uygun hale getirdi.

TÜFE & ÜFE endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Sanayi ciro endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

2017 yılında başlayan çift hane enflasyon sürecinde 2024'ü 2022 ve 2023'ün ilk yarısından ayrı değerlendirmek gerekiyor. Evet, yüksek çift hanedeki eğilim, satın alma gücünü artık ciddi anlamda etkiler durumda. Ancak, para politikasındaki normalleşme ve devreye alınan önlem seti, 2025 için iyimserlik kat sayısını yukarı çekiyor. Geçtiğimiz yıl enflasyonda maliyet-talep kanalında önemli bir değişim gözlemlendi.

| Yıl | ER-I (%) | ER-II | ER-III | ER-IV | Gerçekleşen | Hedef | Hedeften sapma | Yıl başlangıcına göre değişim | ER-IV'e göre değişim | Hedeften sapma, 2006-16 ort. | Hedeften sapma, 2017-20 ort. | Hedeften sapma, 2006-20 ort. | Hedeften sapma, 2021-23 ort. |
|------|----------|-------|--------|-------|-------------|-------|----------------|-------------------------------|----------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 2006 | 5.5 | 5.6 | 9.8 | 9.9 | 9.7 | 5.0 | 4.7 | 4.4 | -0.2 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2007 | 5.1 | 5.8 | 6.0 | 7.3 | 8.4 | 4.0 | 4.4 | 2.2 | 1.1 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2008 | 5.5 | 9.3 | 10.6 | 11.1 | 10.1 | 4.0 | 6.1 | 5.6 | -1.0 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2009 | 6.8 | 6.0 | 5.9 | 5.5 | 6.5 | 7.5 | -1.0 | -1.3 | 1.0 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2010 | 6.9 | 8.4 | 7.5 | 7.5 | 6.4 | 6.5 | -0.1 | 0.6 | -1.1 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2011 | 5.9 | 6.9 | 6.9 | 8.3 | 10.4 | 5.5 | 4.9 | 2.4 | 2.1 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2012 | 6.5 | 6.5 | 6.2 | 7.4 | 6.2 | 5.0 | 1.2 | 0.9 | -1.2 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2013 | 5.3 | 5.3 | 6.2 | 6.8 | 7.4 | 5.0 | 2.4 | 1.5 | 0.6 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2014 | 6.6 | 7.6 | 7.6 | 8.9 | 8.2 | 5.0 | 3.2 | 2.3 | -0.7 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2015 | 5.5 | 6.8 | 6.9 | 7.9 | 8.8 | 5.0 | 3.8 | 2.4 | 0.9 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2016 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 8.5 | 5.0 | 3.5 | 0.0 | 1.0 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2017 | 8.0 | 8.5 | 8.7 | 9.8 | 11.9 | 5.0 | 6.9 | 1.8 | 2.1 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2018 | 7.9 | 8.4 | 13.4 | 23.5 | 20.3 | 5.0 | 15.3 | 15.6 | -3.2 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2019 | 14.6 | 14.6 | 13.9 | 12.0 | 11.8 | 5.0 | 6.8 | -2.6 | -0.2 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2020 | 8.2 | 7.4 | 8.9 | 9.4 | 14.6 | 5.0 | 9.6 | 1.2 | 5.2 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2021 | 9.4 | 12.2 | 14.1 | 18.4 | 36.1 | 5.0 | 31.1 | 9.0 | 17.7 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2022 | 23.2 | 42.8 | 60.4 | 65.2 | 64.3 | 5.0 | 59.3 | 42.0 | -0.9 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2023 | 22.3 | 22.3 | 58.0 | 65.0 | 65.0 | 5.0 | 60.0 | 42.7 | 0.0 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |
| 2024 | 36.0 | 38.0 | 38.0 | 44.0 | 44.4 | 5.0 | 39.4 | 8.0 | 0.4 | 3.0 | 9.7 | 4.8 | 50.1 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB, TÜİK

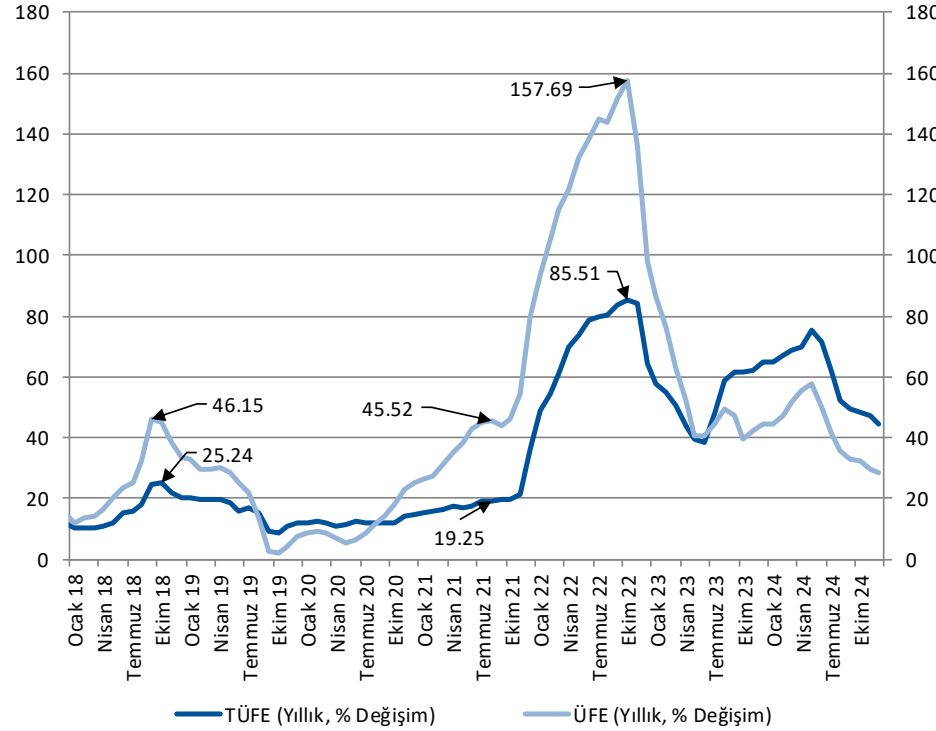
Yıl başlangıcına göre değişim için son ER tahmini ile ilk tahmin arasındaki değişim baz alınmıştır.

ER-IV'e göre değişim için yıl sonu gerçekleşen enflasyon ile arasındaki değişim baz alınmıştır.

Türkiye

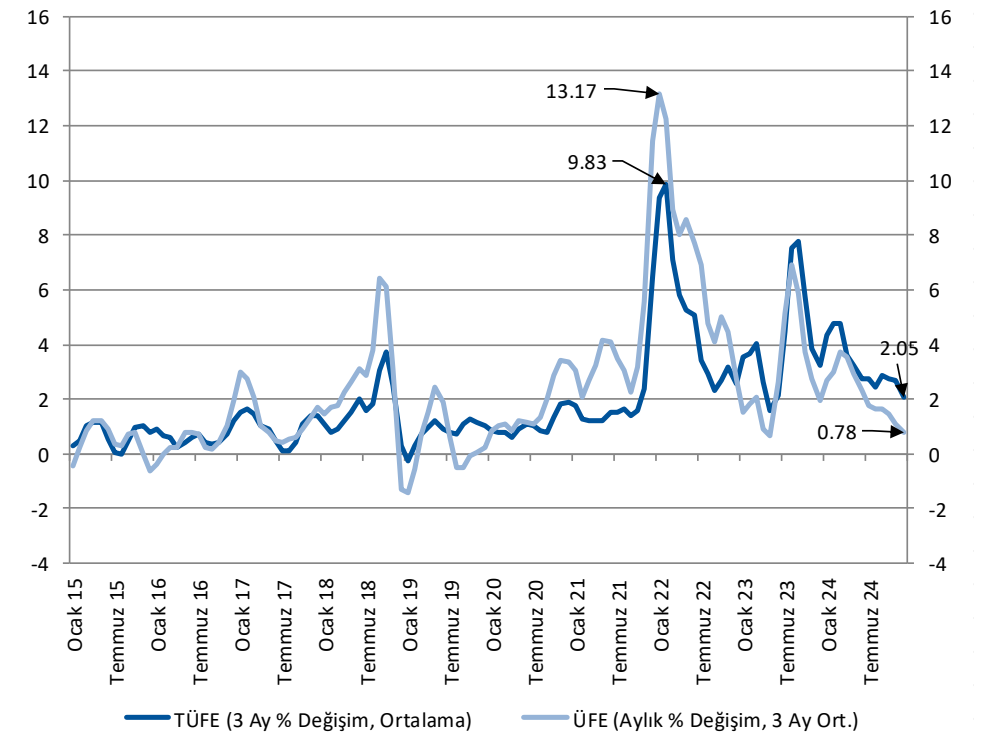
Son 1 yılda ÜFE'deki yüksek seyir, kur ve global emtia fiyatlarındaki gelişmelere paralel, TÜFE'nin gerisinde kalır pozisyona geçti. Maliyetlerdeki seyrin nispeten düşük seviyelerde oluşması, TÜFE'ye geçişi kısıtlarken, enflasyon görünümü açısından da para politikasında atılan adımların etkilerinin daha yakından hissedilmesine imkan tanıdı.

TÜFE & ÜFE



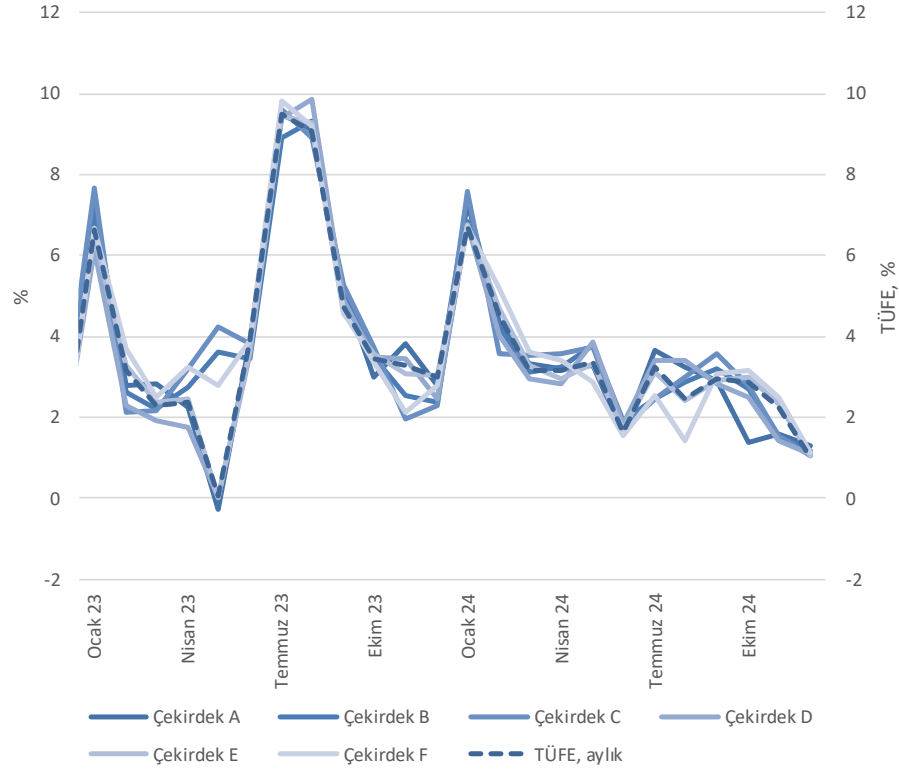
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

TÜFE & ÜFE ortalama değişimler



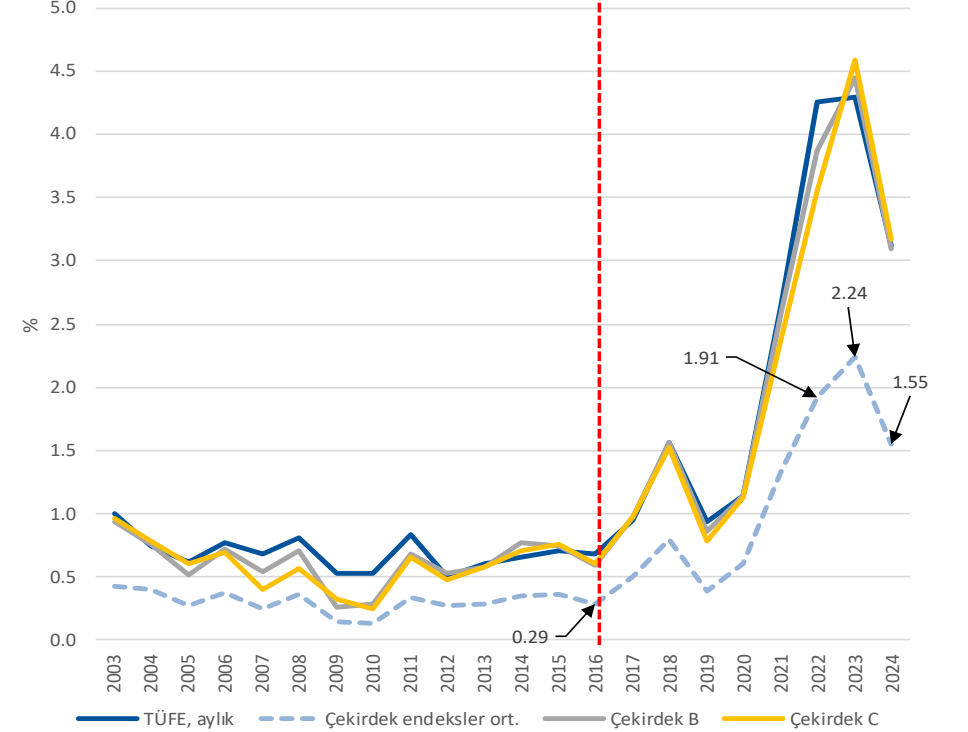
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

TÜFE & çekirdek enflasyon göstergeleri, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

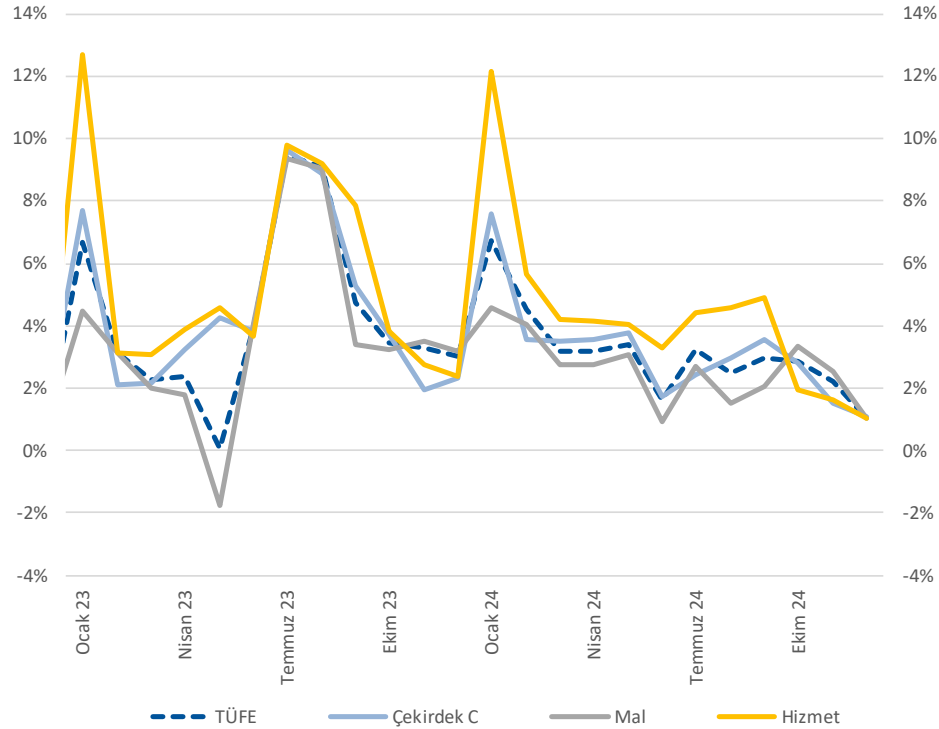
TÜFE & seçilmiş çekirdek seriler

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK
Yıl ortalamaları üzerinden hesaplama yapılmıştır.

Türkiye

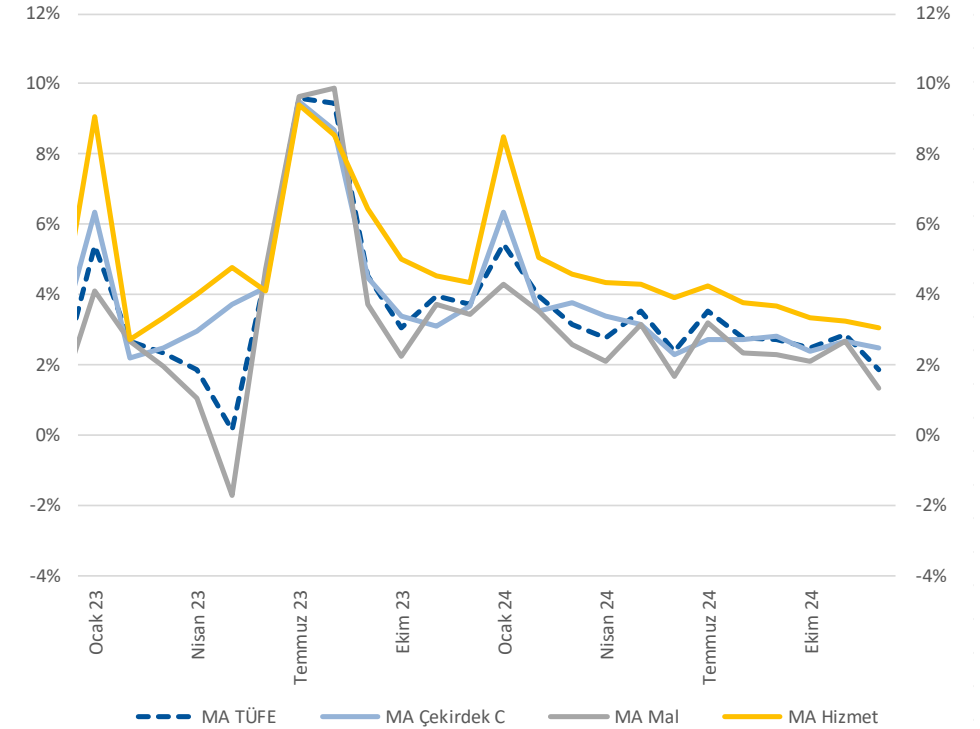
Uzun yıllardır açıklanmasını talep ettiğimiz «mevsimsellikten arındırılmış» enflasyon serileri, 2024'te hayatımıza giren bir diğer önemli detay oldu. MA enflasyon rakamları, manşet kalemlere kıyasla çok daha yavaş bir geri çekilmeye işaret ederken, genel eğilimin «düşük ivmede aşağı yönlü» olduğunu belirtelim.

Seçilmiş enflasyon göstergeleri, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Seçilmiş enflasyon göstergeleri, aylık değişim

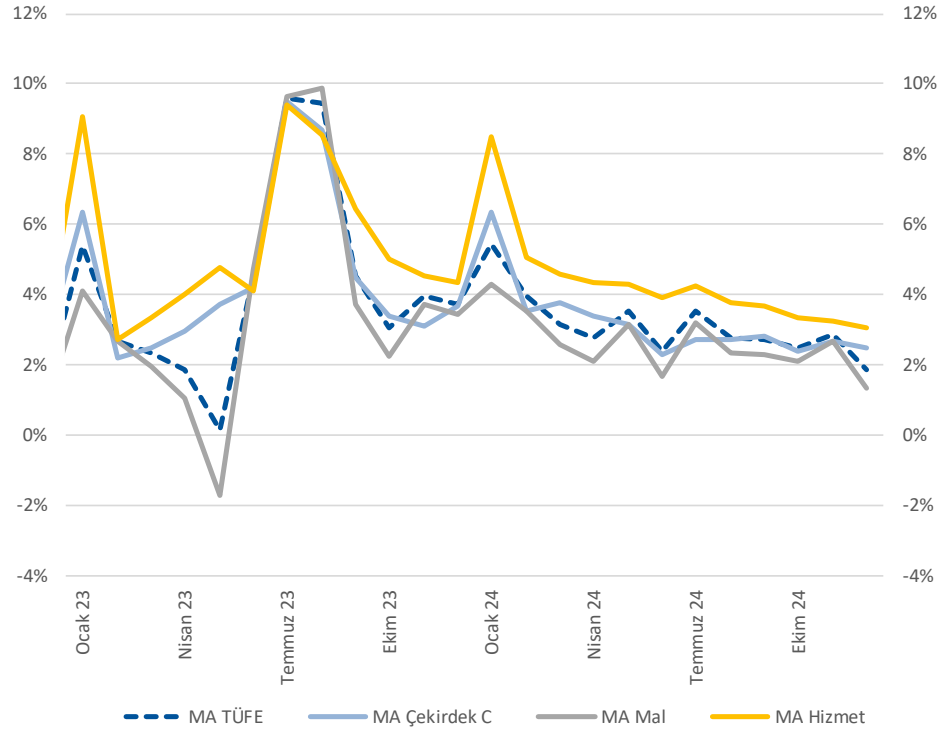


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Türkiye

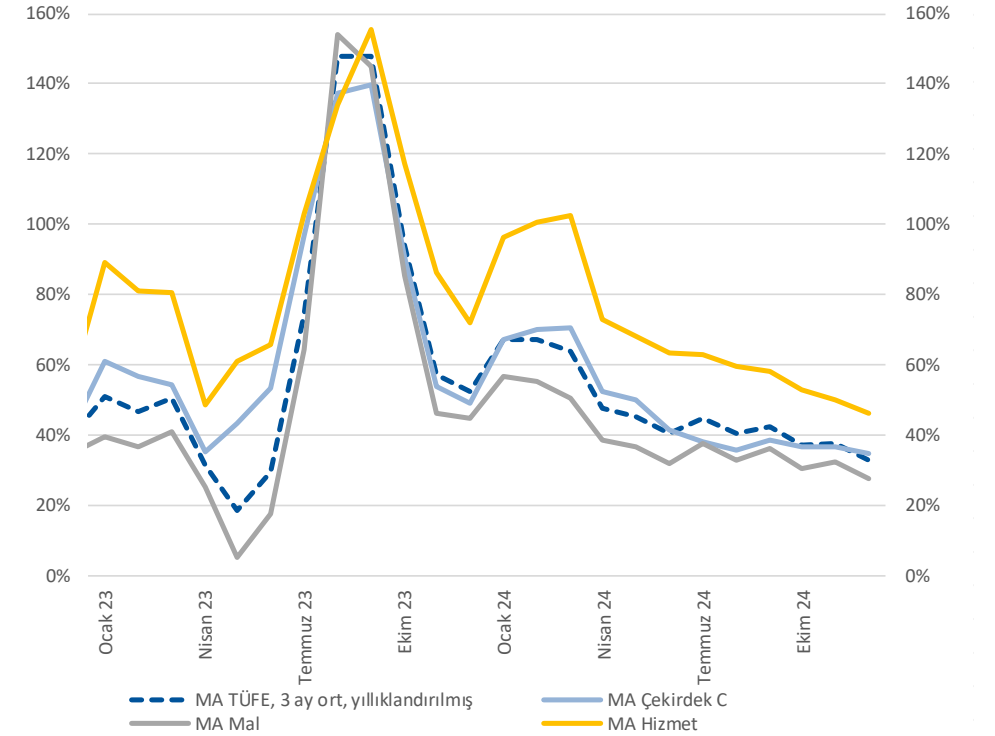
Yıllıklandırılmış trend mal grubunda %30'un aşağısına kayarken, hizmette hala daha %40'ın üzerinde. Çekirdek C kalemi ise %35'leri işaret etmekte.

Seçilmiş enflasyon göstergeleri, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Seçilmiş enflasyon göstergeleri, aylık değişim

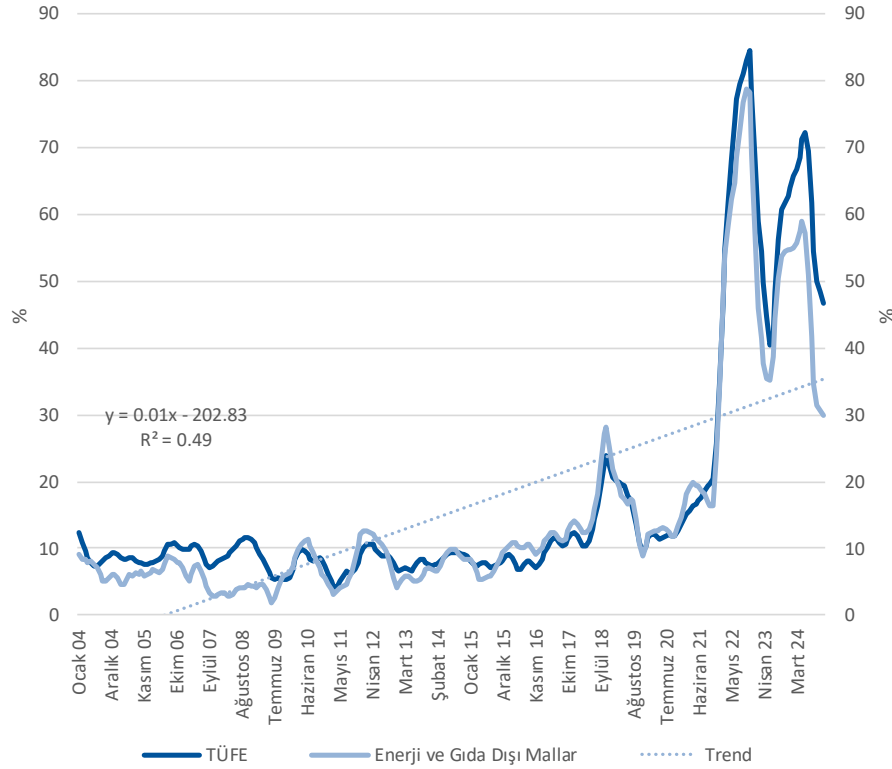


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

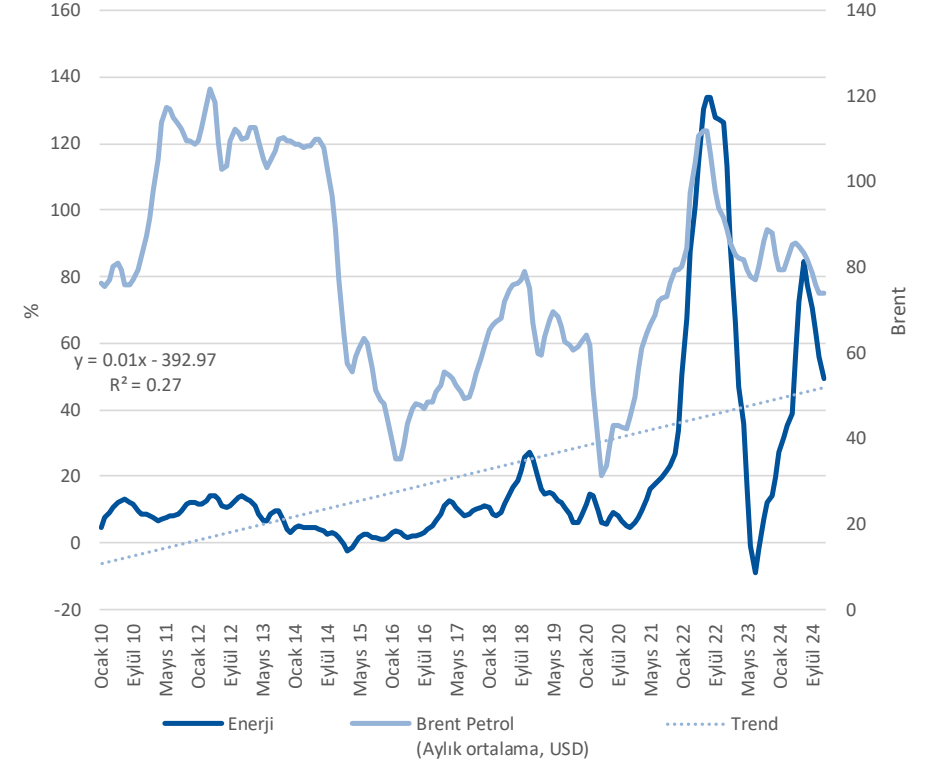
Başta enerji grubu olmak üzere, global emtia fiyatlarındaki baskılı seyir, yurt içi enflasyona olumlu katkı sunuyor.

TÜFE & enerji ve gıda dışı mallar, 3 ay hareketli ortalama, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Enerji & Brent petrol, 3 ay hareketli ortalama, yıllık değişim

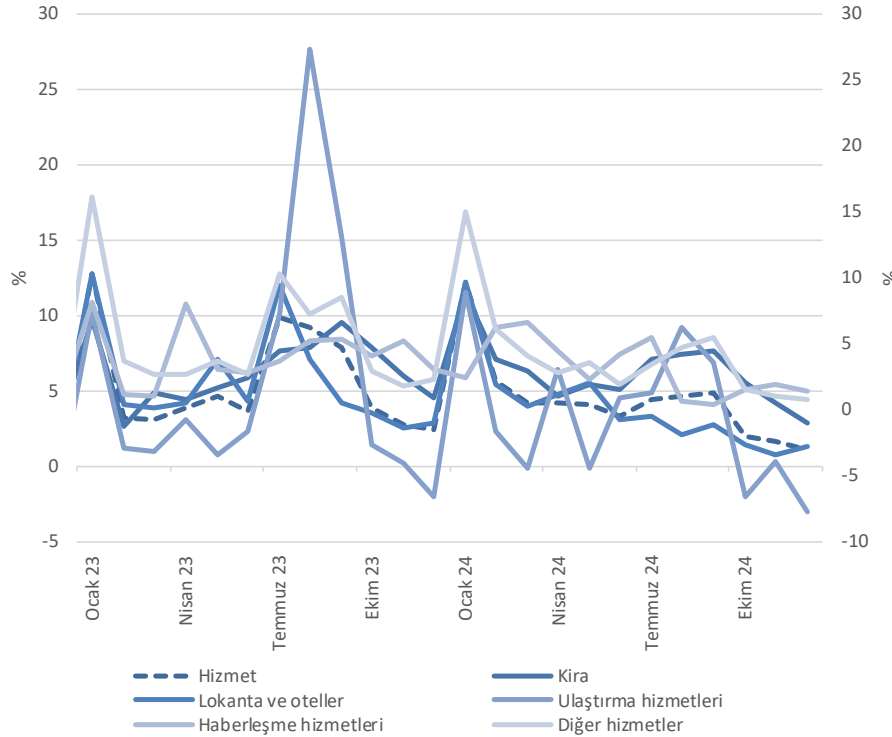


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

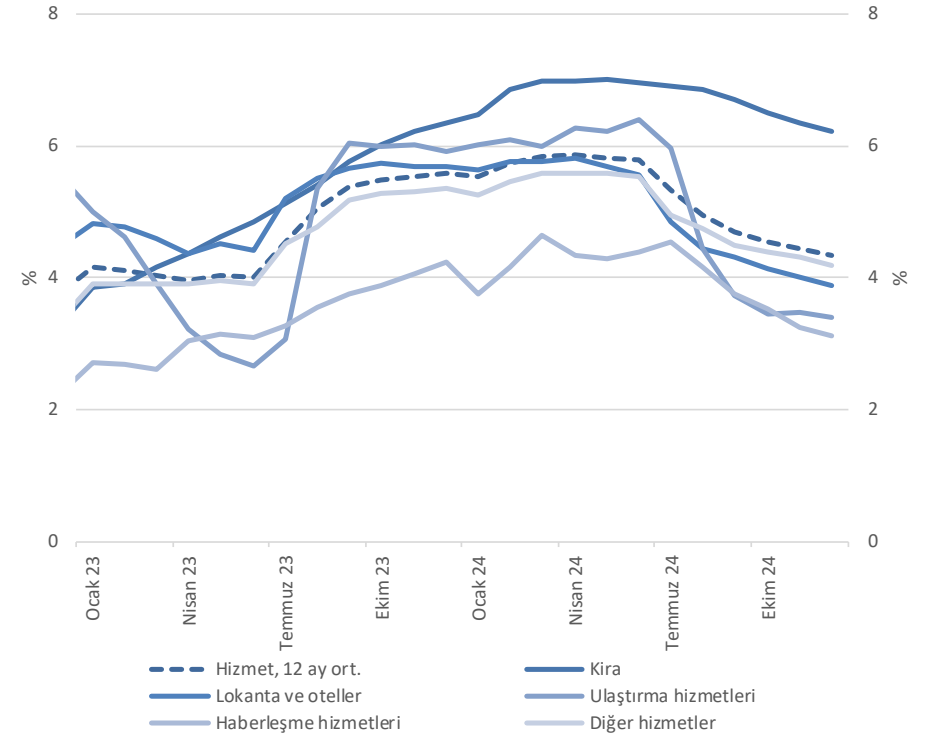
Son 2 yıldır olası hizmet enflasyonu sıçraması ve yapışkanlığı riskinden söz ediyorduk. 2024, bu riskleri fazlasıyla konuştuğumuz ve hissettiğimiz bir yıl oldu. Hizmet kalemlerindeki seyir genel enflasyon dinamiklerini ciddi anlamda zorladı. Son birkaç ayda sınırlı iyileşme görülüyor. Özellikle kira tarafında. Enflasyon beklentilerindeki düzelme süreci hizmet enflasyonu açısından kritik önemde.

Hizmet enflasyonu ve alt kalemler, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Hizmet enflasyonu ve alt kalemler, aylık değişim

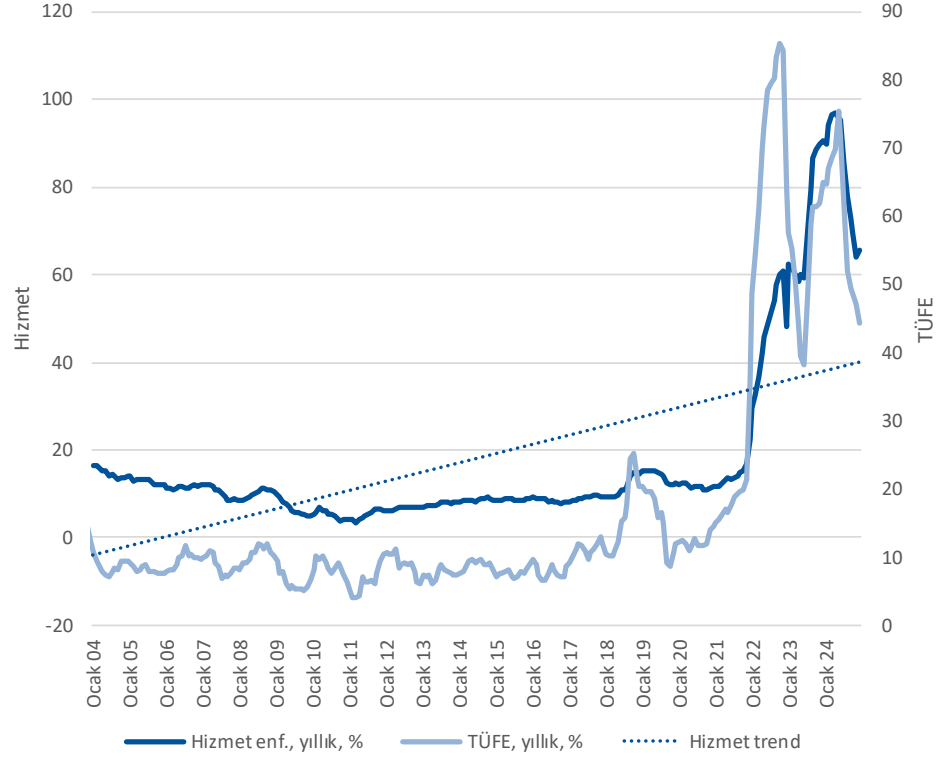


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

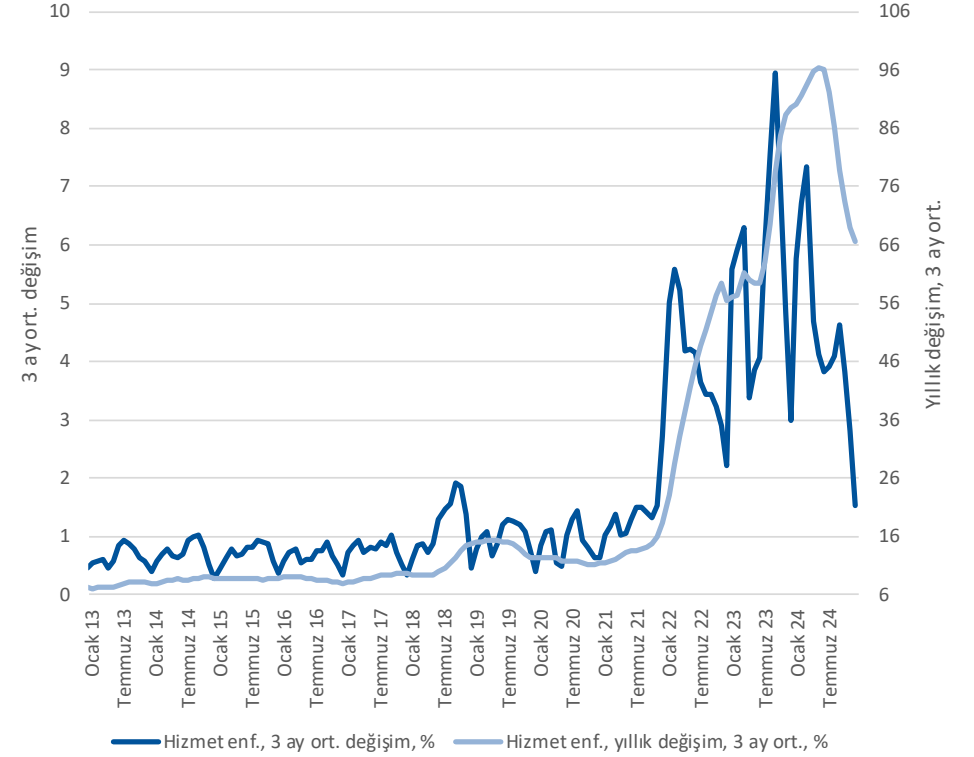
Hizmet enflasyonuna uzun dönemli bakış.

TÜFE & hizmet enflasyonu, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

TÜFE & hizmet enflasyonu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

2003'ten bu yana, aylık ortalama hizmet>TÜFE eğilimi 22 yılda 13 kez gerçekleşti. Söz konusu dönemlerin 5'inde yıllık TÜFE ortalaması çift haneli seviyelerde takip edildi. Son yıllarda hizmetin genel enflasyon üzerindeki baskısı önceki yıllara göre daha fazla hissediliyor. Burada genel ekonomi içerisindeki hizmet kalemi pay artışının etkisi yadsınamaz.

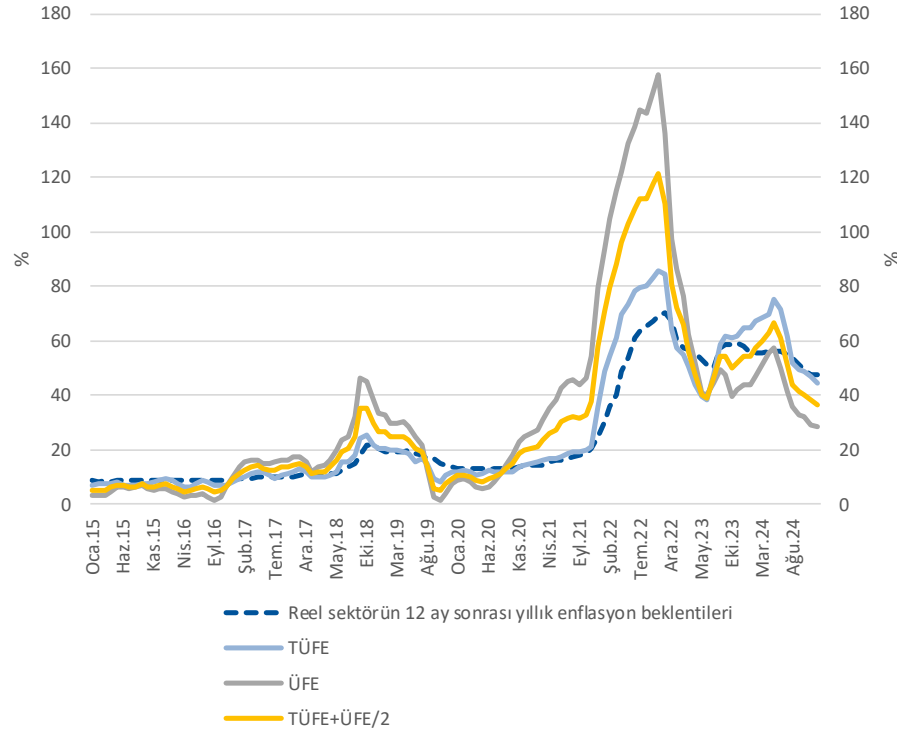
| Yıl | Hizmet enf. aylık ort. | TÜFE aylık ort. | Değerlendirme-1 | Hizmet enf. yıllık ort. | TÜFE yıllık ort. | Değerlendirme-2 |
|------|------------------------|-----------------|-----------------|-------------------------|------------------|-----------------|
| 2003 | 1.20 | 1.01 | Hizmet>TÜFE | | 21.94 | Hizmet<TÜFE |
| 2004 | 1.09 | 0.75 | Hizmet>TÜFE | 14.70 | 8.60 | Hizmet>TÜFE |
| 2005 | 0.97 | 0.62 | Hizmet>TÜFE | 12.94 | 8.19 | Hizmet>TÜFE |
| 2006 | 0.97 | 0.77 | Hizmet>TÜFE | 11.50 | 9.59 | Hizmet>TÜFE |
| 2007 | 0.69 | 0.68 | Hizmet>TÜFE | 10.30 | 8.78 | Hizmet>TÜFE |
| 2008 | 0.83 | 0.81 | Hizmet>TÜFE | 10.02 | 10.43 | Hizmet<TÜFE |
| 2009 | 0.42 | 0.53 | Hizmet<TÜFE | 6.71 | 6.28 | Hizmet>TÜFE |
| 2010 | 0.35 | 0.52 | Hizmet<TÜFE | 5.19 | 8.58 | Hizmet<TÜFE |
| 2011 | 0.51 | 0.84 | Hizmet<TÜFE | 5.22 | 6.45 | Hizmet<TÜFE |
| 2012 | 0.57 | 0.50 | Hizmet>TÜFE | 6.78 | 8.94 | Hizmet<TÜFE |
| 2013 | 0.64 | 0.60 | Hizmet>TÜFE | 7.70 | 7.49 | Hizmet>TÜFE |
| 2014 | 0.69 | 0.66 | Hizmet>TÜFE | 8.61 | 8.85 | Hizmet<TÜFE |
| 2015 | 0.71 | 0.71 | Hizmet>TÜFE | 8.69 | 7.67 | Hizmet>TÜFE |
| 2016 | 0.65 | 0.69 | Hizmet<TÜFE | 8.46 | 7.78 | Hizmet>TÜFE |
| 2017 | 0.76 | 0.95 | Hizmet<TÜFE | 9.10 | 11.13 | Hizmet<TÜFE |
| 2018 | 1.14 | 1.57 | Hizmet<TÜFE | 11.53 | 16.22 | Hizmet<TÜFE |
| 2019 | 0.97 | 0.94 | Hizmet>TÜFE | 14.06 | 15.46 | Hizmet<TÜFE |
| 2020 | 0.93 | 1.14 | Hizmet<TÜFE | 11.70 | 12.26 | Hizmet<TÜFE |
| 2021 | 1.70 | 2.65 | Hizmet<TÜFE | 14.45 | 19.42 | Hizmet<TÜFE |
| 2022 | 3.76 | 4.26 | Hizmet<TÜFE | 47.35 | 71.98 | Hizmet<TÜFE |
| 2023 | 5.58 | 4.29 | Hizmet>TÜFE | 72.23 | 53.45 | Hizmet>TÜFE |
| 2024 | 4.33 | 3.12 | Hizmet>TÜFE | 83.72 | 60.04 | Hizmet>TÜFE |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

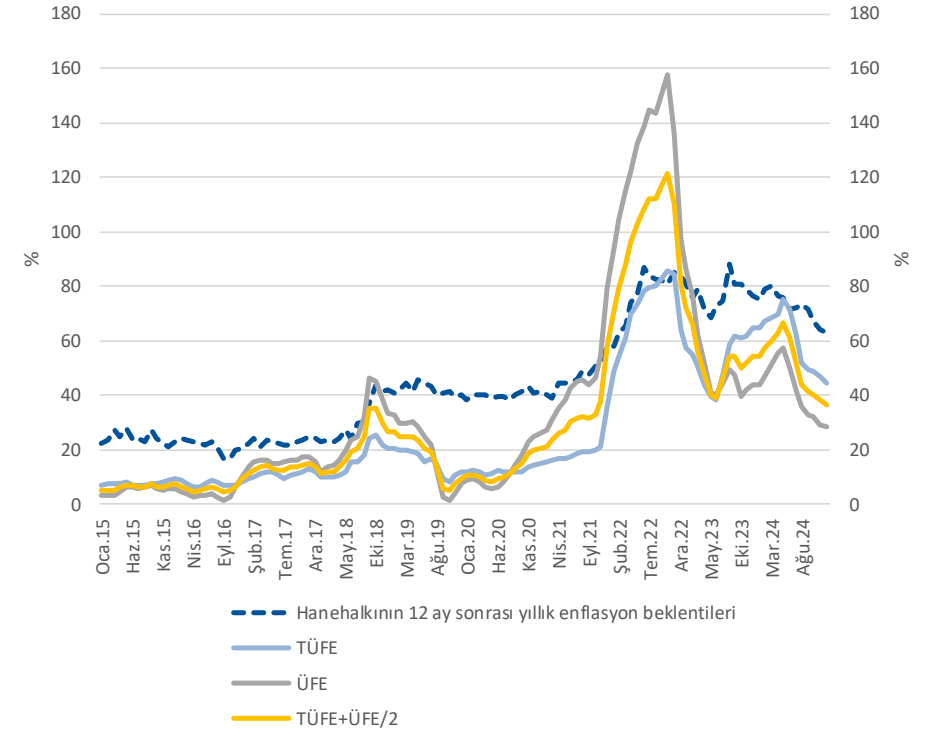
Enflasyon konusunda en büyük problemimiz beklentiler ve yapışkanlık. TCMB'nin attığı adım ile birlikte 2024'te hayatımıza farklı kesimlerin de beklentileri üzerine çalışma yapma şansına eriştik. Mevcut durumda görünen o ki enflasyon görünümüne dair en iyimser taraf %27.6 ile piyasa katılımcıları. Reel sektör, %47.6 ile hanehalkındaki %63.1'lik seviyenin gerisinde, ikisinin arasında.

Sektörel enflasyon beklentileri & farklı enflasyon göstergeleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Sektörel enflasyon beklentileri & farklı enflasyon göstergeleri

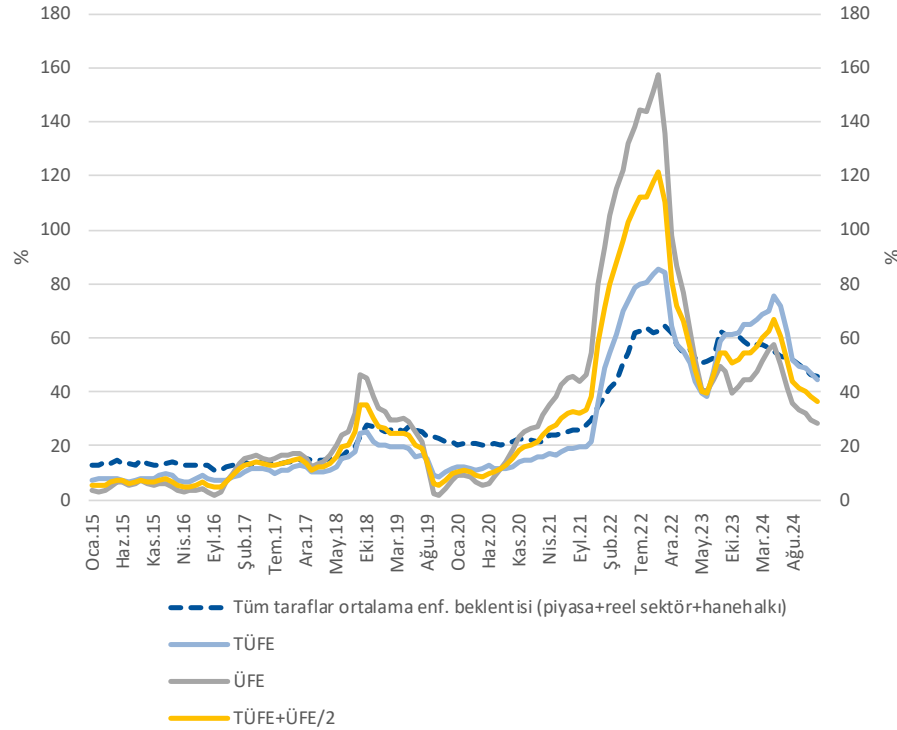


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Türkiye

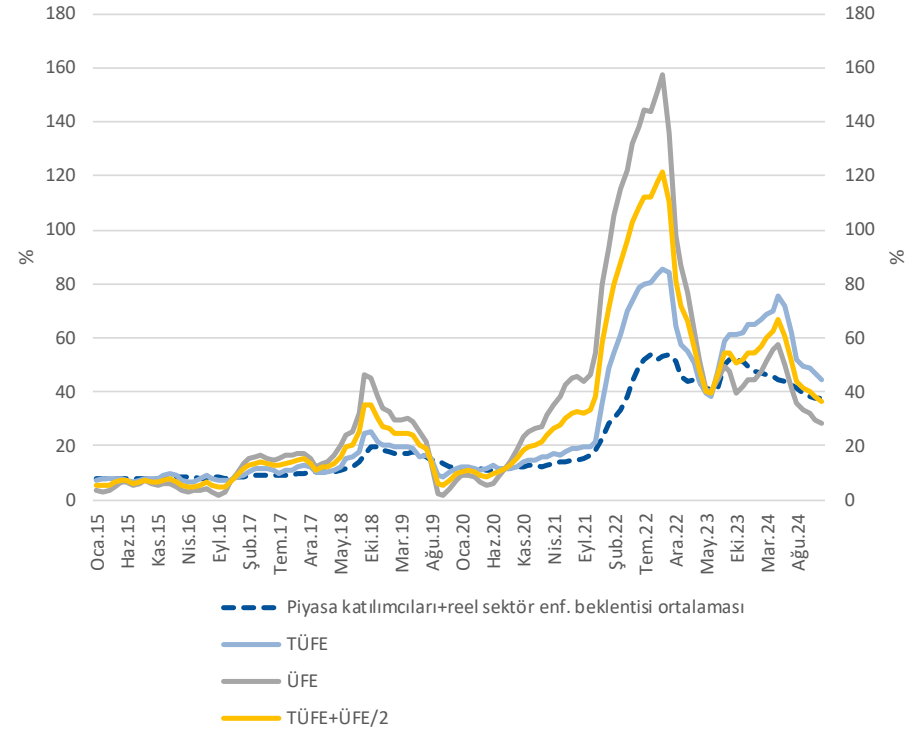
12 ay sonrası için tüm tarafların ortalama enflasyon beklentisini %46, piyasa katılımcıları ve reel sektör beklentilerini ise %37 olarak hesaplıyoruz. Buradaki katılık zaman içerisinde manşet enflasyondaki seyir ile birlikte kırılma gösterir ise hızlanma görebiliriz. Dikkatimizi çeken detay, ÜFE+TÜFE/2 seyrinin son dönemde beklentiler üzerinde kısmen etkili olduğu.

Sektörel enflasyon beklentileri & farklı enflasyon göstergeleri



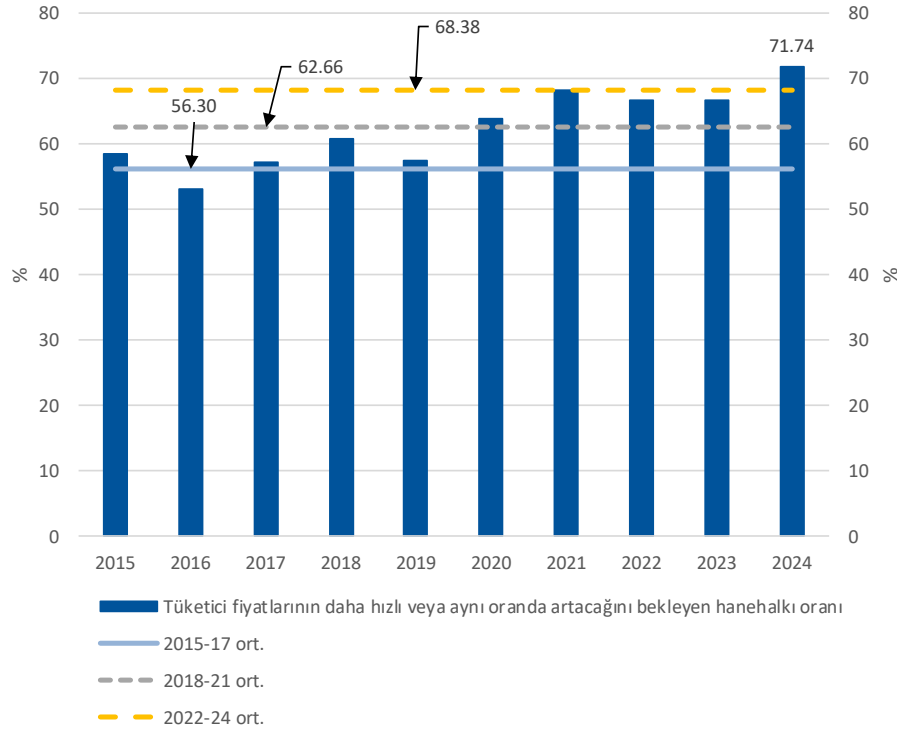
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Sektörel enflasyon beklentileri & farklı enflasyon göstergeleri



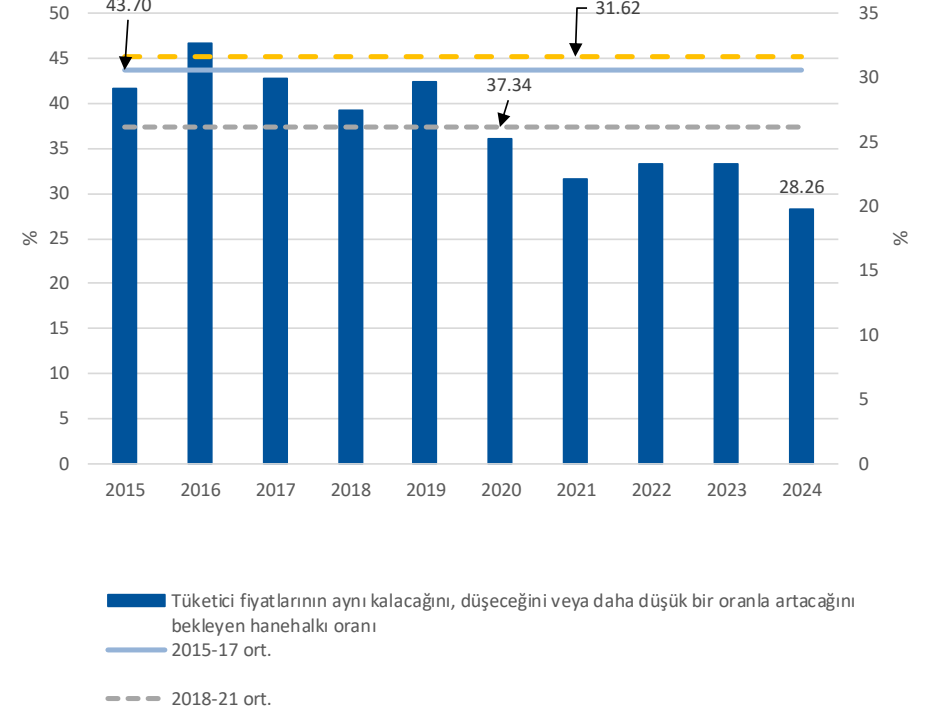
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Sektörel enflasyon beklentileri, yıl ortalaması



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Sektörel enflasyon beklentileri, yıl ortalaması

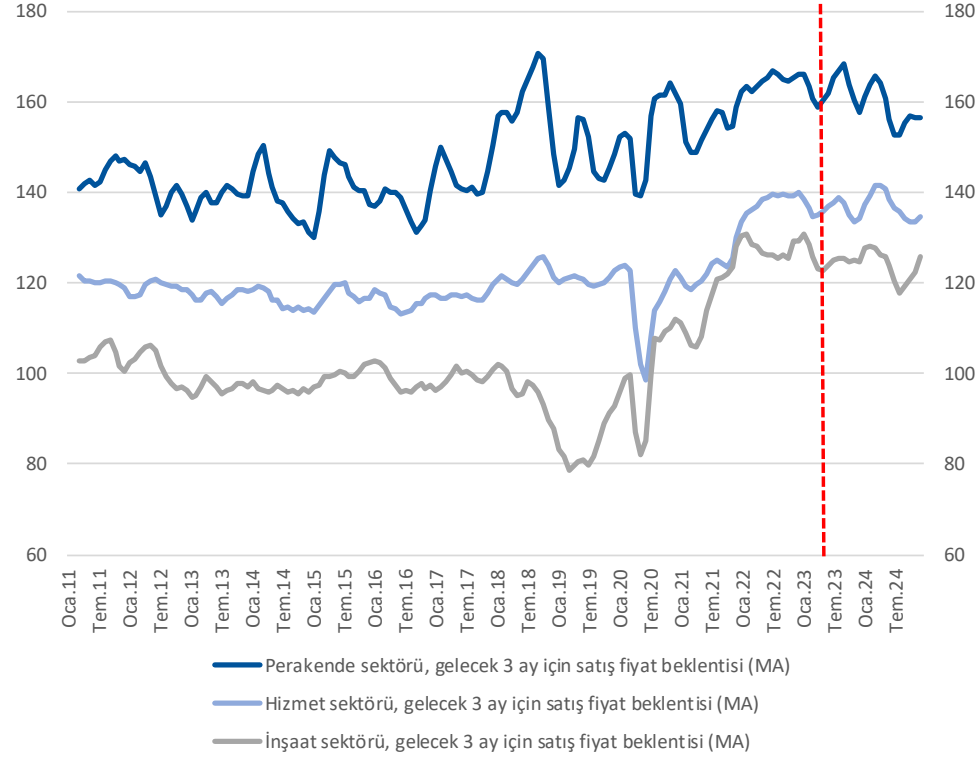


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, TÜİK

Türkiye

Sektörlerin gelecek 3 ay için satış fiyatlarına yönelik beklentilerinde sınırlı da olsa düzelme başladı.

Sektörel satış fiyat beklentileri, 3 ay ort.

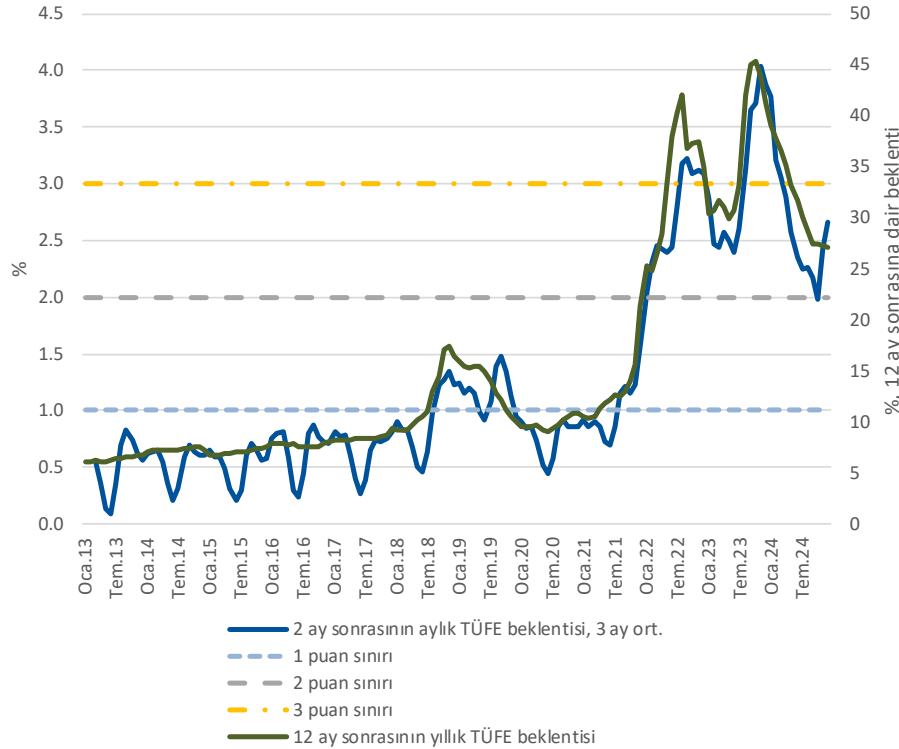


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

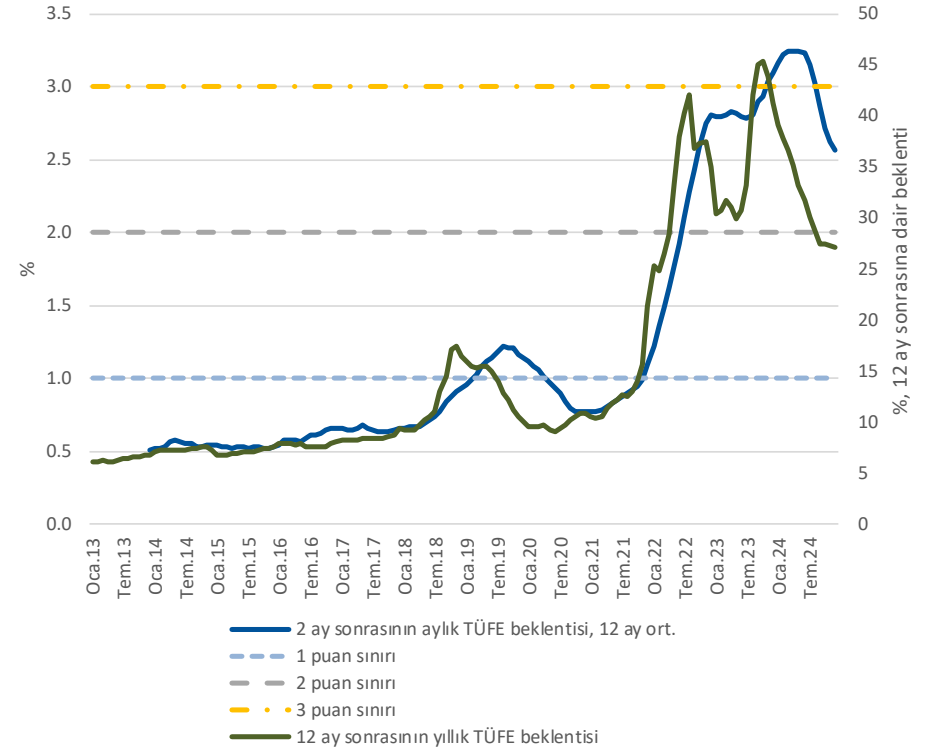
Son 1.5 yılda atılan para ve maliye politikaları, kullanılan söylem ve yönlendirmelerle, piyasa katılımcıları nezdinde aylık bazda enflasyon beklentileri «tehlikeli alan» olarak nitelendirdiğimiz %3-4 bandından uzaklaşmayı başardı. 2025'in temel makro ve fiyatlama hikayesi, aylık %2 eğilimini kalıcı şekilde aşağı yönde kırmak olacak. Psikolojik açıdan da önemi var.

2 ay & 12 ay sonrasının TÜFE beklentileri, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

2 ay & 12 ay sonrasının TÜFE beklentileri, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi

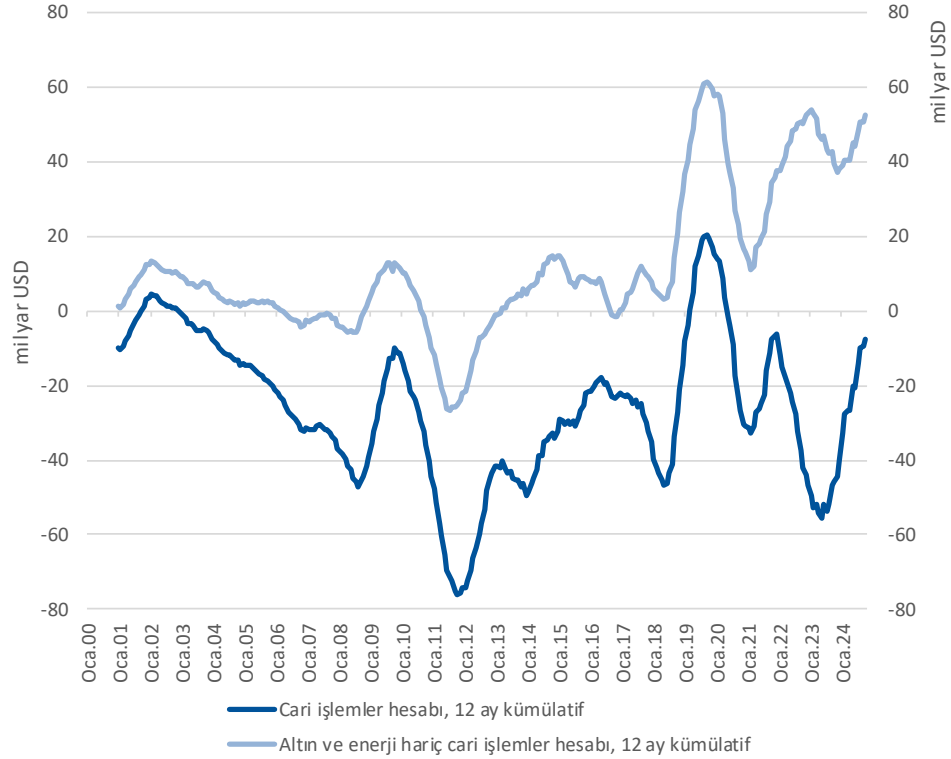


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

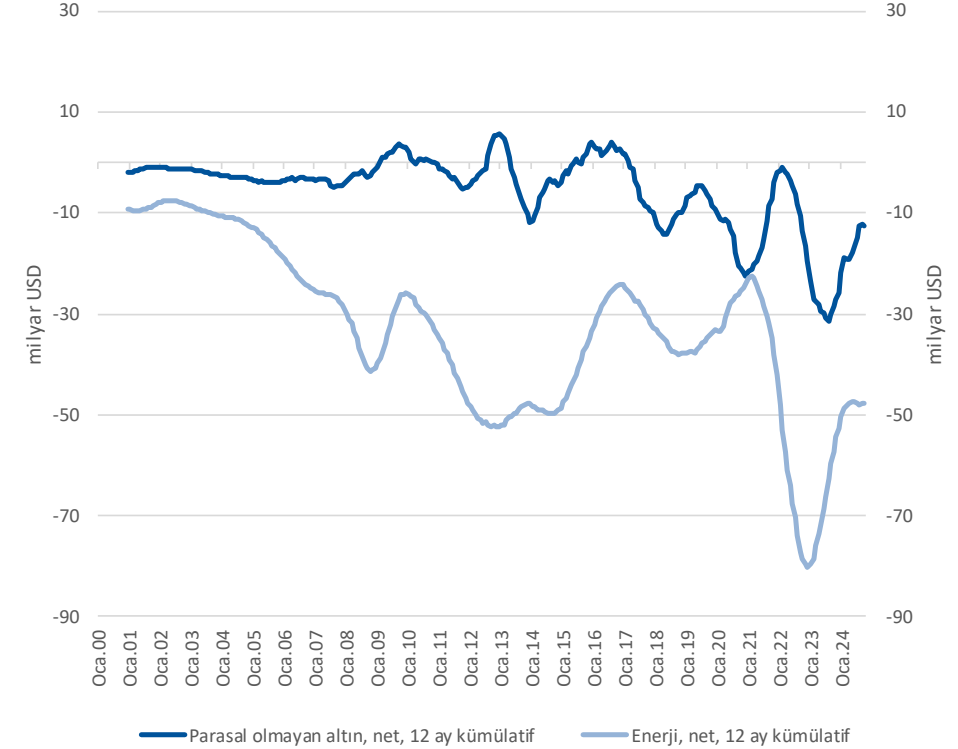
Politika faizinin doğru seviyede belirlenmesi, alınan önlemler, liraya geçişin hızlanması-dolarizasyonun ciddi anlamda azalması, ülke risk primindeki azalış ve portföy ve borçlanma kanalından ülkeye girişlerin yeniden hız kazanması gibi önemli gelişmeler ödemeler dengesindeki tahribatın önemli oranda düzelmesine imkan tanırken, kısa vadede sorun başlığı olmasını ortadan kaldırdı.

Cari işlemler & çekirdek cari işlemler hesapları



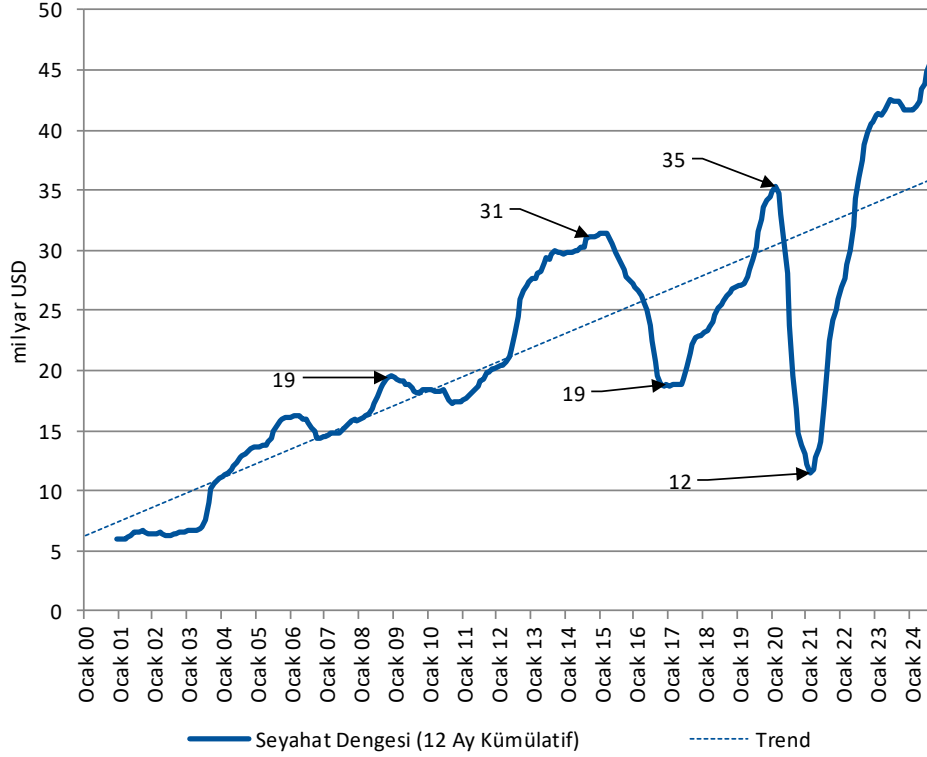
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Parasal olmayan altın net kalem & enerji ithalatı net kalem



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Seyahat dengesi

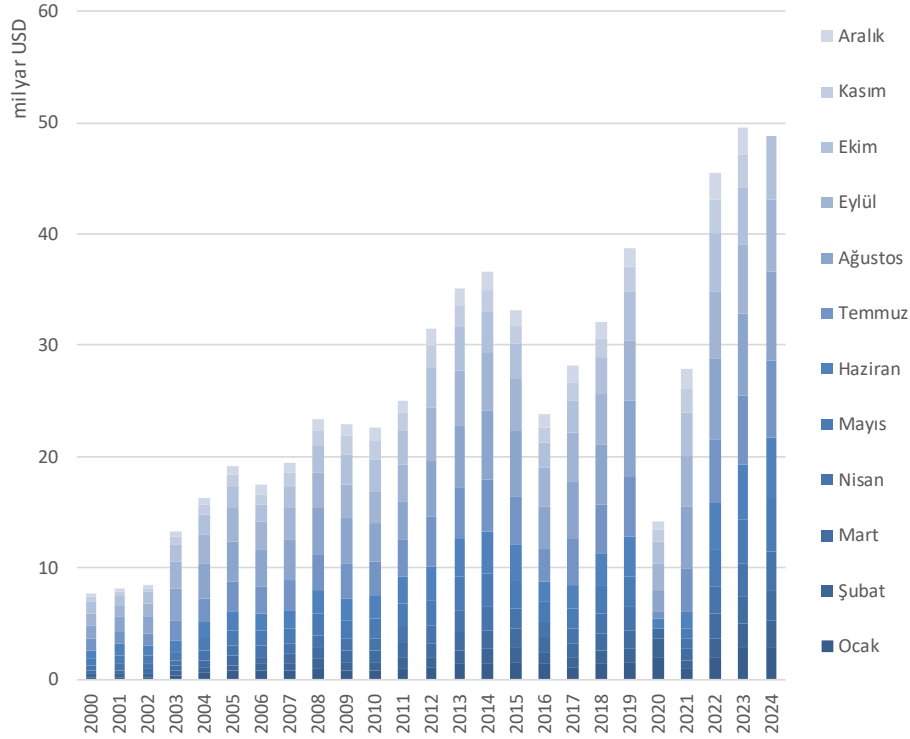


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

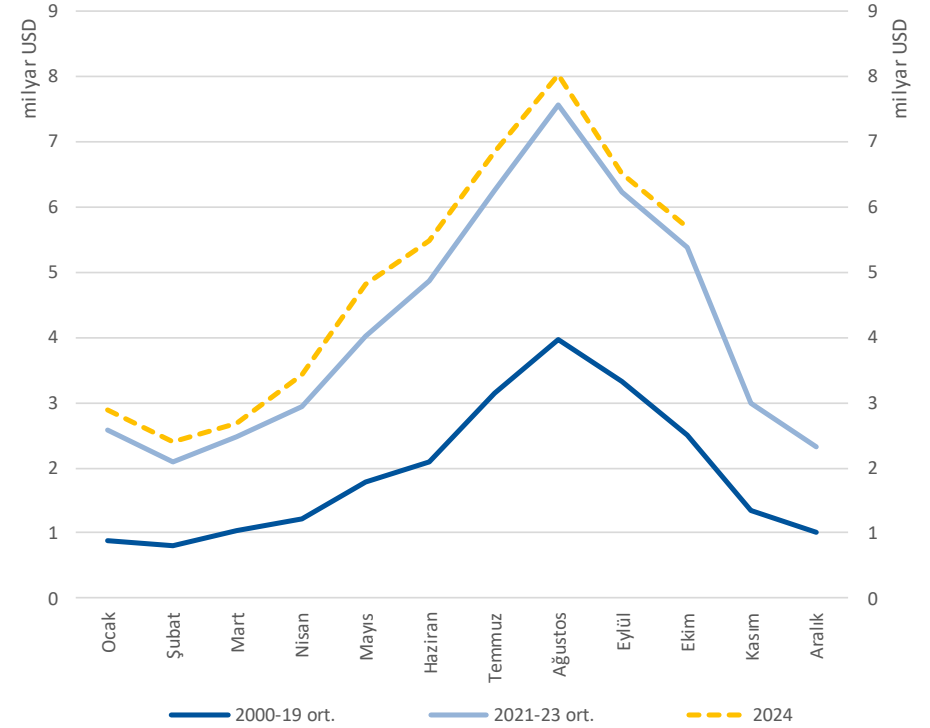
Seyahat gelirlerinde önemli bir değişiklik var: pandemi öncesi dönemin aksine ve/veya daha yüksek bir ivmede, yılın geneline yayılır seyahat geliri görünümü söz konusu. Burada kısa vadede ilk risk, liradaki reel değerlenme süreci ve rekabette belirebilecek sorunlar olabilir. Sahadan aldığımız geri dönüşler, 2025'in hala yönetilebilir seviyede olduğu. Fiyat istikrarının orta vadeli kazanımları dengeleyici unsur olacaktır.

Seyahat gelirlerinin yıllık bazda aylık kırılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Dönemler bazında aylık seyahat gelirlerinin seyri

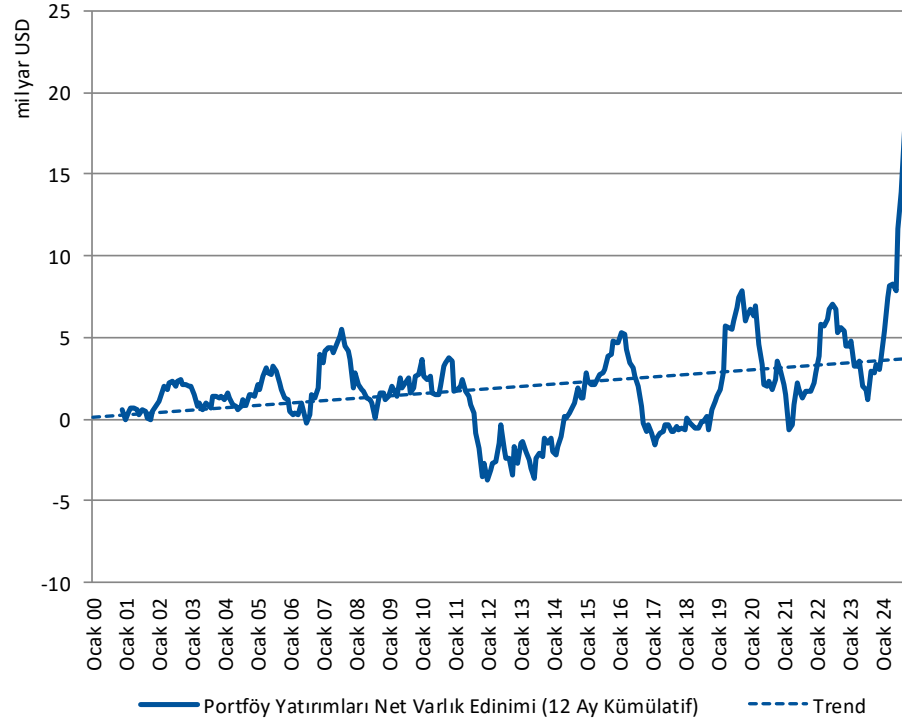


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

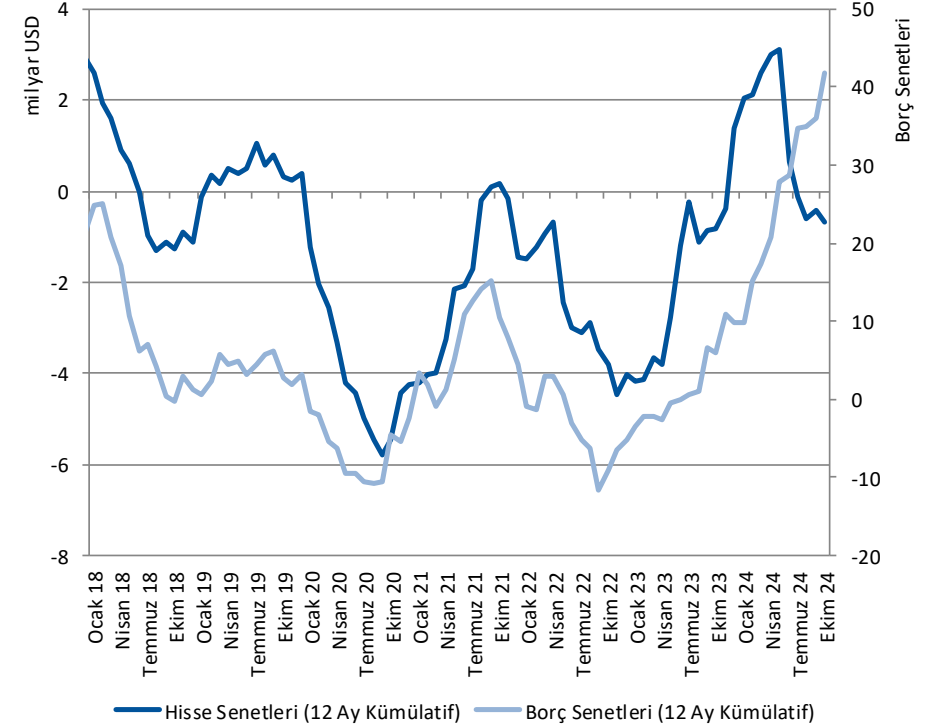
Ekonomi politikalarındaki normalleşme sürecinin en ciddi yansıması, yabancı yatırımcıların politika faizi-reel faiz-kurdaki dengeyi de gözeterek, borçlanma senetlerinde aldıkları pozisyonda oldu. Bu, yurt içi piyasaya döviz girişi ve likiditesi kolaylığı sağlarken, TCMB rezerv birikimine imkan tanıdı ve maliyetlerde yukarı yönlü baskıyı da hafifletti.

Portföy yatırımları



Kaynak. Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Portföy yatırımları, 12 ay kümülatif

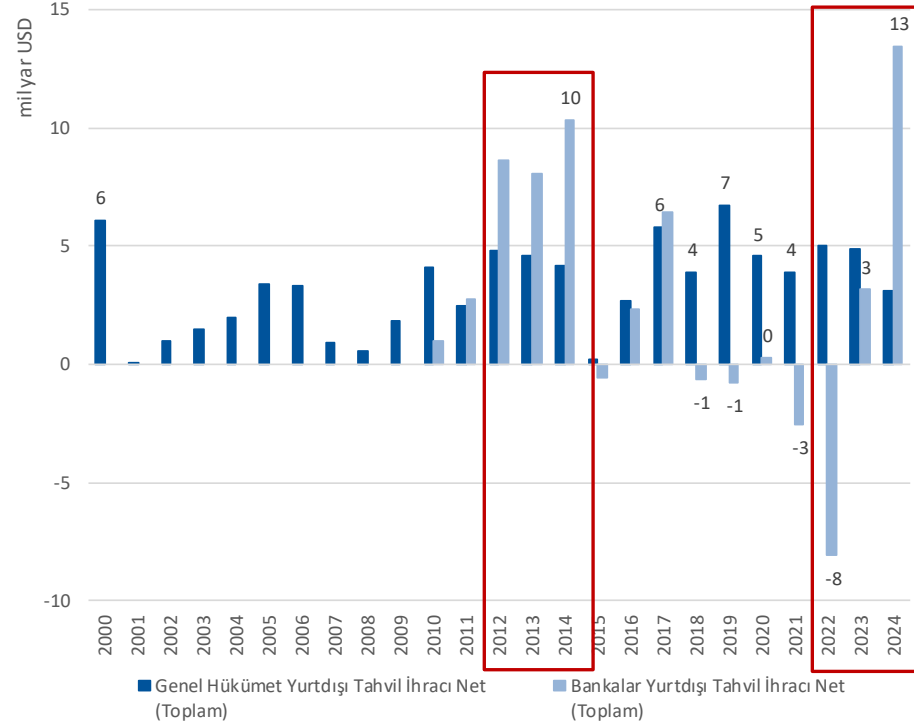


Kaynak. Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

Yurt dışı piyasalara erişim kolaylaşırken, ülke risk primindeki azalış maliyetleri de aşağı çekti.

Genel hükümet ve bankalar yurt dışı tahvil ihraçları, toplam

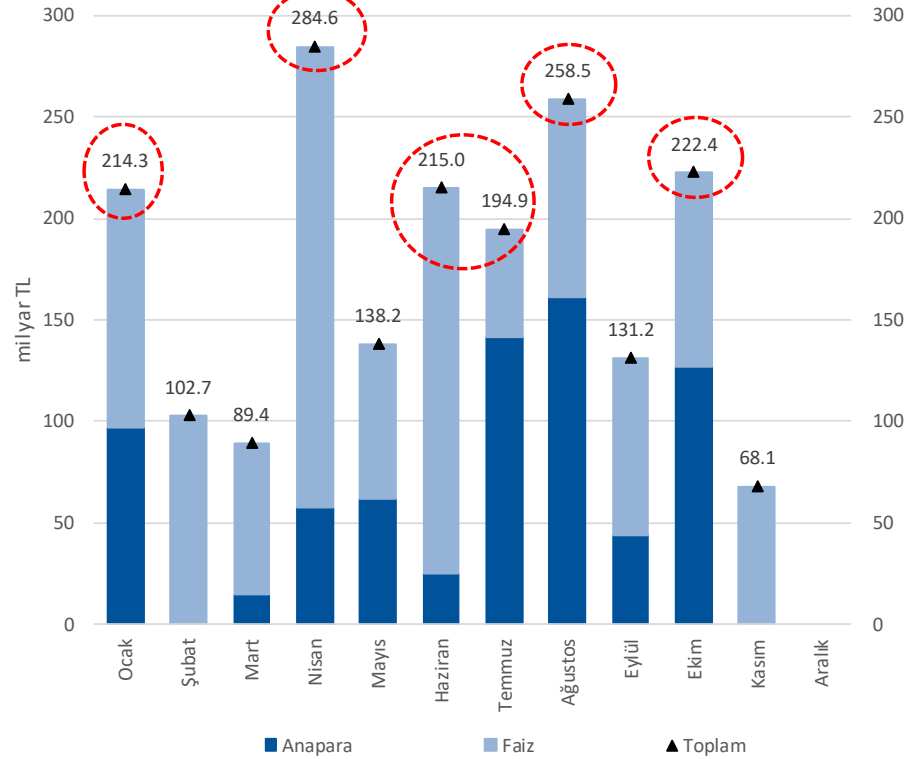


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

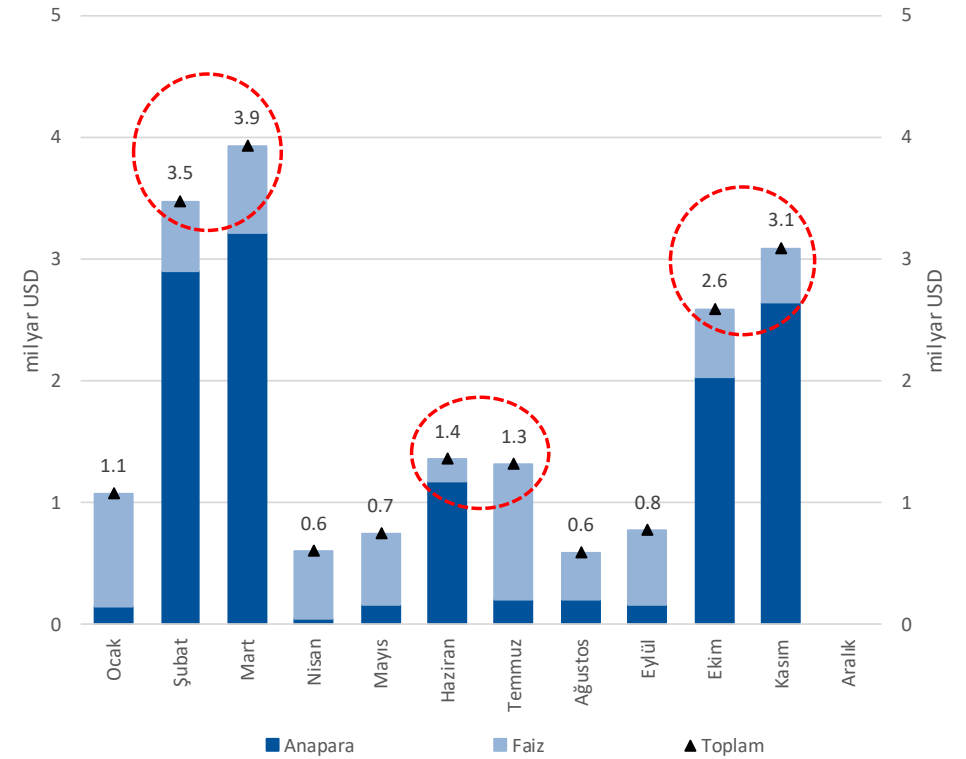
2025'te maliye politikası tarafından dezenflasyon sürecine katkı bekliyoruz. Yapılan tüm açıklamalar bu düşüncemizi teyit eder nitelikte. Dış borçlanmada herhangi bir sorun öngörmüyoruz. Ancak, ABD'de 20 Ocak sonrası siyasetin değişmesi ve Fed'in daha yavaş patikada ilerleme ihtimali GOÜ para politikaları ve dış borçlanma maliyetleri açısından önemli bir risk. İzleyeceğiz.

Merkezi yönetim iç borç ödeme projeksiyonları, 2025



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları, 2025

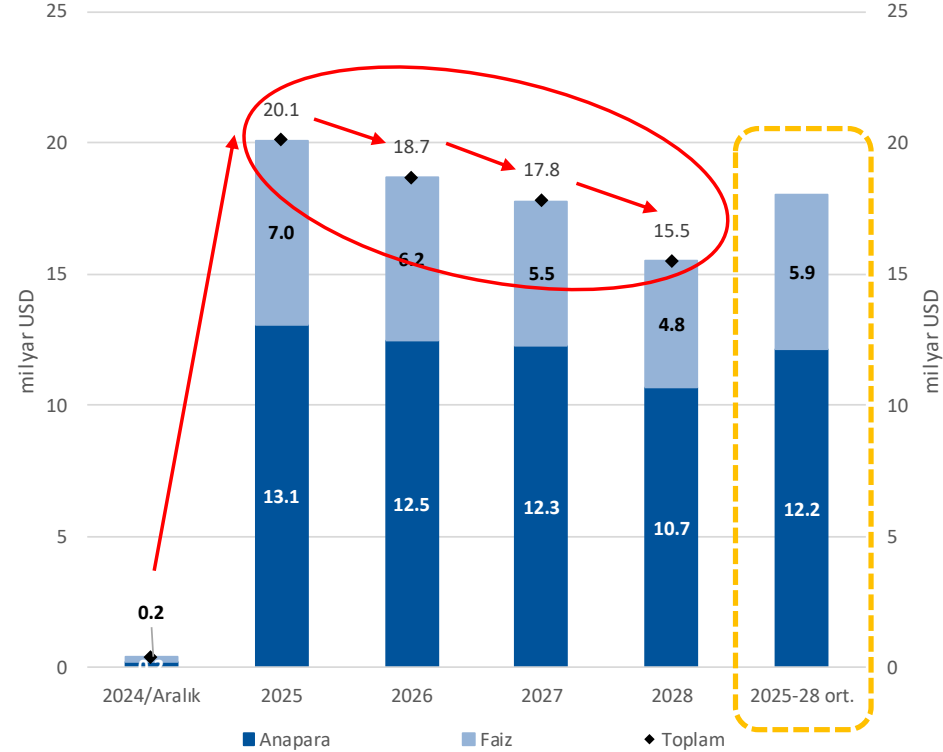


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye

Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden yaptığımız hesaplamalara göre, 2025-28 arası dönemde ortalama dış borç ödeme projeksiyonu \$12.2 milyar anapara ve \$5.9 milyar faiz şeklinde oluşuyor. En yoğun ödeme ise \$20.1 milyar ile 2025. Bir önceki yıl 2024-27 arası dönem için paylaşılan projeksiyon \$12.3 milyar anapara ve \$5.7 milyar faizden şekillenmekteydi.

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları

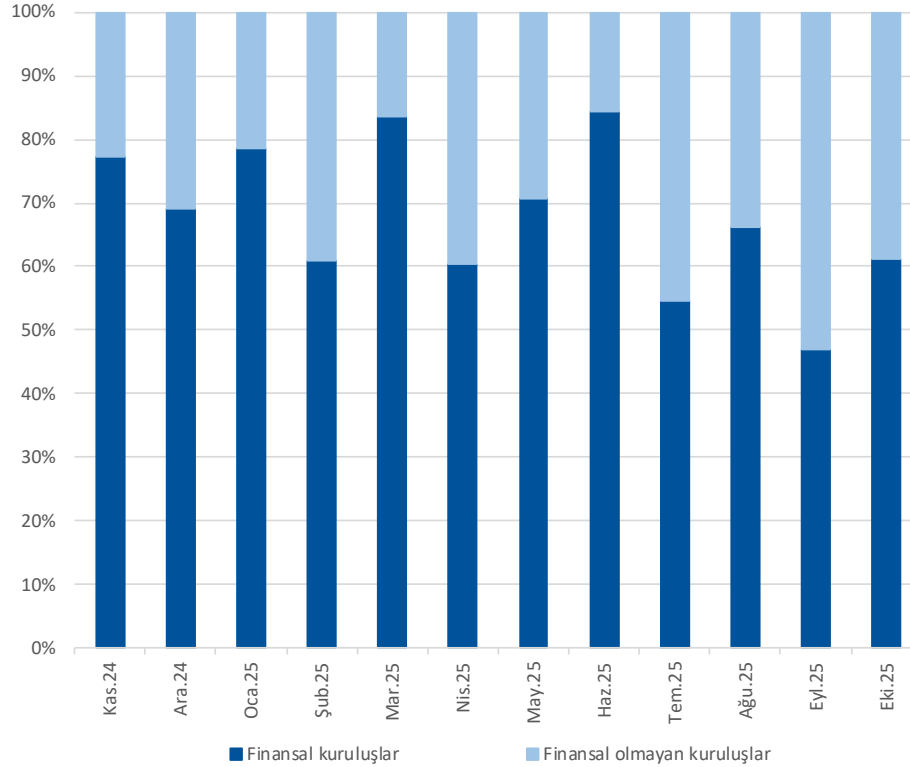


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye

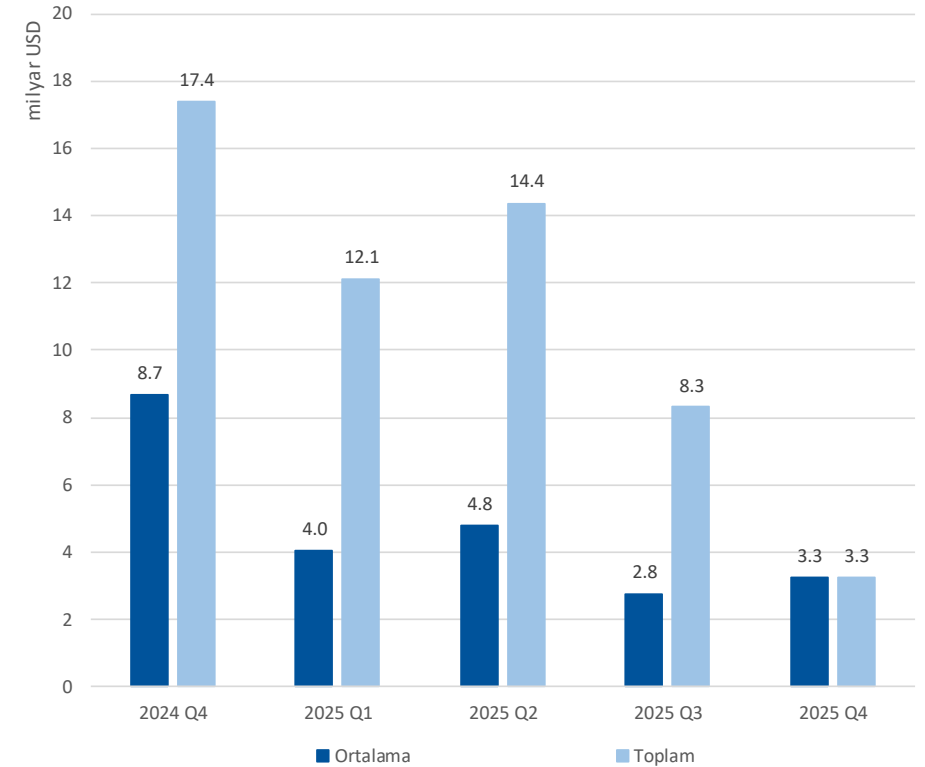
TCMB verilerinden, 1 yıla kadar olan vadede özel sektörün toplam borcunu \$55.4 milyar olarak hesaplıyoruz. \$40 milyarlık kısmı uzun vadeli olarak tanımlanan taraftan geliyor. En yoğun borç ödeme dönemi, eldeki verilerle –Ekim 2025 sonrası henüz mevcut değil- yılın ilk yarısı ve hatta 2Ç.

Özel sektör yurtdışı kredi ödeme dağılımı & takvim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Özel sektörün yurt dışından sağladığı kredi borcunun 1 yıla kadar olan vade dağılımı

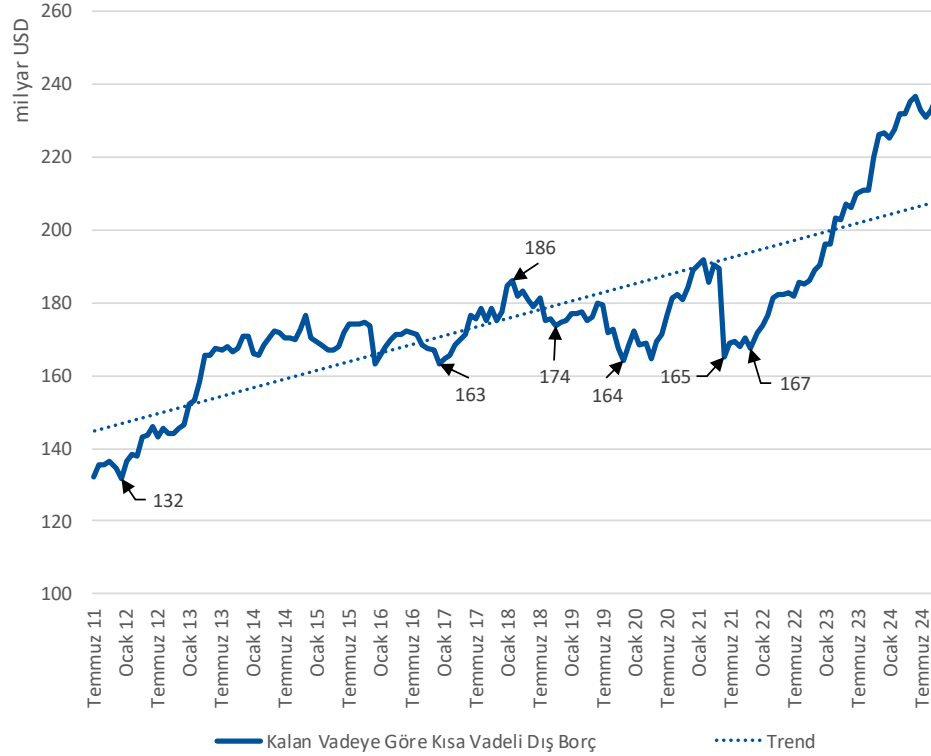


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Türkiye

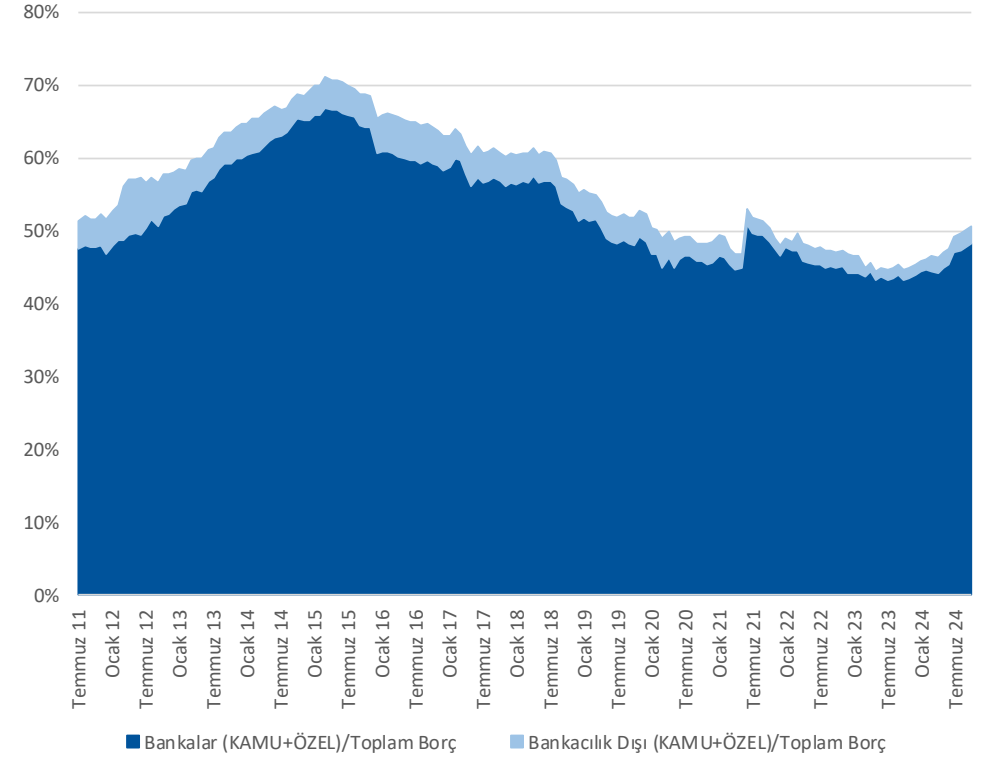
Dış finansmana erişim ve koşullardaki iyileşme kısa vadeli dış borçlanma rakamlarını yukarı taşıdı, \$240 milyar. Finansal kuruluşların payı toplam içerisinde %50'ye yükseldi ve son 2 yılın yükseğinde seyrediyor.

Kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç, bankalar & bankacılık dışı, pay



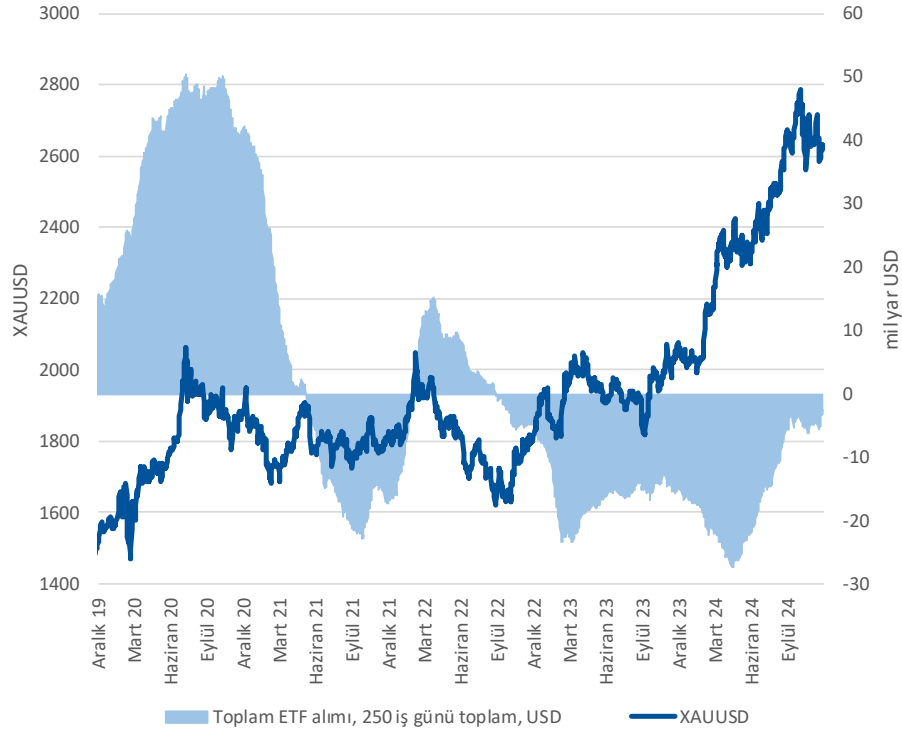
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ Fiyatlamaya performansları

Ons altın

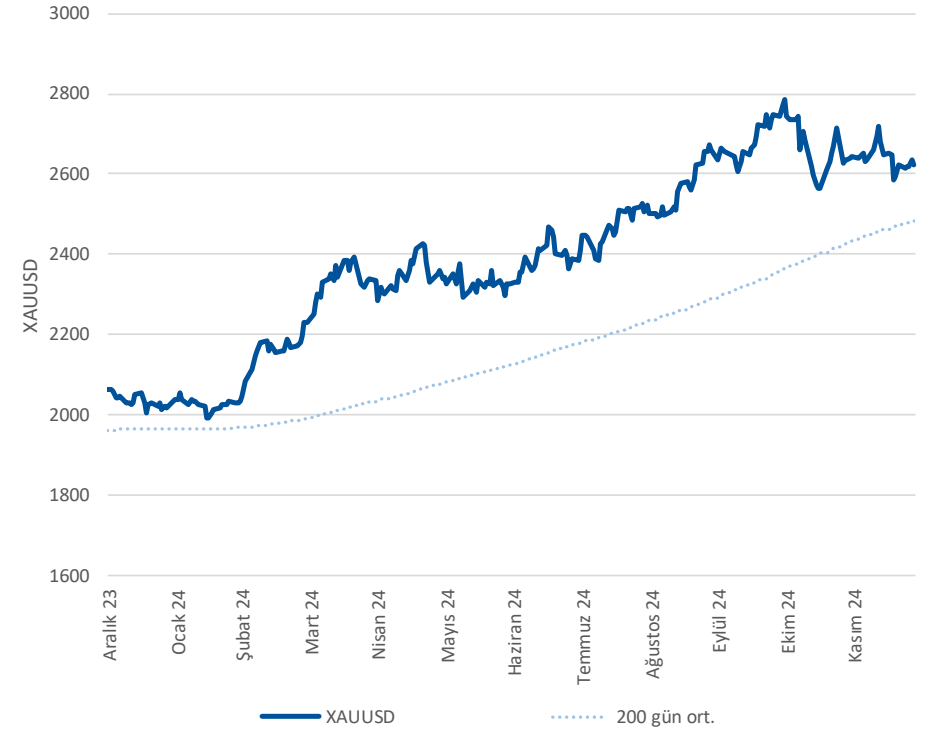
Ons altın fiyatlamalarında temel dinamiklerin değiştiği bir süreçten geçiyoruz. Faizler, nominal-reel ayrımı, korelasyon gibi başlıklarda kopma yaşanıyor. Rusya-Ukrayna savaşı ve devreye alınan yaptırımlar, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının «rezerv çeşitliliği» başlığına odaklanmasına zemin hazırladı. 2024 XAUUSD rallisine ETF'ler katılım göstermedi, spekülatif+merkez bankaları rol üstlendi.

Ons altın & toplam altın ETF, 250 gün değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Ons altın

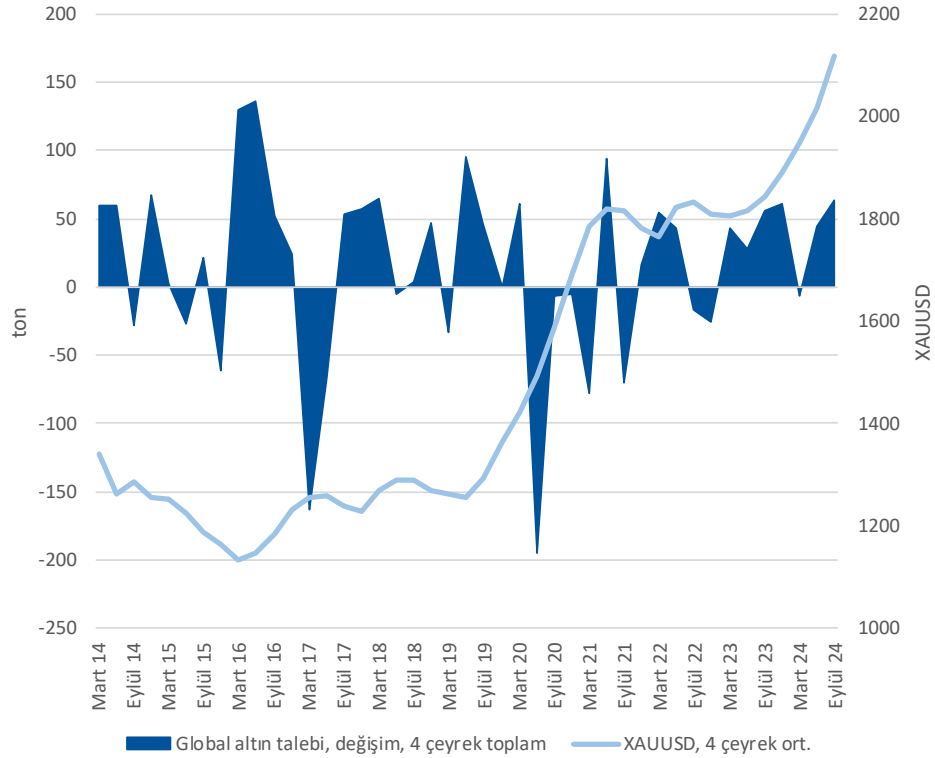


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Ons altın

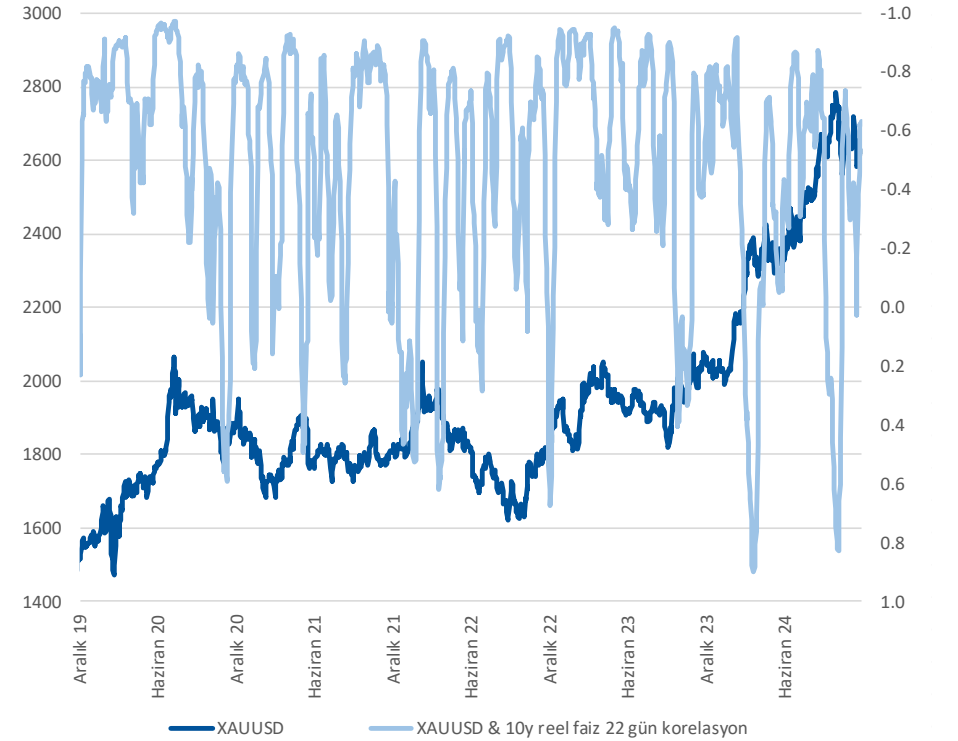
Global merkez bankalarının alımları ve faizlerle korelasyonun zayıflaması.

Çeyrek bazda global altın talebi & XAUUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

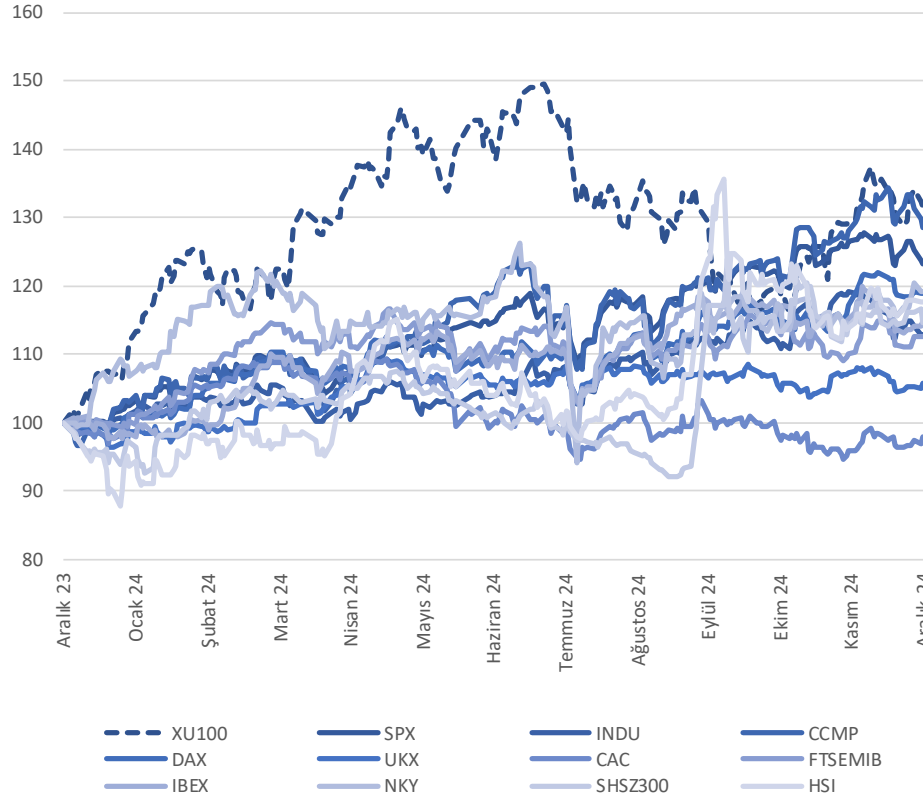
XAUUSD & US 10y reel faiz korelasyon, 22 gün kümülatif

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Korelasyon serisi ters çevrilmiştir.

Hisse senedi endeksleri

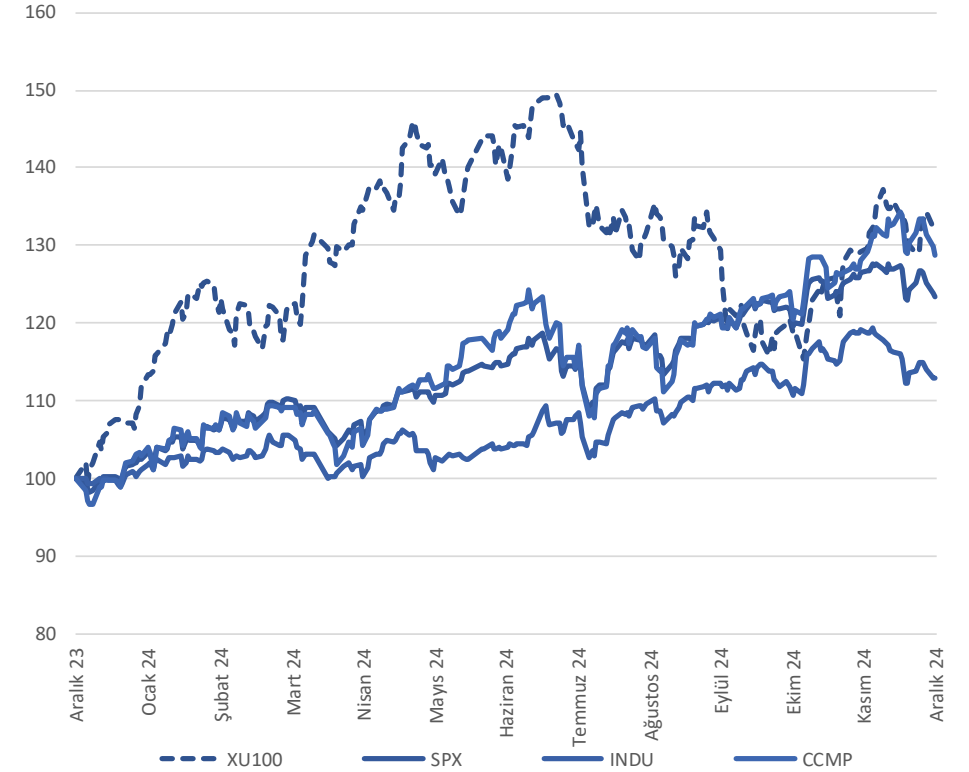
Lokal para birimi bazında takip ettiğimiz endeksler arasında Nasdaq bileşik %29, S&P 500 %23 ile öne çıkarken, Avrupa'da Fransız hisse senetleri kaybetti (-2), Almanya %+19 performansla takip edildi. Japonya ve Çin hisse senetleri sırasıyla %19 ve %14 (SHSZ300) yükseldiler.

XU100 ve seçilmiş gelişmiş ülke borsalarına ait performanslar, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş ABD borsalarına ait performanslar, 2024

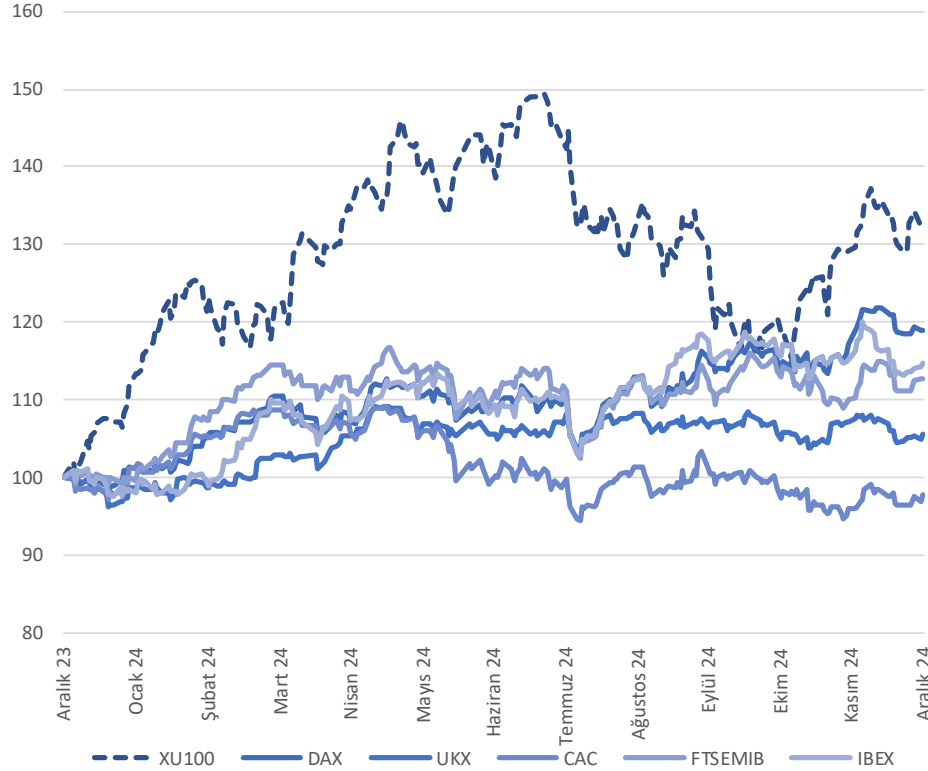


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-seçilmiş Avrupa & GOÜ

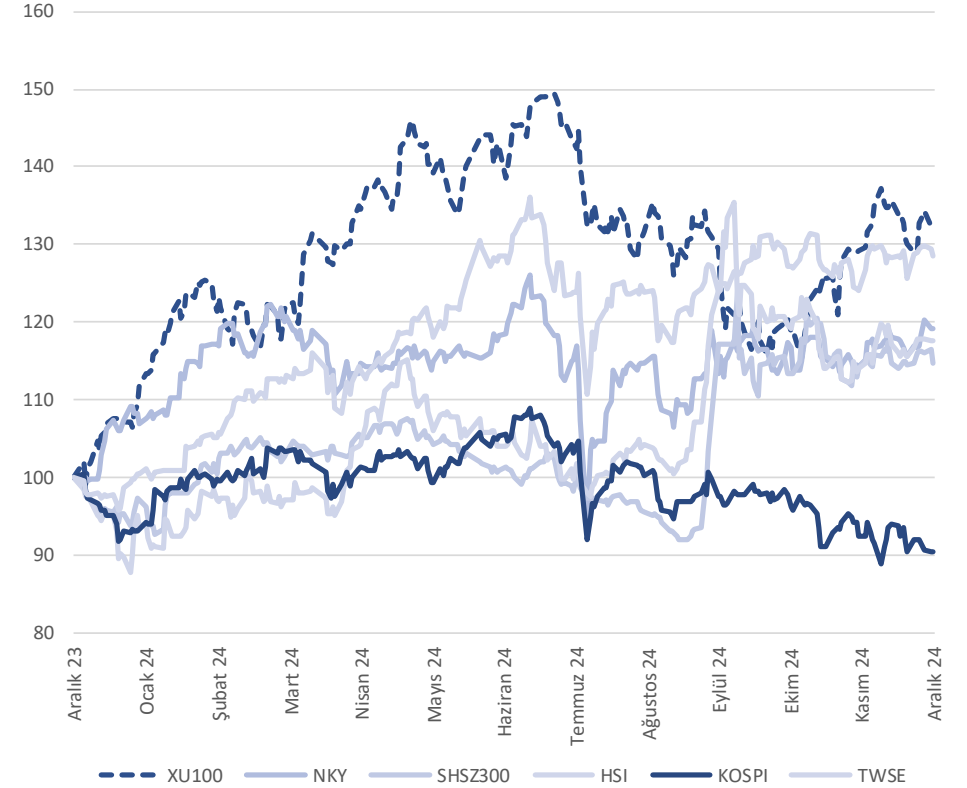
Gelişmekte olan ülke varlıkları arasında Asya kıtasında Tayvan hisseleri +%28 ile dikkat çakti.

XU100 ve seçilmiş Avrupa borsalarına ait performanslar, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş Asya borsalarına ait performanslar, 2024

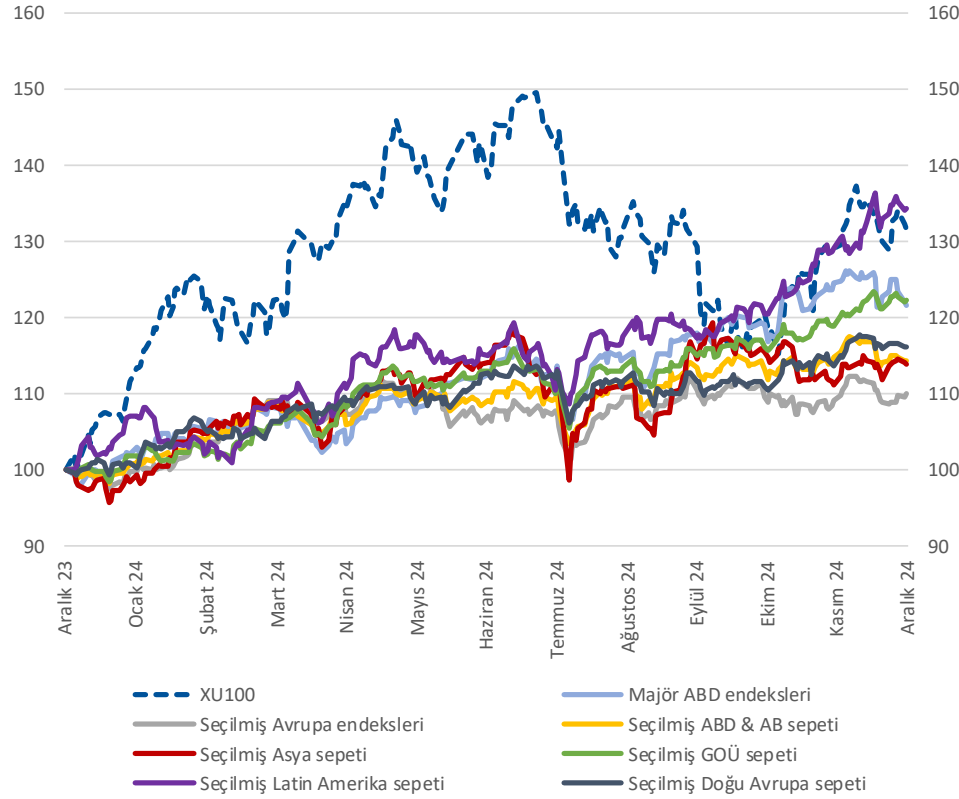


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

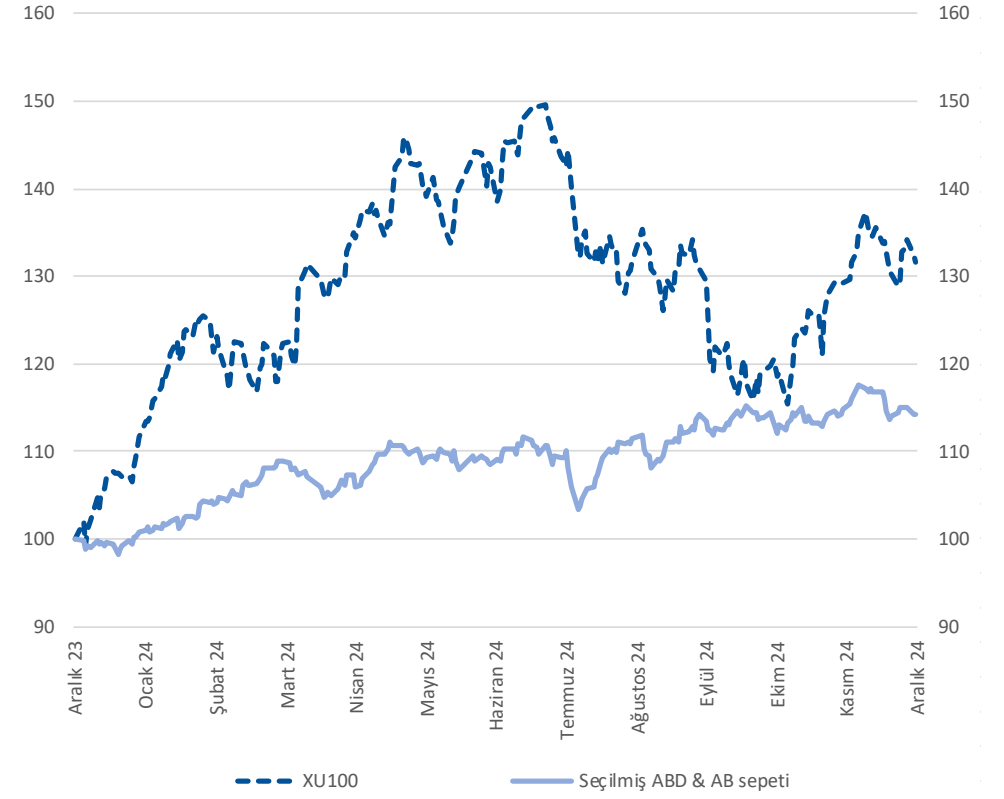
Kendi oluşturduğumuz sepetlerin BIST 100 ile karşılaştırması.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2024

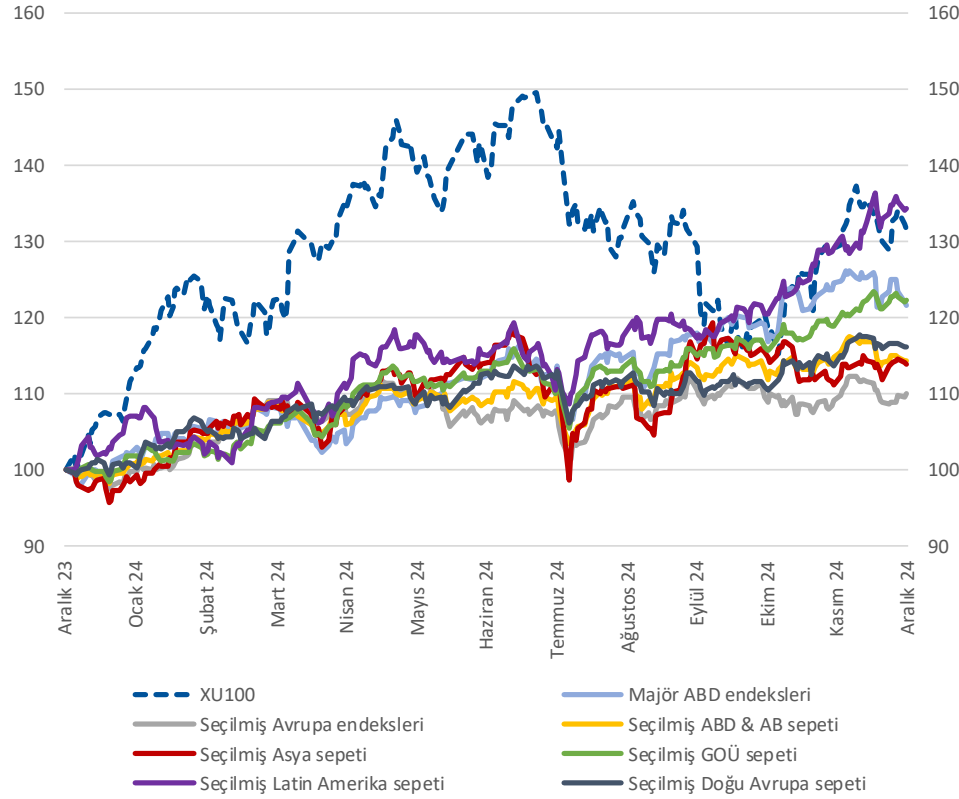


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

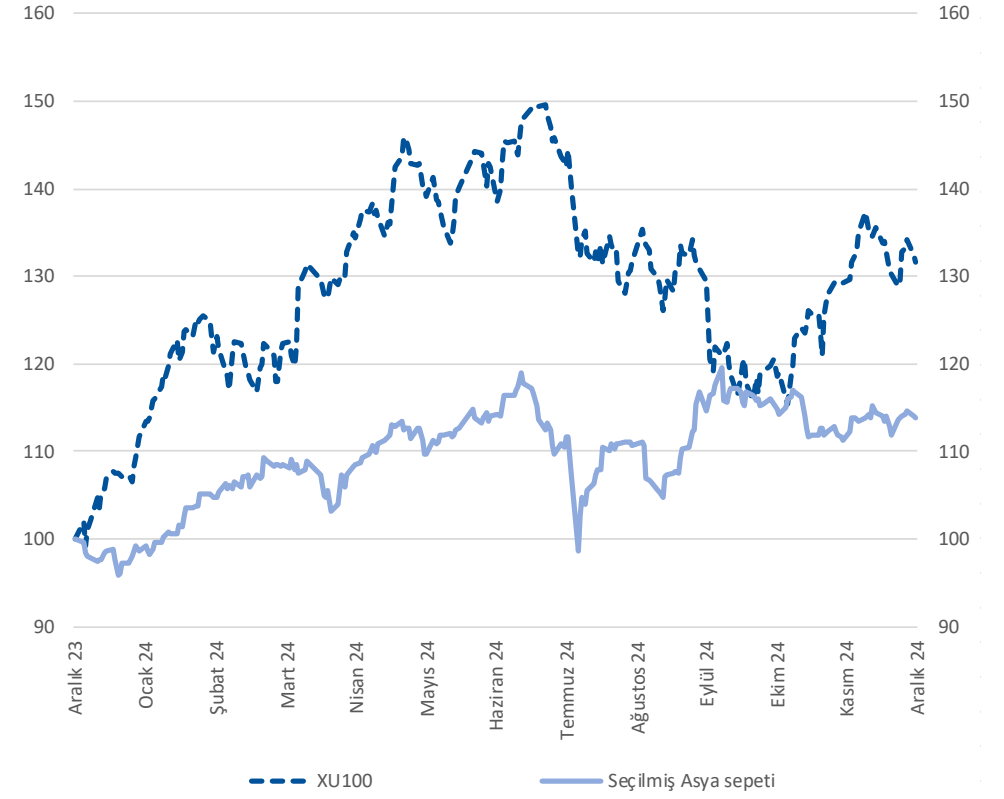
Kendi oluşturduğumuz sepetlerin BIST 100 ile karşılaştırması.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2024

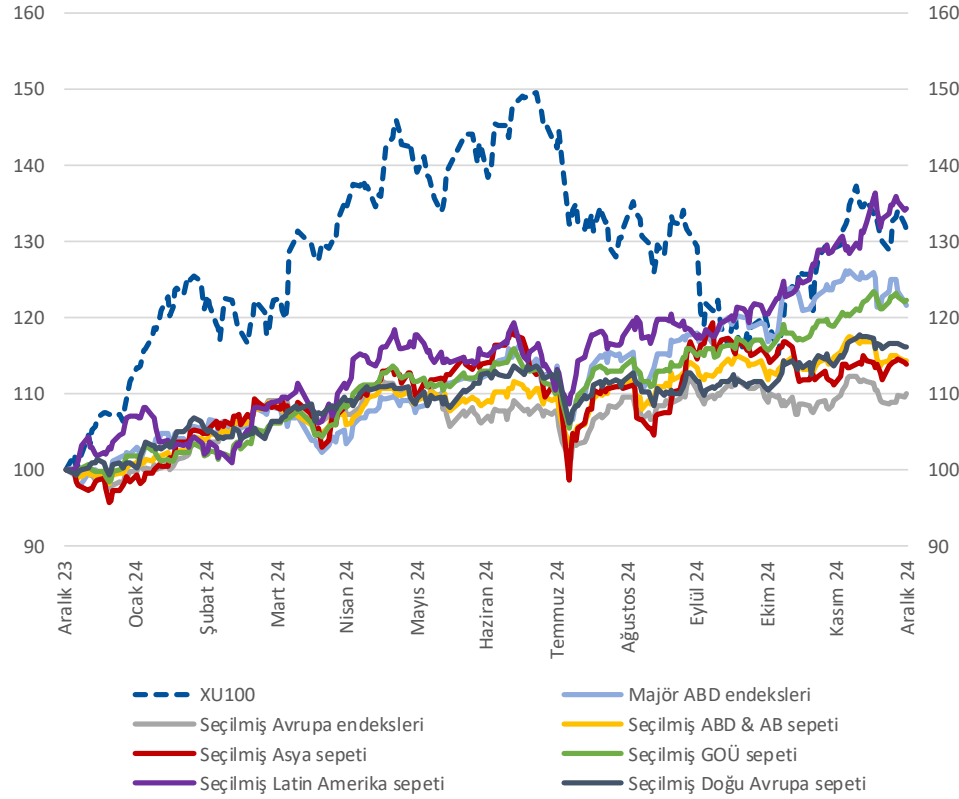


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

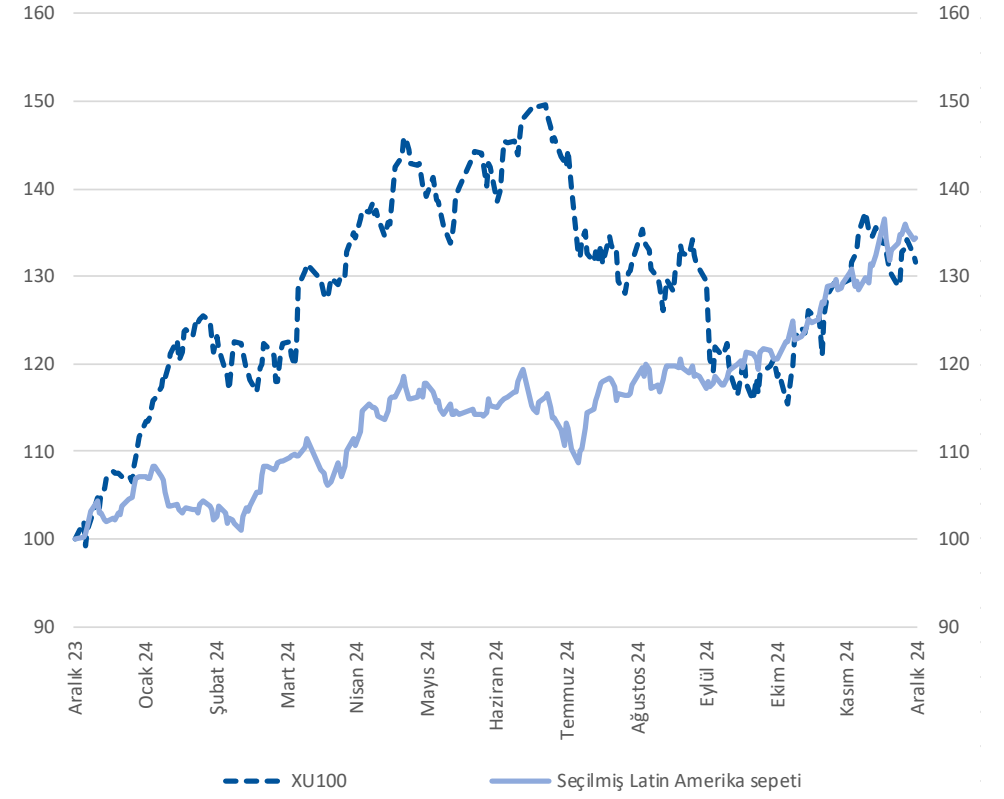
Kendi oluşturduğumuz sepetlerin BIST 100 ile karşılaştırması.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2024

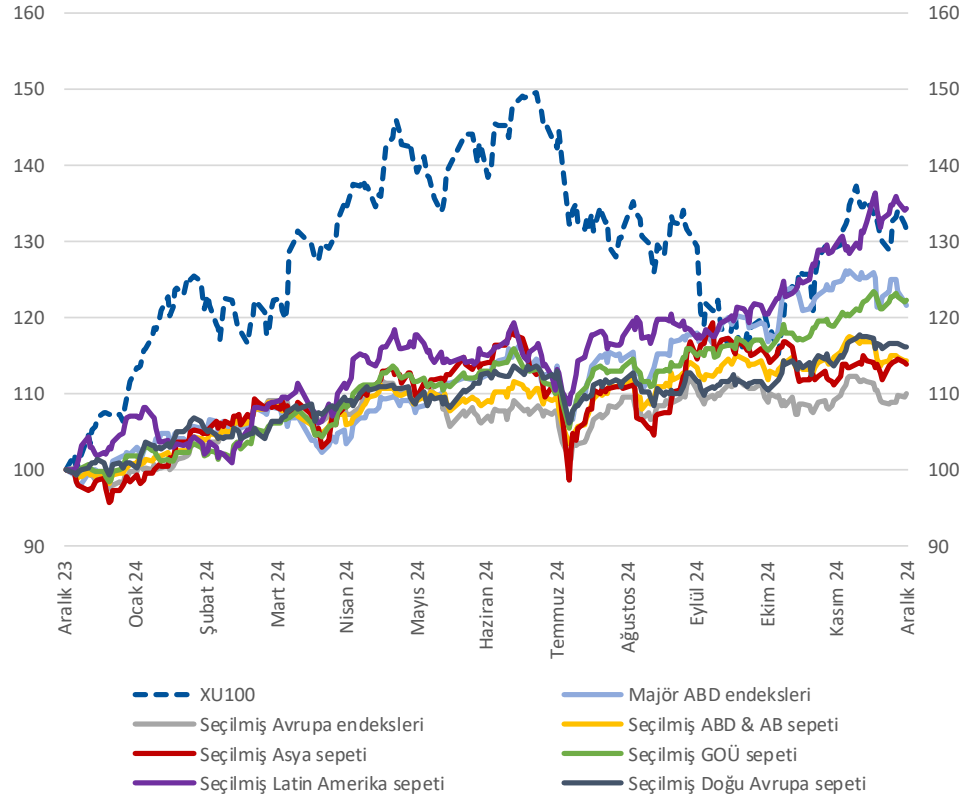


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

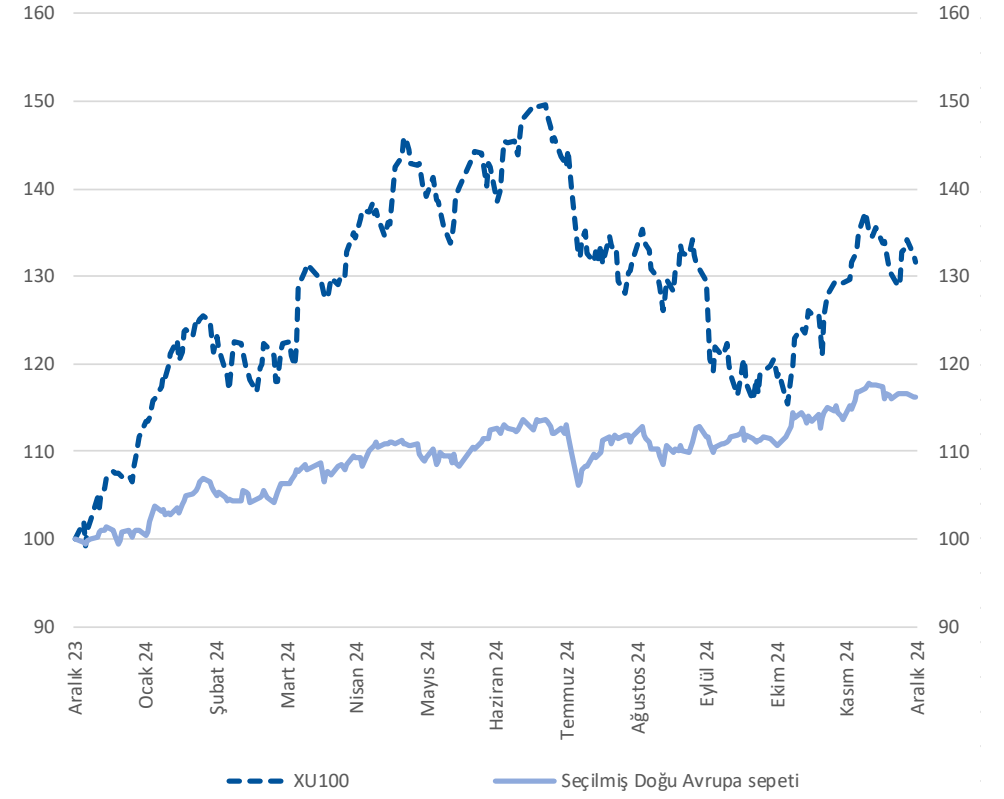
Kendi oluşturduğumuz sepetlerin BIST 100 ile karşılaştırması.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, lokal para birimi, 2024

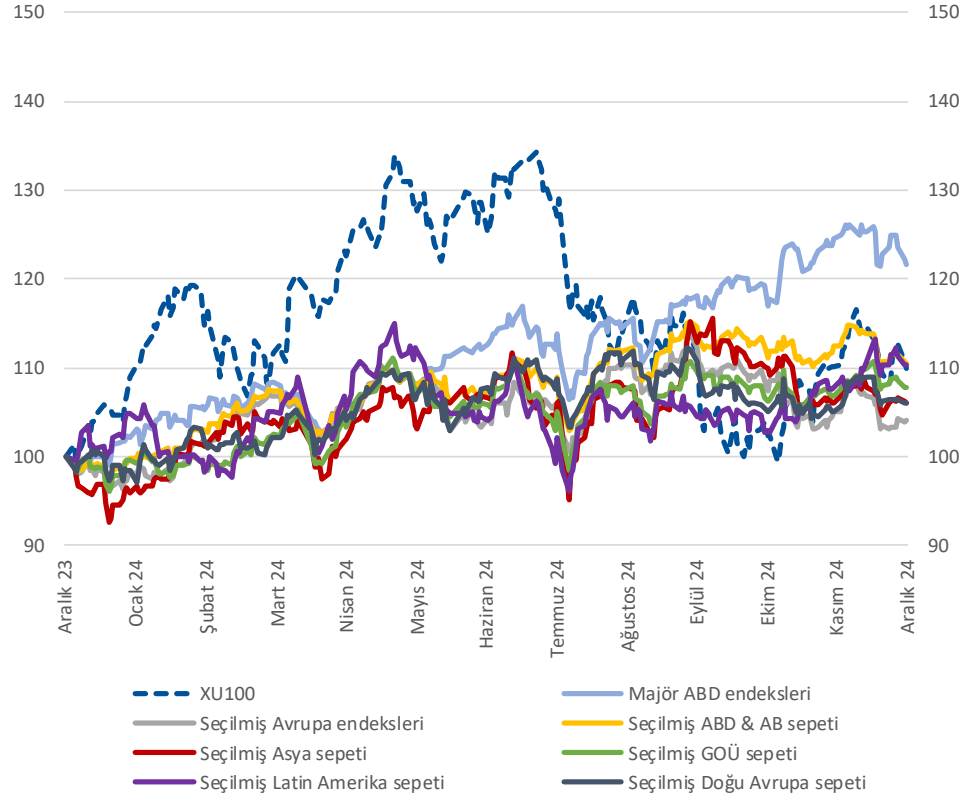


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

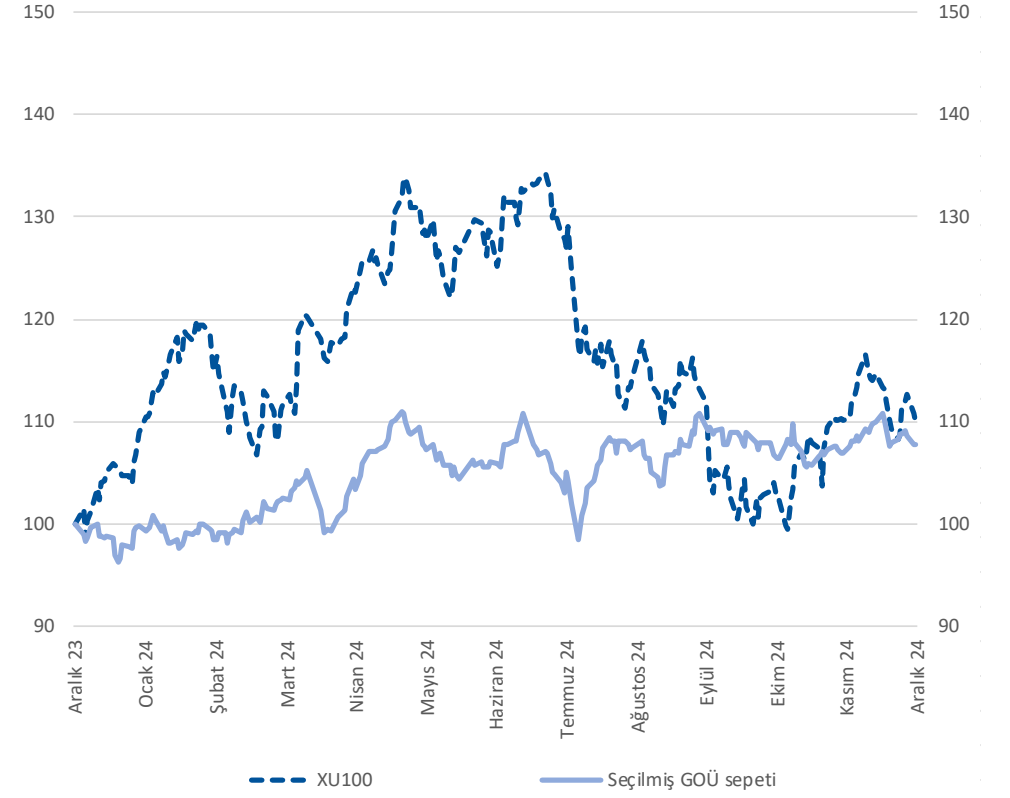
BIST 100 endeksi 2024'te USD bazında %10 kazandırırken, kendi oluşturduğumuz GOÜ sepeti %8 yükseldi.

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, USD, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100 ve seçilmiş bölge borsalarına ait performanslar, USD, 2024

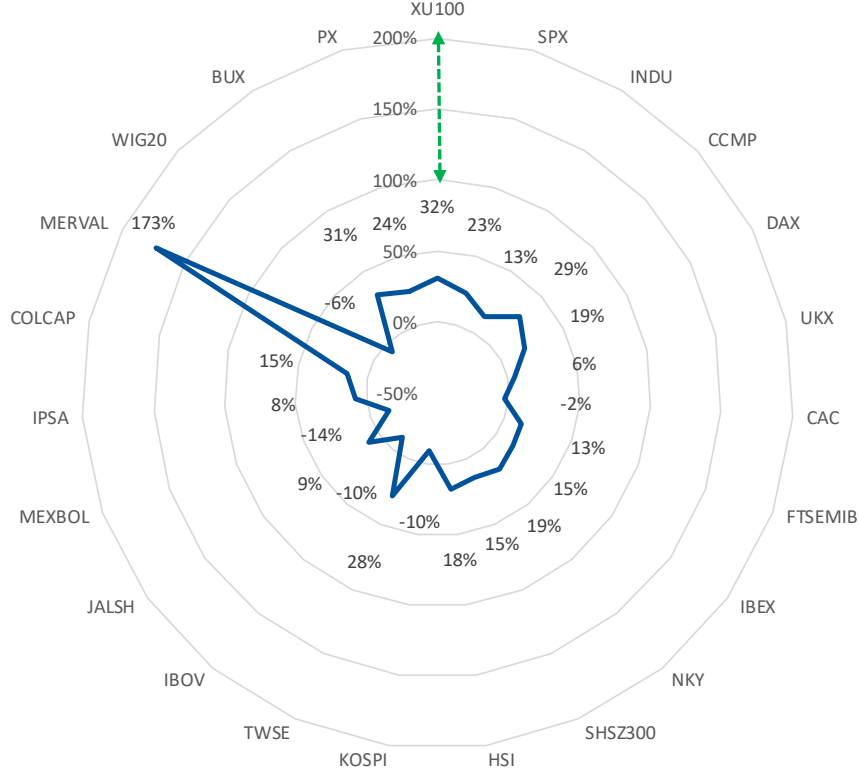


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş varlık sınıflarına ait performanslar

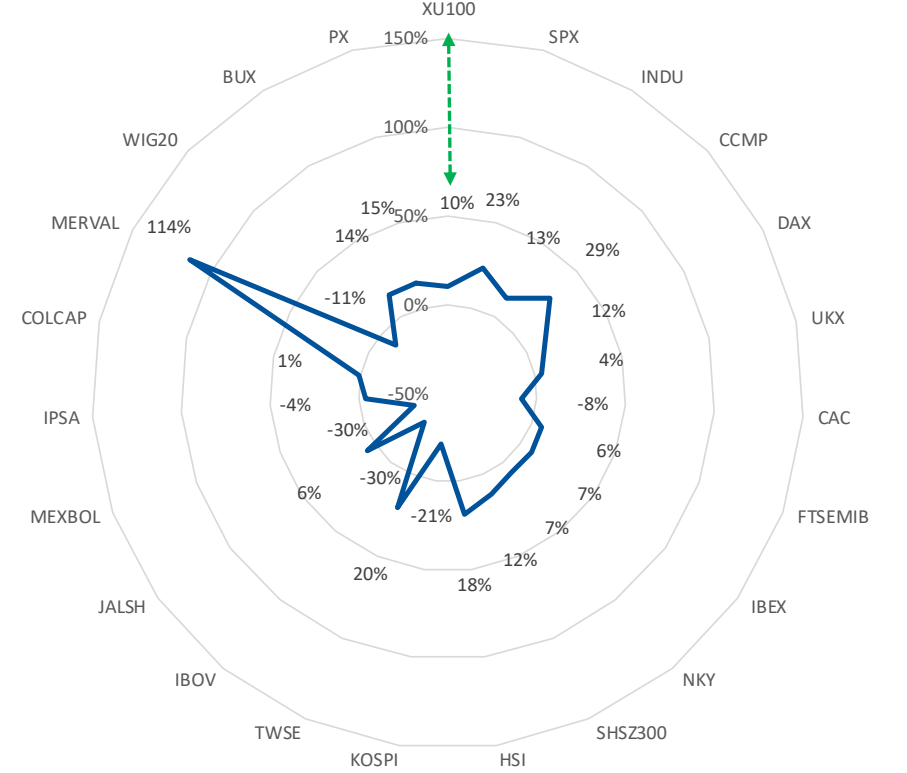
Seçilmiş endekslere ait özet tablo.

XU100 ve seçilmiş endekslere ait yıllık performanslar, lokal para birimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

XU100 ve seçilmiş endekslere ait yıllık performanslar, USD

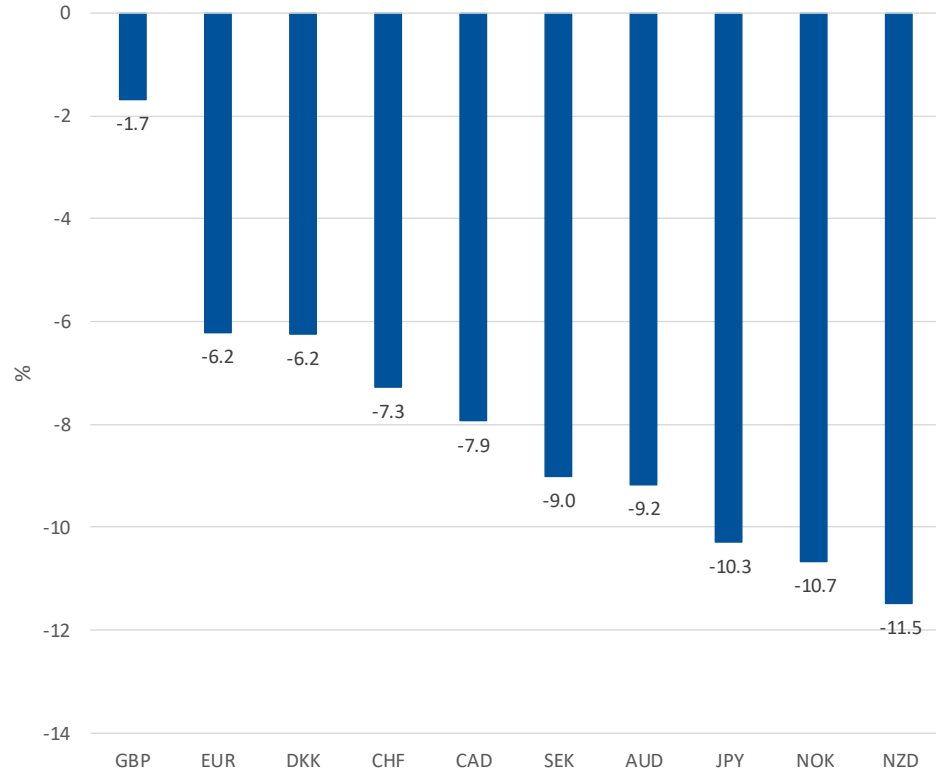


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Çapraz pariteler

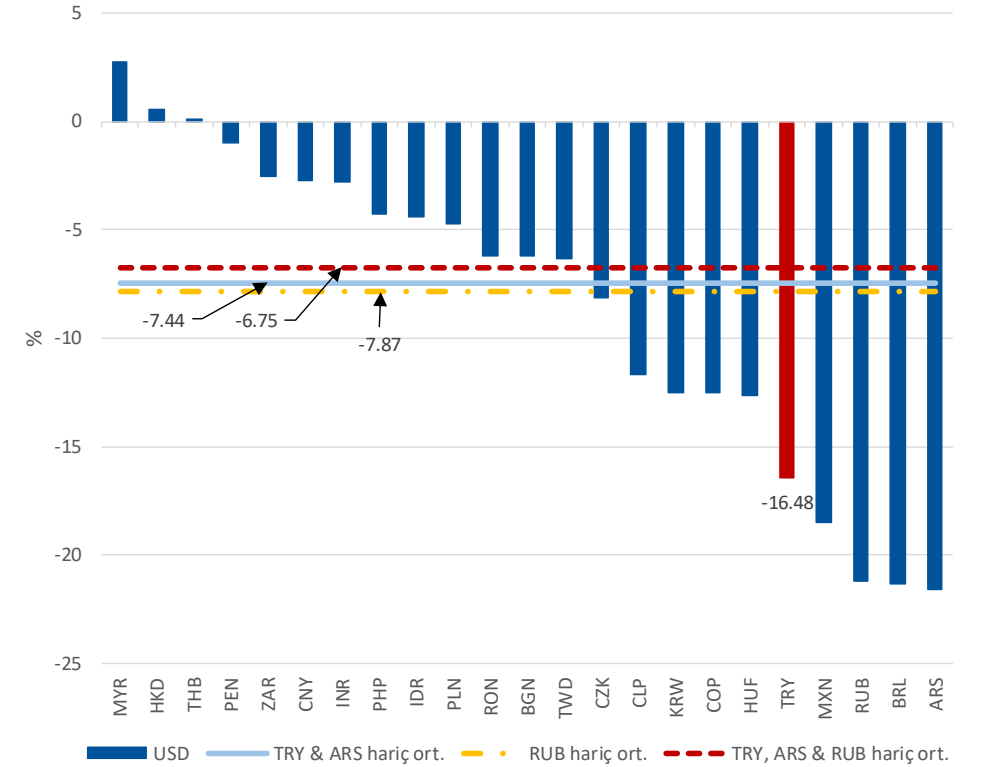
Majör para birimlerinin tamamı USD karşısında değer kaybederken, yıl genelindeki zayıf seyirlerine rağmen listenin son 2 sırasında EUR ve GBP yer aldı. GBP, enflasyon ve para politikasına yönelik farklı beklentilerle G10 içerisinde en az hasar alan üye oldu. Liradaki kan kaybı da çok büyük oranda durdu. Politika faizinin doğru noktada belirlenmesi ve reel faizin sağladığı alan tampon oluşturdu.

G10 FX performansı, USD çapraz, 29/12/23-31/12/24



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

GOÜ FX performansı, USD çapraz, 29/12/23-31/12/24

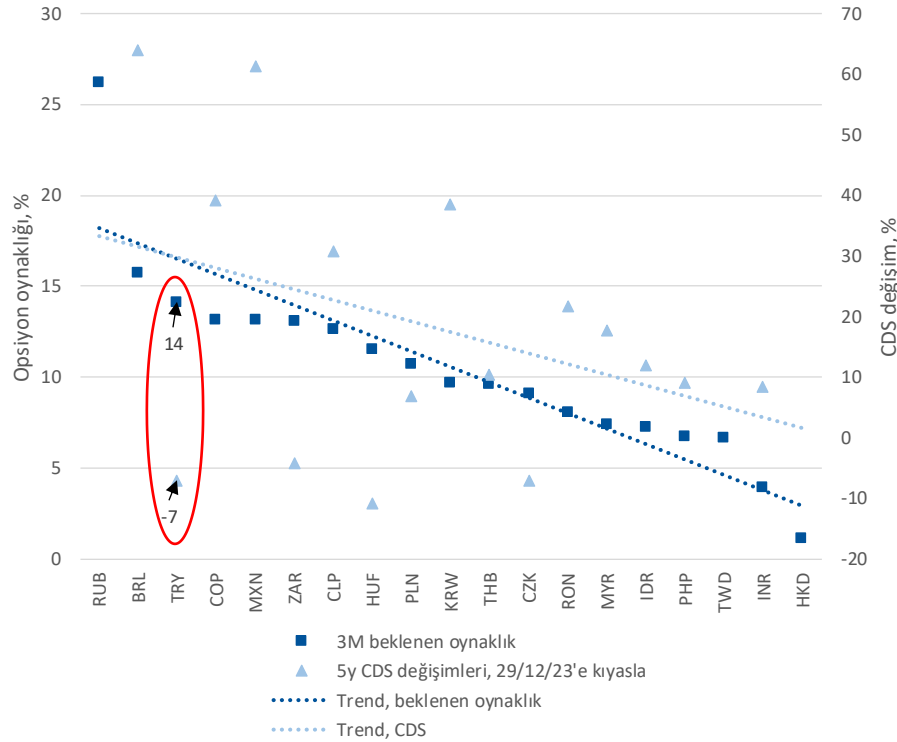


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Beklenen kur oynaklığı & CDS

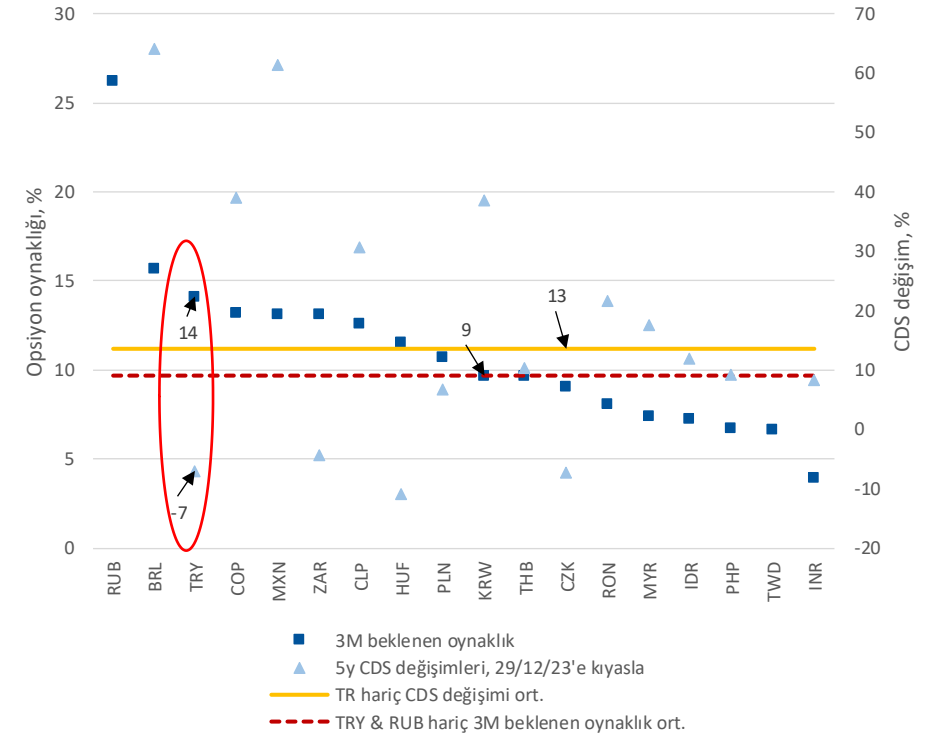
Lira, yıllık değişim nezdinde ülke risk primini aşağı çekmeyi başaran az sayıda GOÜ üyesinden birisi oldu. Mayıs 2023 sonrasında devreye alınan politikaların etkisi ve yüksek seviyelerden gelinmesi bu süreçte etkiliydi. Kurdaki sınırlı değer kaybının etkisi kısa vadeli beklenen oynaklık değerlerine yansırken, buna rağmen CDS'teki azalıştan aldığı destekle çok az etkilendi.

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 31/12/24 kapanış



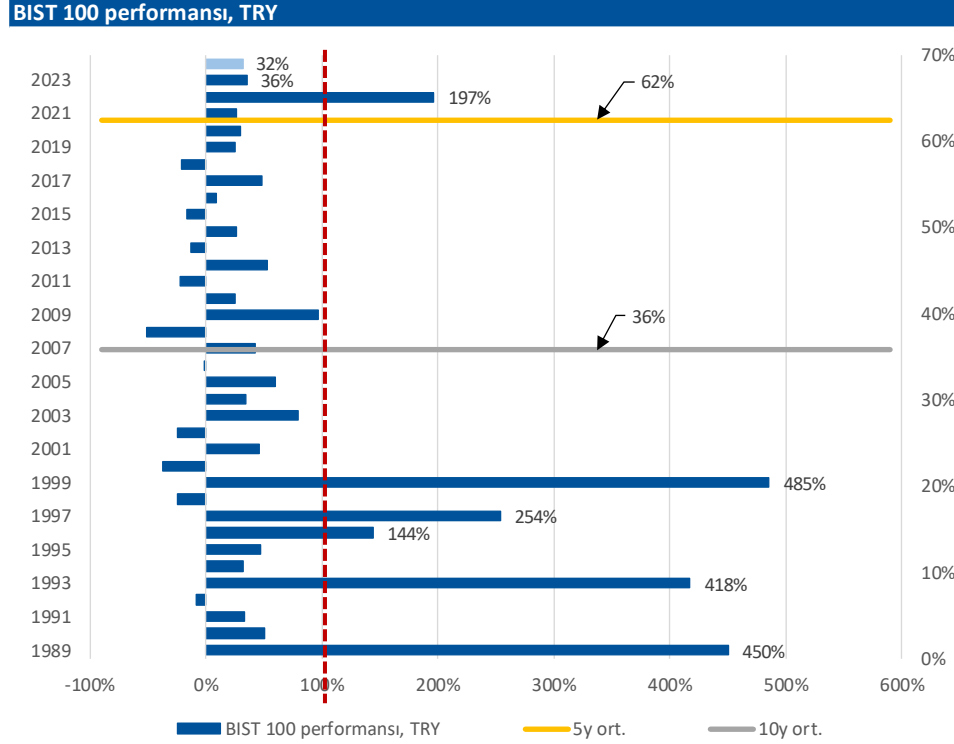
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 31/12/24 kapanış

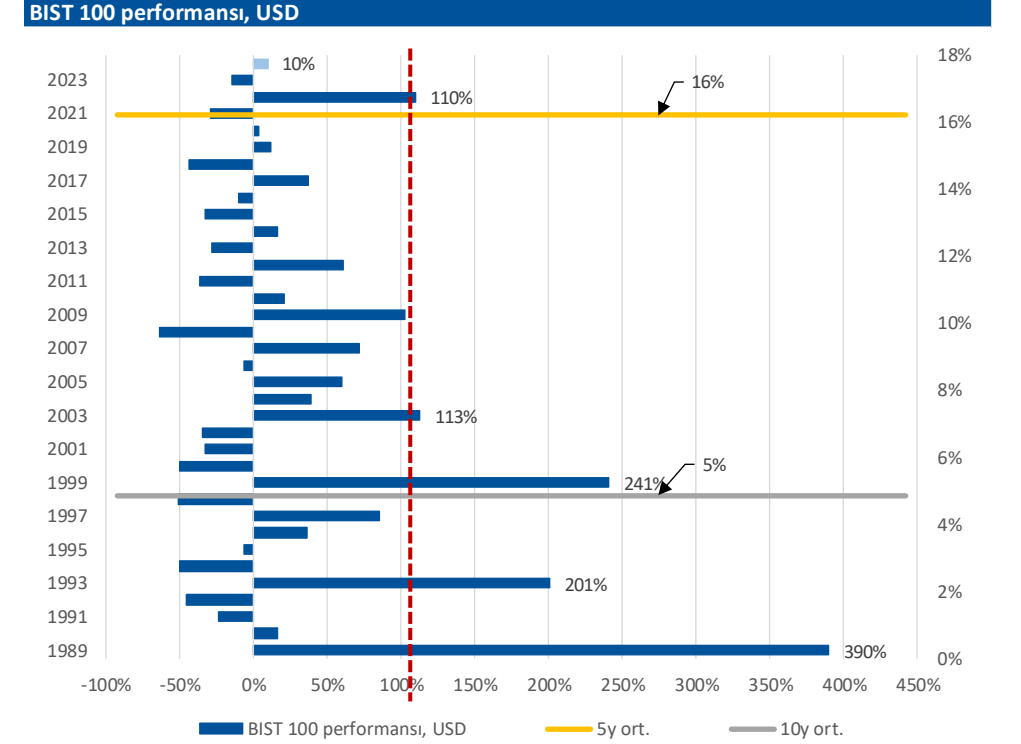


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

1989-2024 döneminde TRY & USD BIST 100 performansları



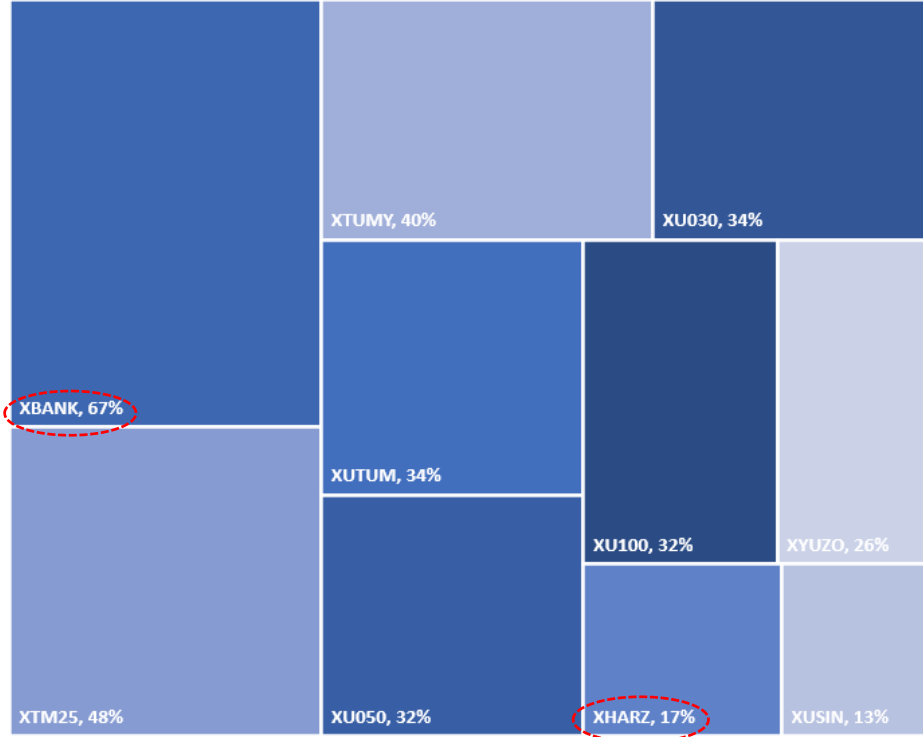
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

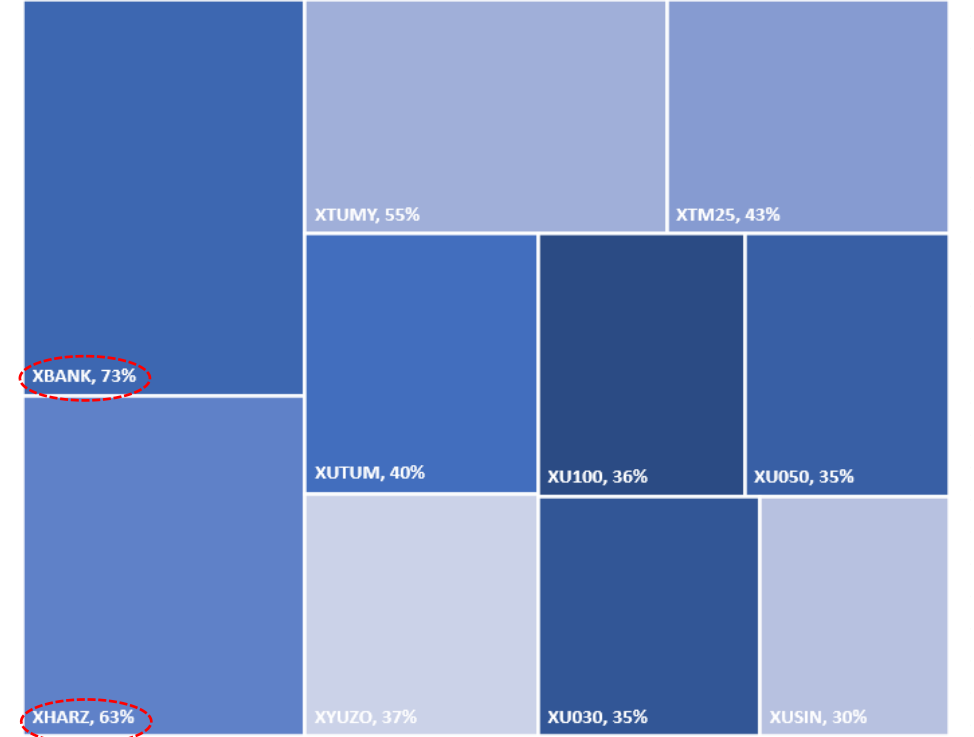
2024-23 karşılaştırmalı BIST endeks performansları

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık performanslar (TRY), 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

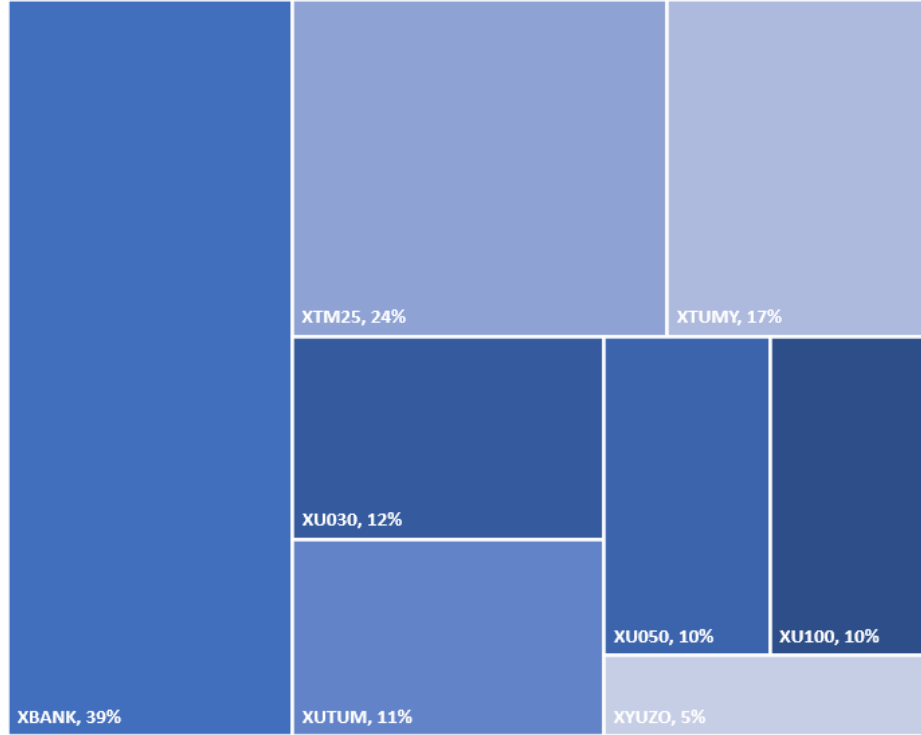
Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık performanslar (TRY), 2023



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

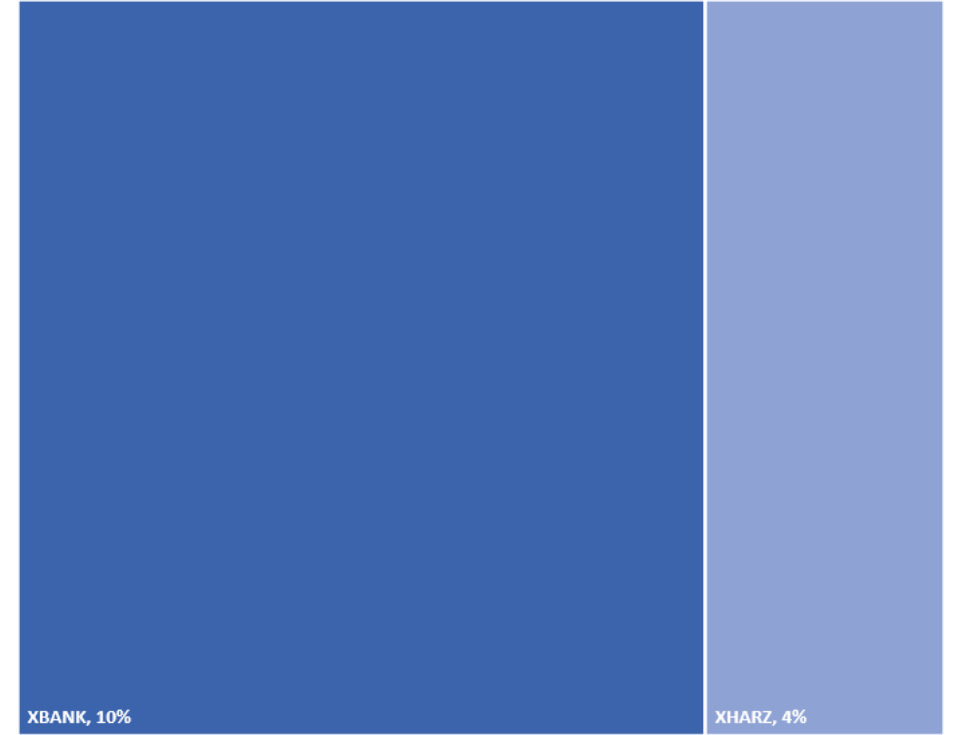
2024-23 karşılaştırmalı BIST endeks performansları

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık performanslar (USD), 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık performanslar (USD), 2023



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Son 15 yılda seçilmiş BIST endekslerine ait performanslar

Son 15 yılda Borsa İstanbul'da endeks bazlı piyasa evrim süreci (TRY performansına göre)

| Seçilmiş endeks | Son 15 yılda Borsa İstanbul'da endeks bazlı piyasa evrim süreci (TRY performansına göre) | | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | |
| XU030 | 21% | -24% | 58% | -16% | 29% | -18% | 9% | 49% | -20% | 21% | 18% | 24% | 194% | 35% | 34% | |
| XU100 | 25% | -22% | 53% | -13% | 26% | -16% | 9% | 48% | -21% | 25% | 29% | 26% | 197% | 36% | 32% | |
| XBANK | 20% | -31% | 65% | -25% | 30% | -25% | 8% | 32% | -31% | 36% | -3% | 2% | 215% | 73% | 67% | |
| XUSIN | 39% | -8% | 34% | -4% | 26% | -8% | 15% | 55% | -19% | 33% | 68% | 45% | 162% | 30% | 13% | |
| XHARZ | | -13% | 38% | 45% | -2% | 4% | 3% | 41% | -28% | 60% | 197% | 112% | 267% | 63% | 17% | |
| XUTUM | 27% | -22% | 50% | -12% | 26% | -14% | 9% | 47% | -21% | 30% | 40% | 25% | 195% | 40% | 34% | |
| XYUZO | 41% | -14% | 29% | -2% | 16% | -9% | 7% | 42% | -27% | 44% | 69% | 29% | 205% | 37% | 26% | |
| XTUMY | 51% | -17% | 24% | 2% | 24% | 10% | 7% | 35% | -22% | 76% | 125% | 24% | 184% | 55% | 40% | |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

XHARZ: halka arz endeksi, XYUZO: BIST 100-30, XTUMY: BIST TUM-100

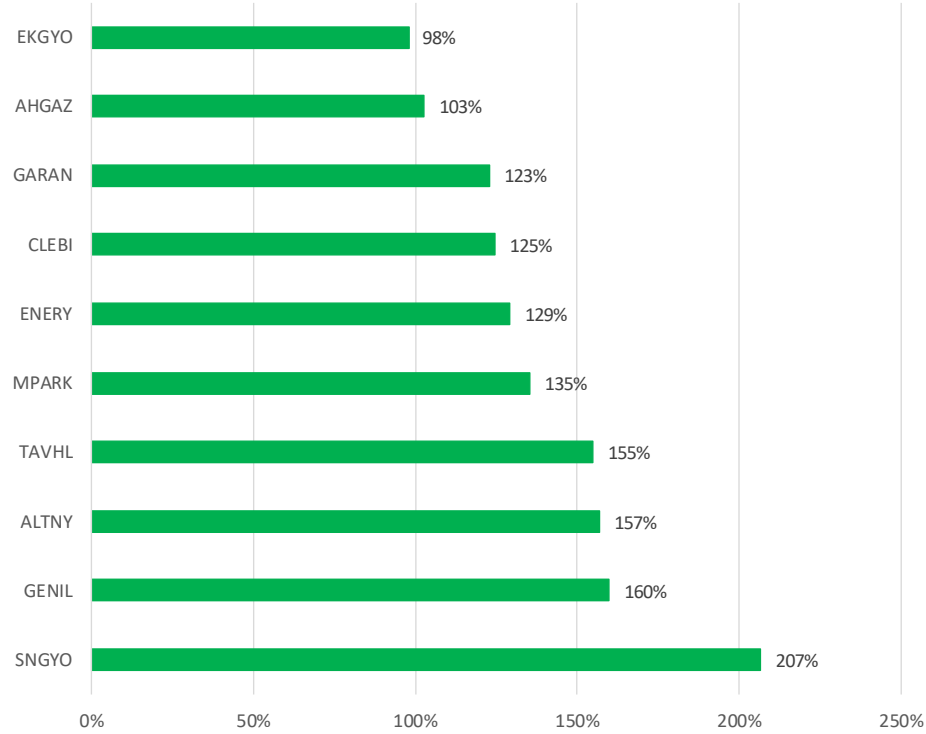
Seçilmiş hisse senetlerinin yıllar itibarıyla BIST 100 endeks ağırlıkları

| Yıl | AKBNK | GARAN | YKBNK | THYAO | PGSUS | TCELL | TTKOM | KCHOL | SAHOL | TUPRS | BIMAS | EREGL | KRDMD |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aralık 12 | 10.2% | 12.9% | 2.8% | 2.5% | | 4.3% | 2.1% | 3.6% | 6.1% | 4.2% | 5.4% | 1.7% | 0.5% |
| Aralık 13 | 8.2% | 10.5% | 2.2% | 3.3% | 1.0% | 4.8% | 2.1% | 3.7% | 5.8% | 3.9% | 6.0% | 2.1% | 0.5% |
| Aralık 14 | 8.7% | 11.4% | 1.5% | 4.0% | 0.7% | 4.7% | 2.0% | 4.1% | 5.5% | 4.1% | 5.5% | 3.0% | 0.9% |
| Aralık 15 | 9.3% | 9.5% | 1.7% | 3.3% | 0.4% | 5.1% | 1.6% | 4.1% | 4.9% | 5.7% | 6.2% | 3.4% | 0.5% |
| Aralık 16 | 9.8% | 9.3% | 1.6% | 2.1% | 0.3% | 4.5% | 1.5% | 4.5% | 5.0% | 5.3% | 5.4% | 5.2% | 0.5% |
| Aralık 17 | 8.2% | 8.7% | 1.4% | 4.4% | 0.5% | 6.7% | 1.2% | 4.1% | 4.0% | 6.1% | 5.7% | 6.7% | 0.9% |
| Aralık 18 | 6.9% | 7.8% | 1.2% | 5.4% | 0.4% | 6.3% | 0.9% | 3.8% | 3.2% | 7.0% | 7.6% | 5.8% | 0.7% |
| Aralık 19 | 8.4% | 8.5% | 1.4% | 3.7% | 1.2% | 5.7% | 1.3% | 4.2% | 3.3% | 5.9% | 6.4% | 5.7% | 0.7% |
| Aralık 20 | 5.2% | 5.8% | 2.2% | 2.5% | 0.8% | 5.4% | 1.1% | 3.3% | 3.2% | 3.7% | 7.8% | 7.1% | 1.1% |
| Aralık 21 | 4.2% | 4.9% | 1.9% | 2.9% | 0.7% | 4.7% | 0.9% | 3.4% | 2.8% | 3.9% | 4.7% | 10.0% | 1.3% |
| Aralık 22 | 3.9% | 1.3% | 2.2% | 7.1% | 1.5% | 3.3% | 0.8% | 3.3% | 3.2% | 4.9% | 3.6% | 5.0% | 0.9% |
| Aralık 23 | 4.9% | 1.7% | 3.2% | 8.0% | 1.4% | 3.4% | 0.6% | 4.0% | 3.1% | 6.9% | 5.7% | 3.5% | 0.8% |
| Aralık 24 | 6.4% | 2.7% | 3.7% | 7.0% | 1.7% | 4.0% | 0.7% | 3.6% | 3.8% | 4.9% | 6.9% | 3.0% | 0.7% |
| Min. | 3.9% | 1.3% | 1.2% | 2.1% | 0.3% | 3.3% | 0.6% | 3.3% | 2.8% | 3.7% | 3.6% | 1.7% | 0.5% |
| Max. | 10.2% | 12.9% | 3.7% | 8.0% | 1.7% | 6.7% | 2.1% | 4.5% | 6.1% | 7.0% | 7.8% | 10.0% | 1.3% |
| Ort. | 7.3% | 7.3% | 2.1% | 4.3% | 0.9% | 4.8% | 1.3% | 3.8% | 4.1% | 5.1% | 5.9% | 4.8% | 0.8% |
| Medyan | 8.2% | 8.5% | 1.9% | 3.7% | 0.7% | 4.7% | 1.2% | 3.8% | 3.8% | 4.9% | 5.7% | 5.0% | 0.7% |
| 07.01.2025 | 6.4% | 2.7% | 3.7% | 7.2% | 1.7% | 4.1% | 0.7% | 3.7% | 3.9% | 4.9% | 6.8% | 2.9% | 0.7% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

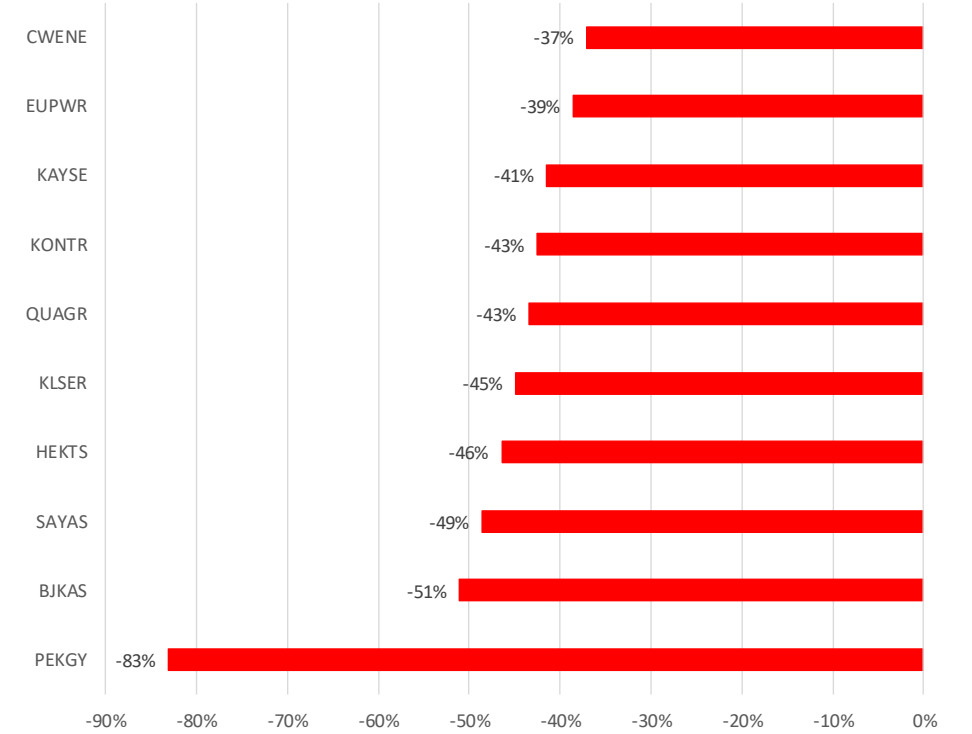
Karşılaştırmalı hisse senedi performansları

BIST 100 endeksinde en iyi performansa sahip ilk 10 hisse



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet Hesaplama için yıl kapanışındaki BIST 100 endeksi baz alınmıştır.
Halka arz hisseleri için halka arz fiyatları baz alınmıştır.

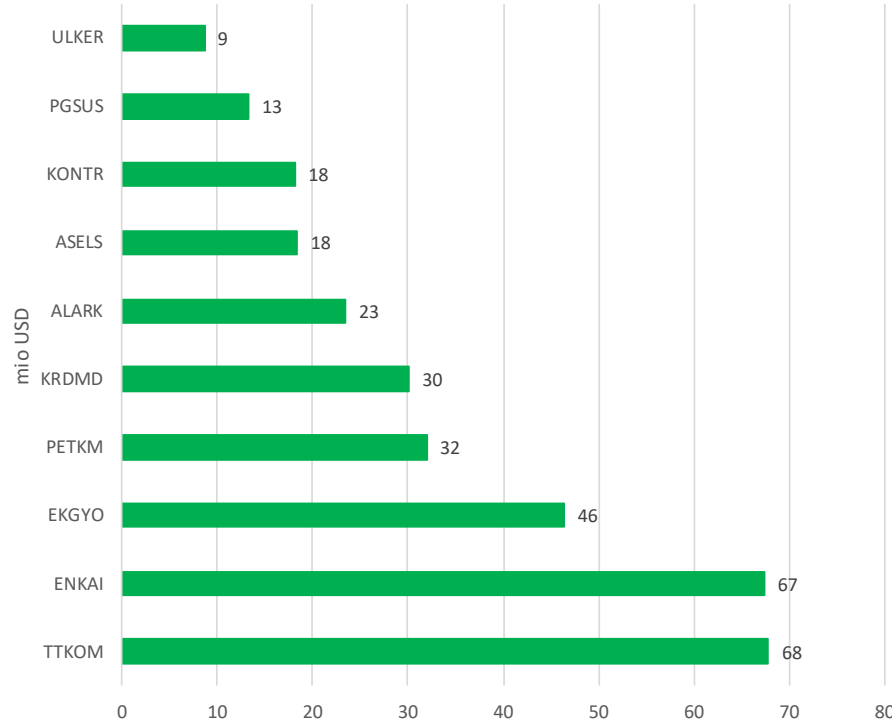
BIST 100 endeksinde en zayıf performansa sahip ilk 10 hisse



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet Hesaplama için yıl kapanışındaki BIST 100 endeksi baz alınmıştır.
Halka arz hisseleri için halka arz fiyatları baz alınmıştır.

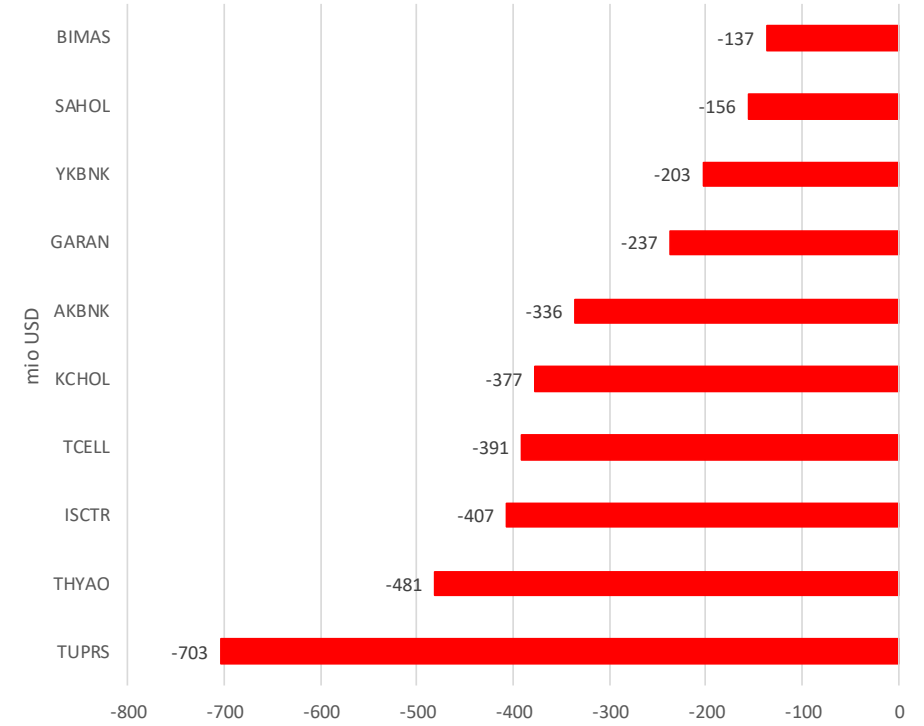
Karşılaştırmalı hisse senedi net yabancı işlemleri

Yıl geneli yabancı işlemlerinde net alım pozisyonunda yer alan BIST 30 şirketleri, ilk 10



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST
BIST 30 listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

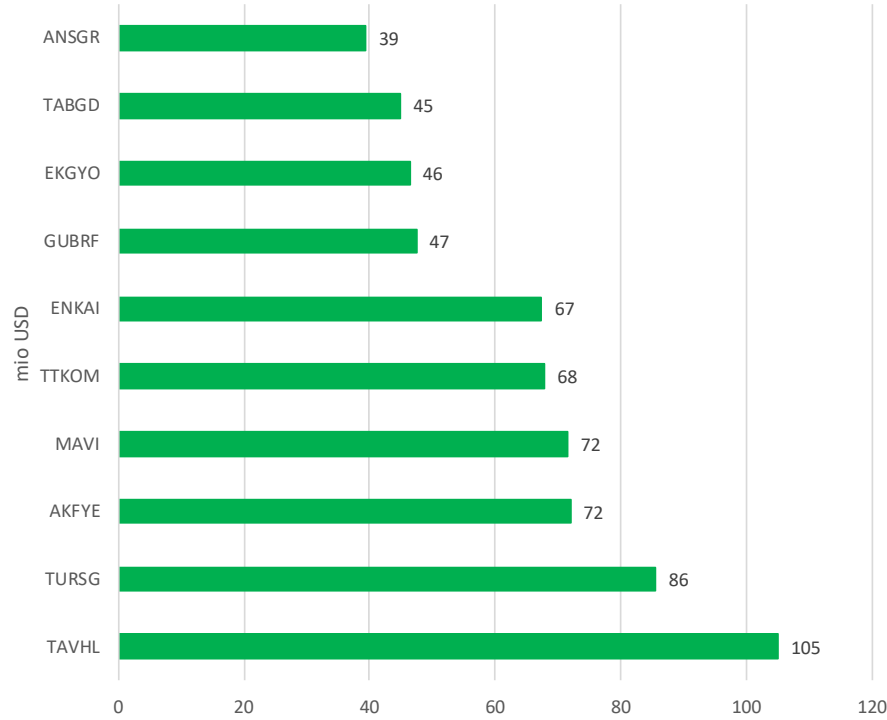
Yıl geneli yabancı işlemlerinde net satım pozisyonunda yer alan BIST 30 şirketleri, ilk 10



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST
BIST 30 listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

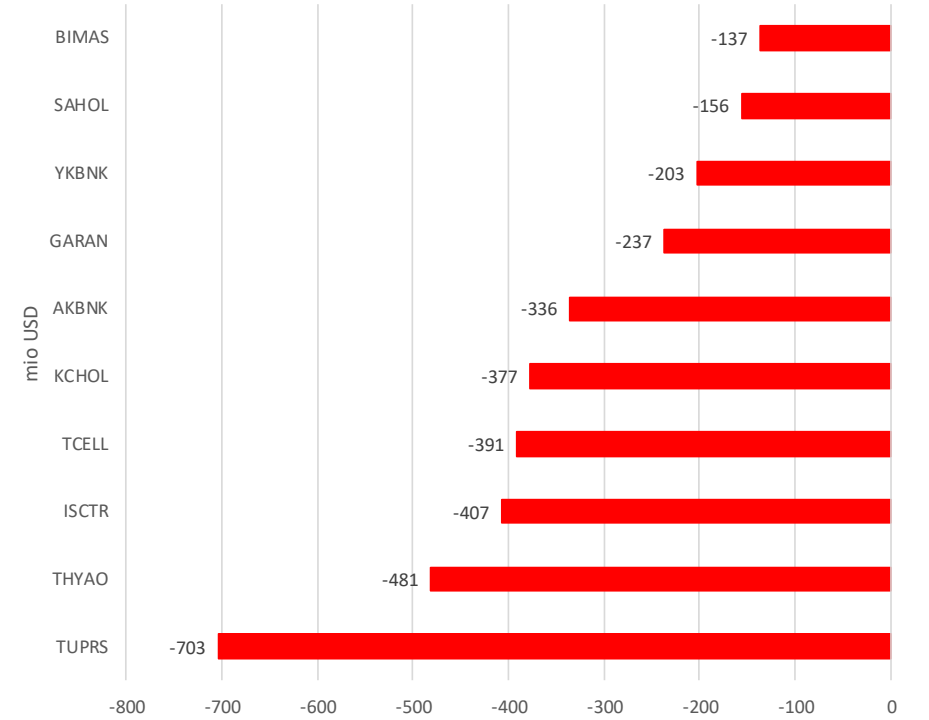
Karşılaştırmalı hisse senedi net yabancı işlemleri

Yıl geneli yabancı işlemlerinde net alım pozisyonunda yer alan BISTTUM şirketleri, ilk 10



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST
BISTTUM listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

Yıl geneli yabancı işlemlerinde net satım pozisyonunda yer alan BISTTUM şirketleri, ilk 10



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST
BISTTUM listesi şirketleri için en güncel listenin yıl geneli işlemleri baz alınmıştır.

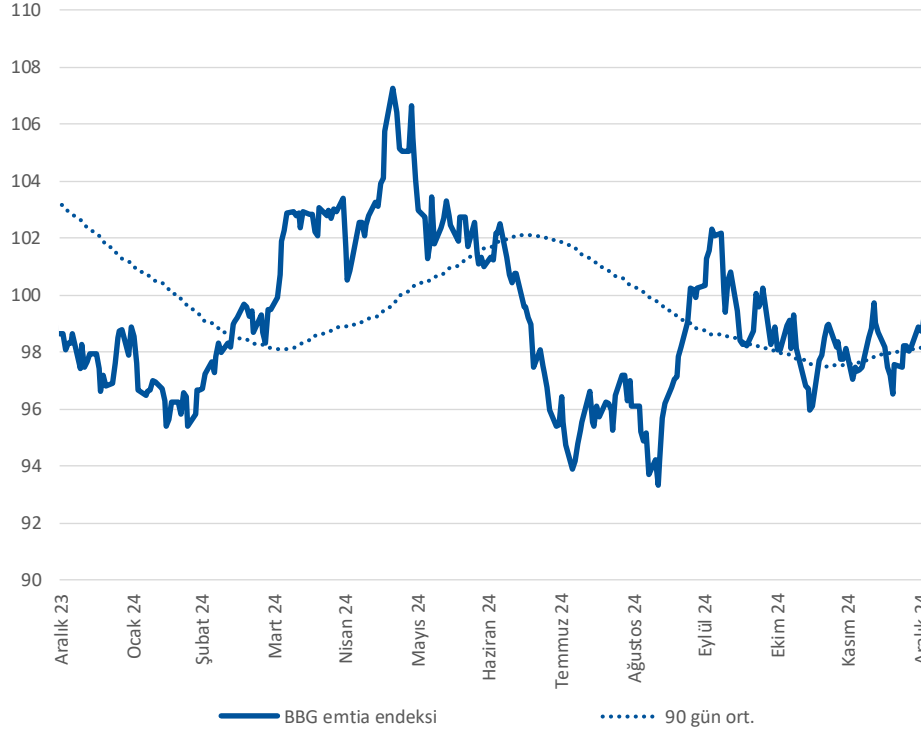
Finansal araçların TÜFE bazlı yıllık reel getirileri (%)

| Tarih | Mevduat faizi | BIST 100 | USD | EUR | Külçe altın | DİBS |
|--------|---------------|----------|--------|--------|-------------|--------|
| Oca.24 | -30.88 | -7.75 | -2.88 | -1.69 | 6.93 | -54.73 |
| Şub.24 | -31.46 | 9.71 | -2.26 | -1.56 | 8.70 | -54.23 |
| Mar.24 | -32.09 | 3.50 | -0.01 | 1.50 | 19.54 | -54.50 |
| Nis.24 | -32.81 | 13.60 | -1.54 | -3.70 | 13.54 | -49.41 |
| May.24 | -33.57 | 29.81 | -7.10 | -7.59 | 3.14 | -51.48 |
| Haz.24 | -29.63 | 12.12 | -18.35 | -18.76 | -2.55 | -47.04 |
| Tem.24 | -26.11 | 3.59 | -23.31 | -24.82 | -5.80 | -40.59 |
| Ağu.24 | -20.68 | -13.87 | -17.92 | -17.19 | 5.54 | -32.66 |
| Eyl.24 | -15.03 | -19.05 | -15.68 | -12.34 | 14.27 | -23.77 |
| Eki.24 | -12.40 | -25.74 | -17.37 | -14.62 | 16.89 | -19.03 |
| Kas.24 | -8.59 | -19.72 | -18.30 | -19.63 | 12.11 | -14.28 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK
Isı haritasının renklendirilmesi ok yönünde yapılmıştır.

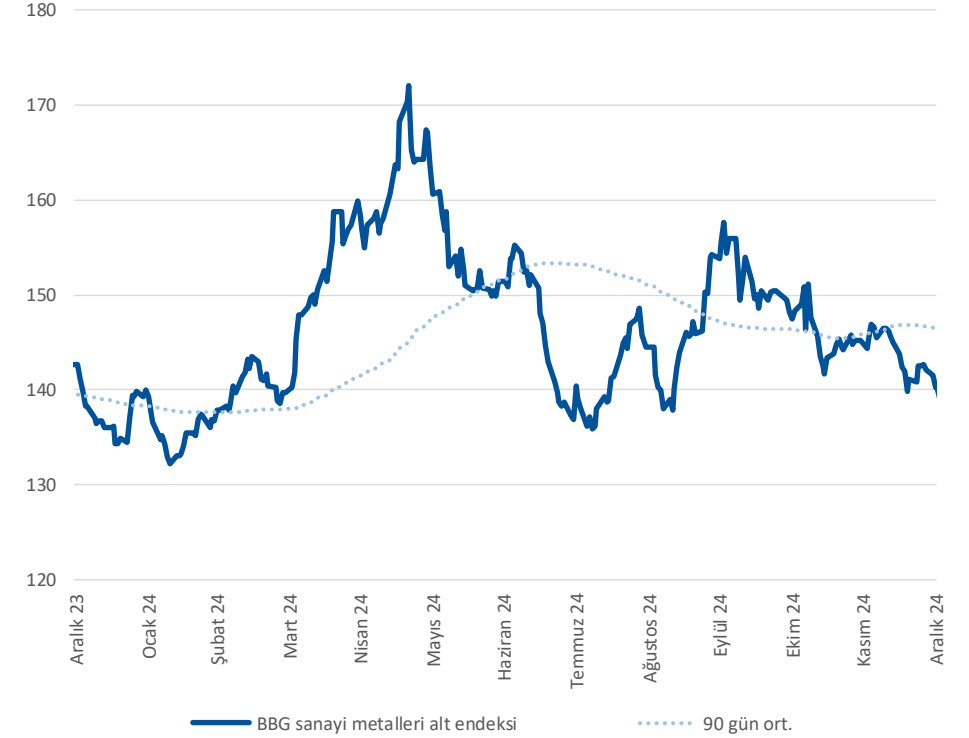
2024 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BBG emtia endeksi



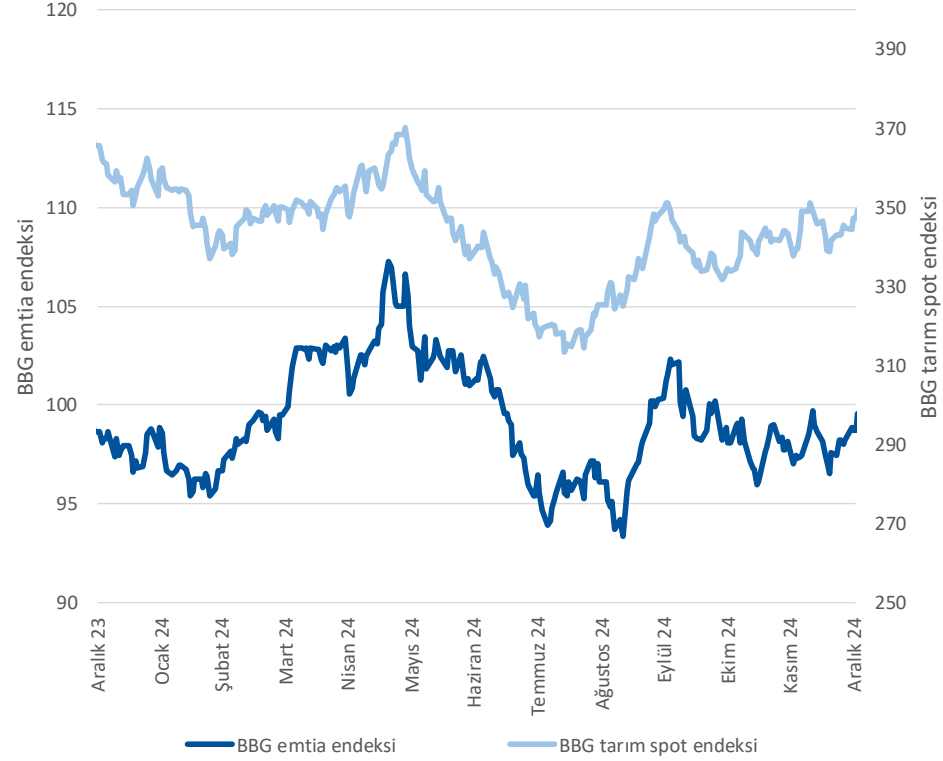
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş gösterge emtia endeksleri



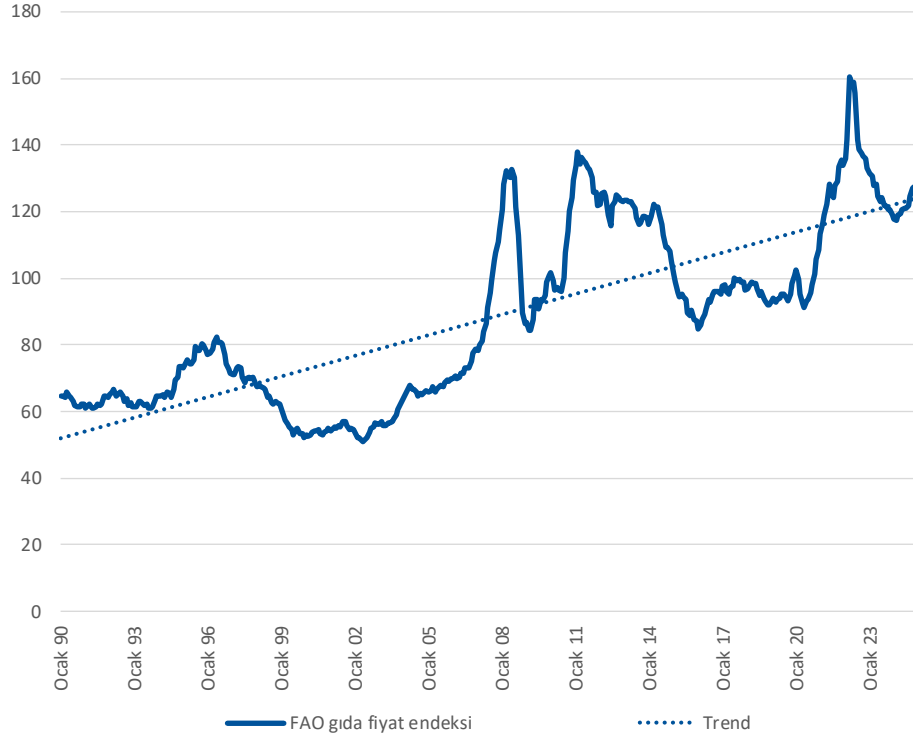
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş gösterge emtia endeksleri



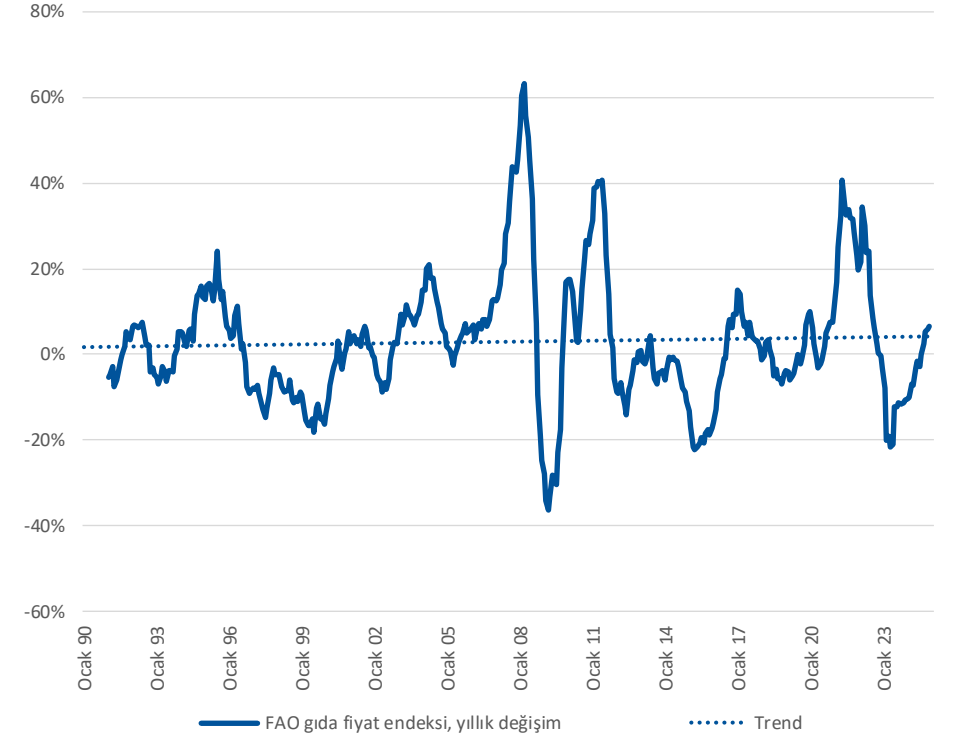
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

BM FAO dünya gıda fiyat endeksi



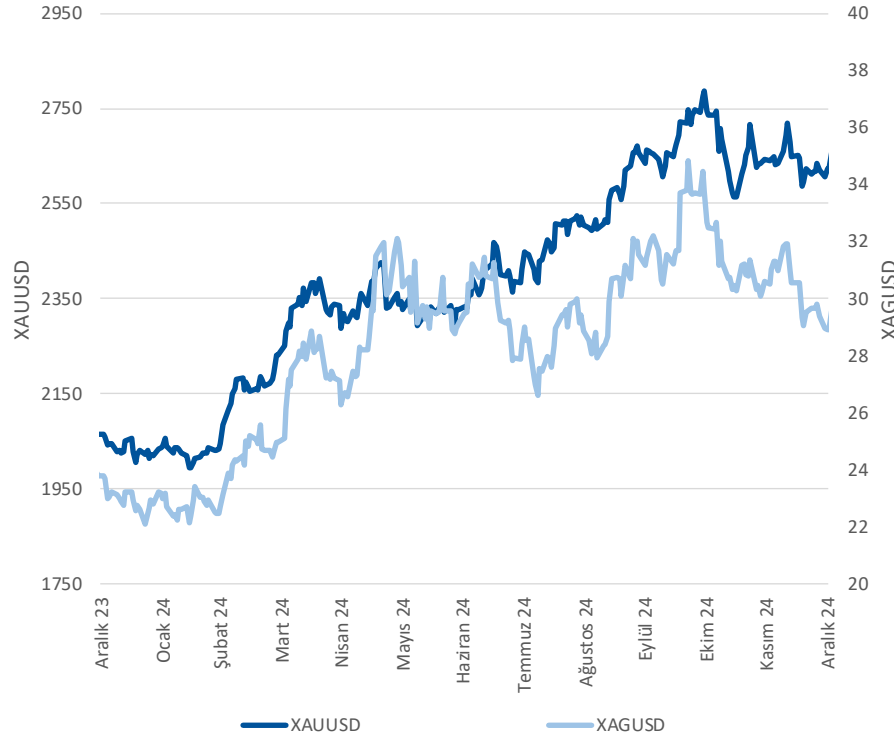
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

BM FAO dünya gıda fiyat endeksi, yıllık değişim



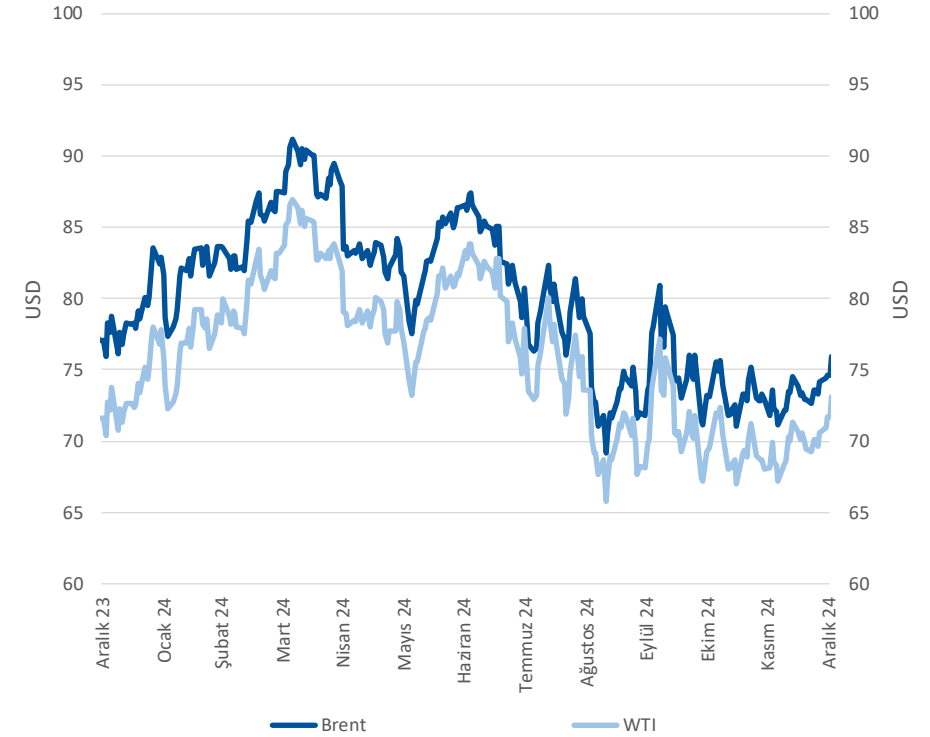
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş değerli metaller



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Seçilmiş petrol kontratları



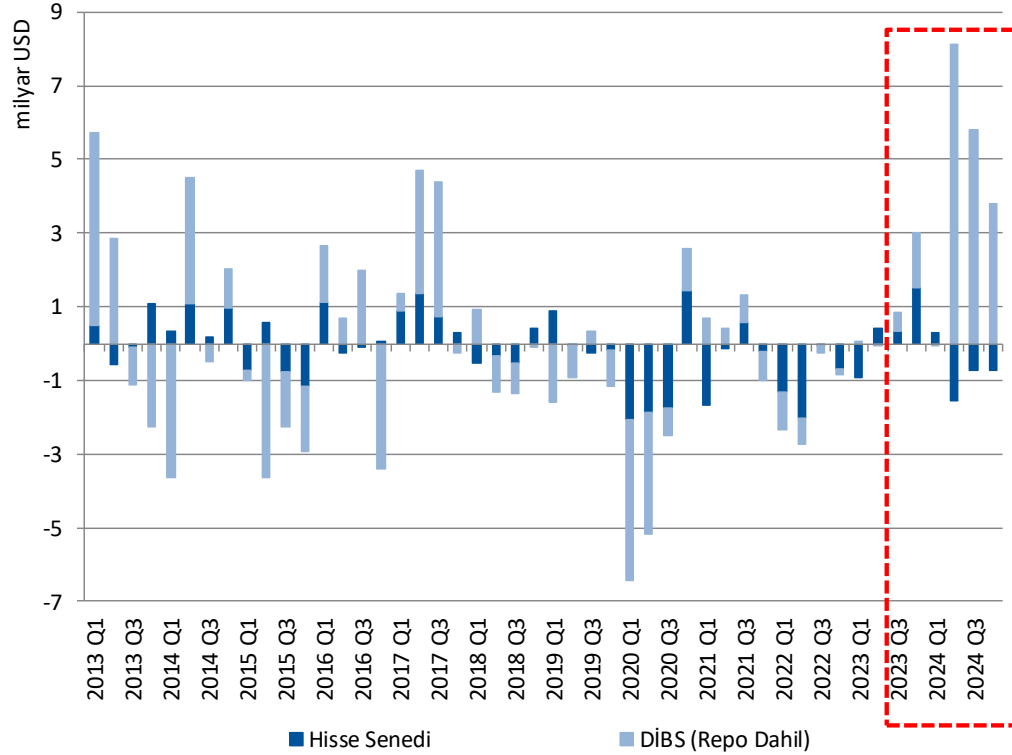
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

■ Fon akımları & Türk varlıkları değerlemeleri

TR portföy akımı

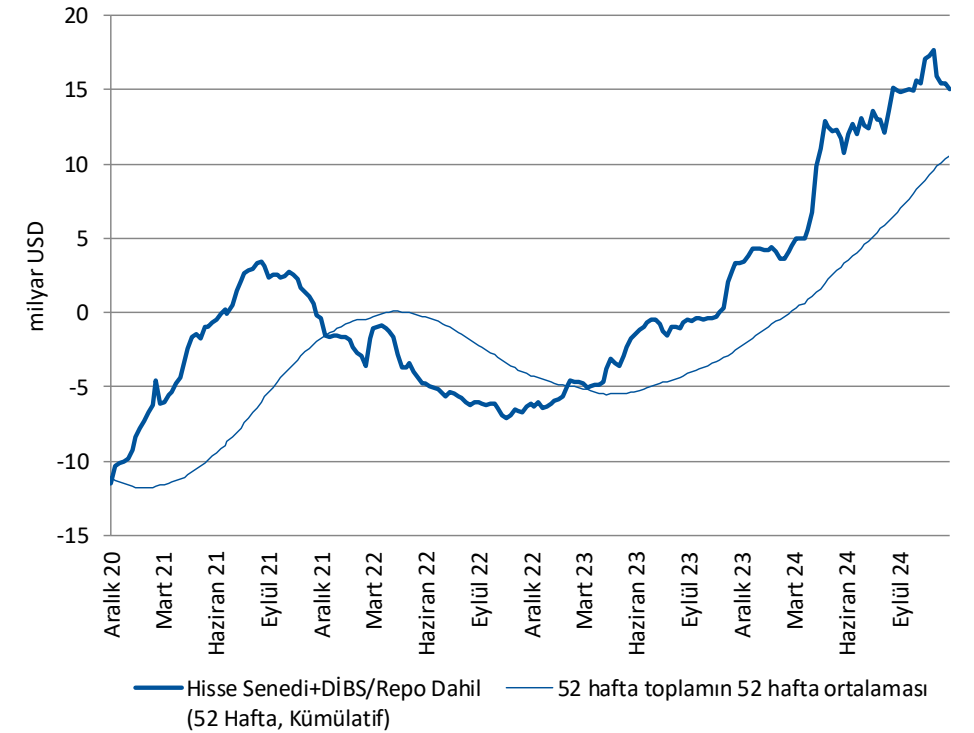
Türk varlıkları açısından 2024, DİBS fon akımının domine ettiği bir çerçevede şekillendi. Son 52 hafta toplamda \$15 milyar yurt dışı yerleşik girişi gerçekleşti.

TCMB yurt dışı yerleşik, hisse senedi & DİBS, çeyrek dönem kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri, hisse & DİBS (repo dahil), 52 hafta kümülatif

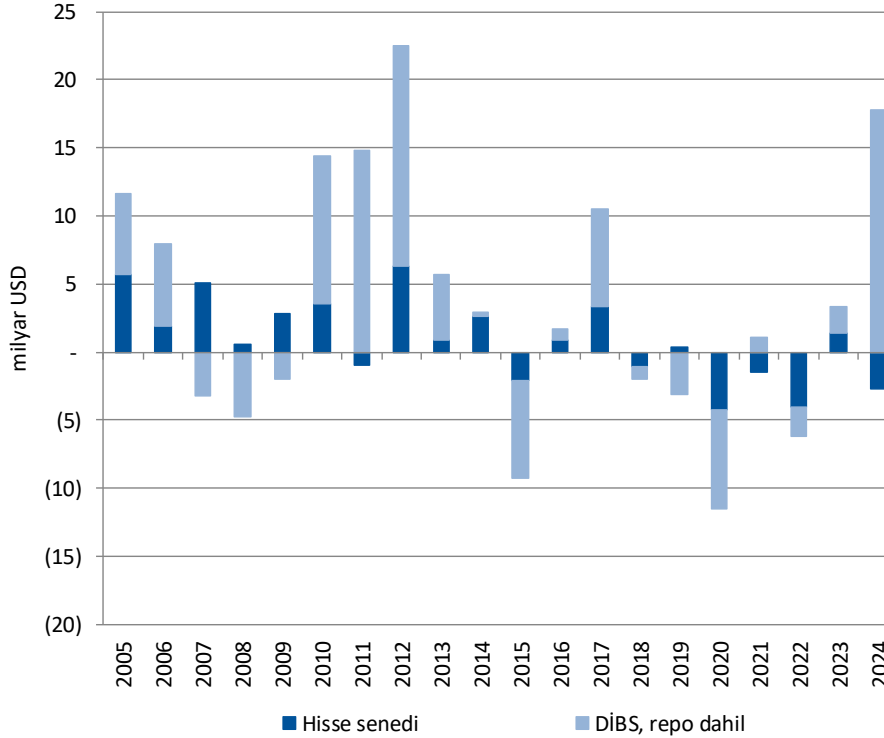


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

Kur etkisinden arındırılan rakamlara göre, yıl toplamında hisse senetlerinden \$2.7 milyar çıkış gerçekleşirken, repo dahil DİBS kalemine \$17.7 milyar giriş gözlemlendi. Net toplam rakam ise \$15 milyar oldu. Böylece yıl bazında 2012'deki \$22 milyar fon girişinden bu yana en yüksek rakam şekillendi. Son 6 yılda \$19.3 milyar çıkış gerçekleşirken, 2024, tek başına 2018-23 dönemini karşılayarak tarihe geçti.

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri

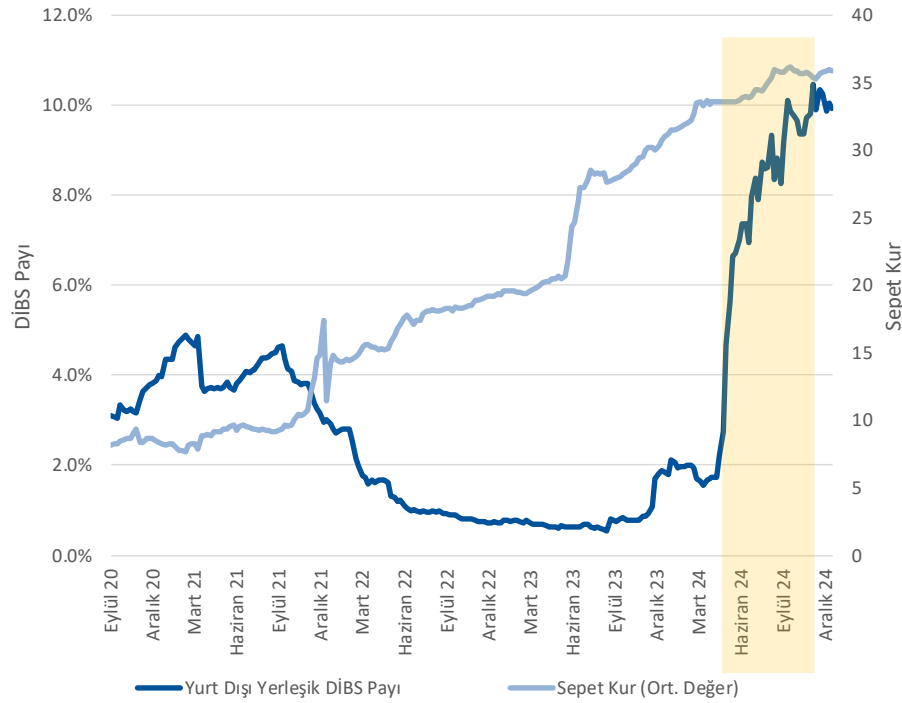


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

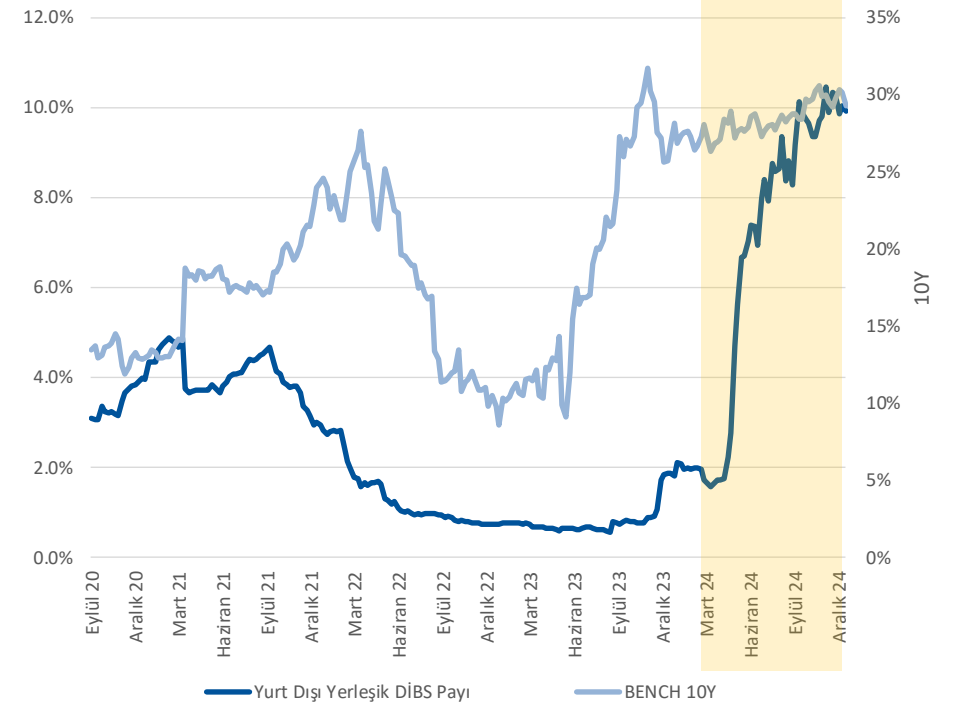
Mayıs 2023'te %0.6 olan yurt dışı yerleşiklerin DİBS içerisindeki payı artık %10!

Yurt dışı yerleşik DİBS payı, sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

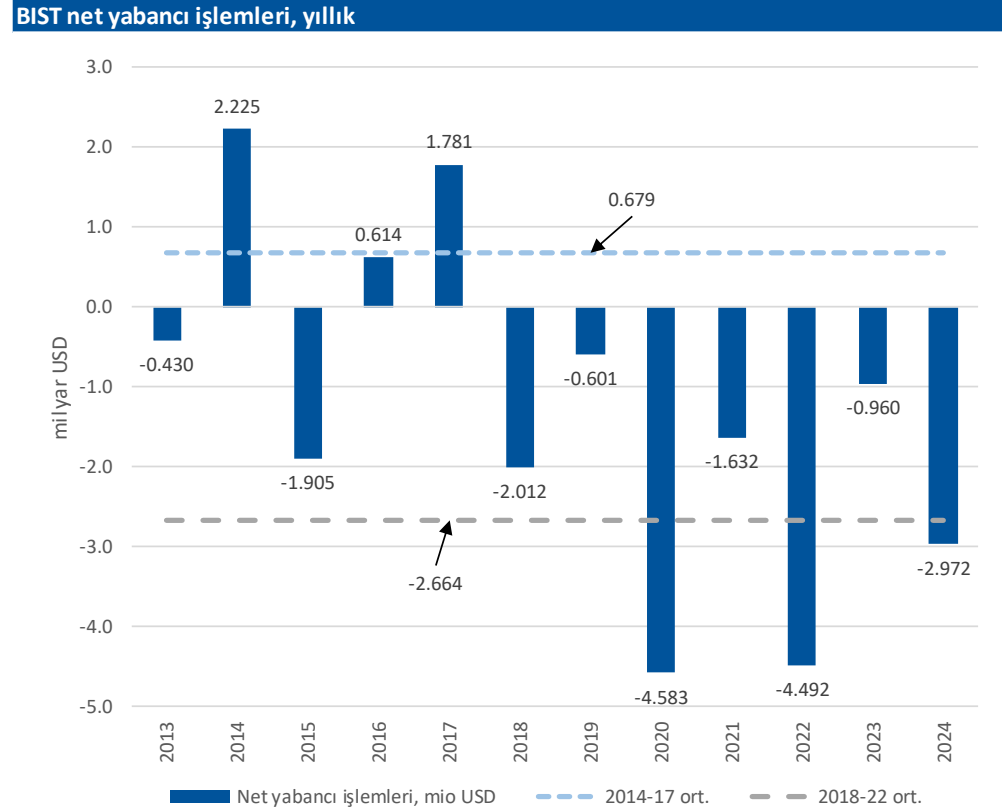
Yurt dışı yerleşik DİBS payı, TR 10y



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

TR portföy akımı

BIST tarafından açıklanan verilere göre, net yabancı işlemleri 2018-23 yılları arasında toplamda -\$14.2 milyar ile şekillenirken, Kasım sonu itibarıyla 2024 rakamı -\$3.0 milyarda bulunuyor. BIST ve TCMB datalarının birbirinden ayrıştığını; ancak, şirket-sektör takibi amacıyla aylık bazda yakından izlediğimizi yineleyelim.

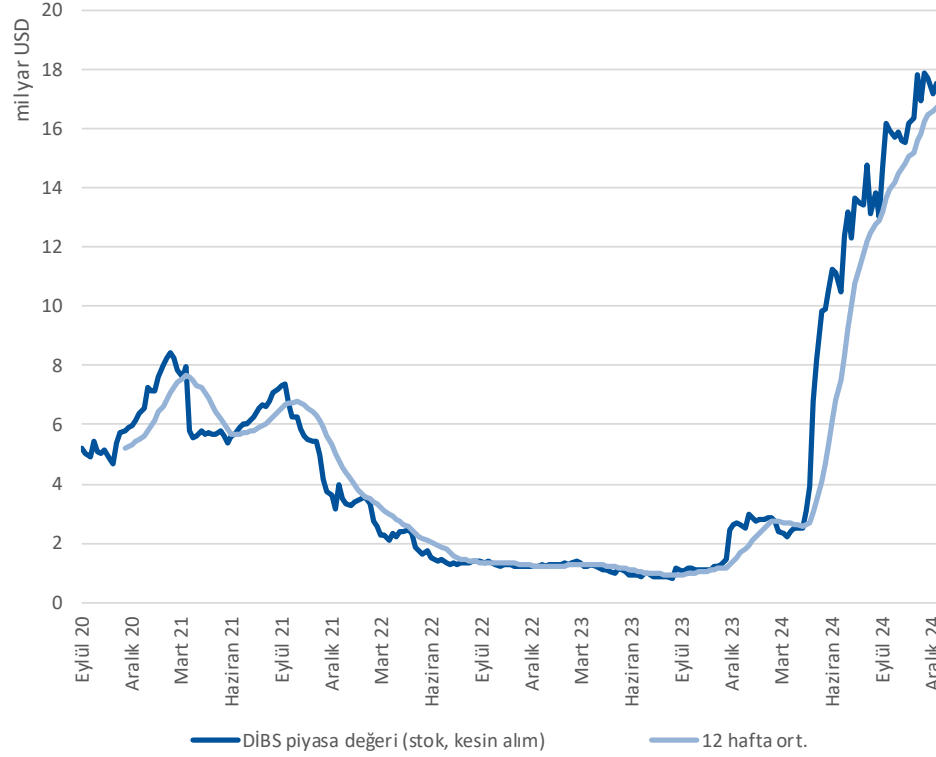


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST

TR portföy akımı

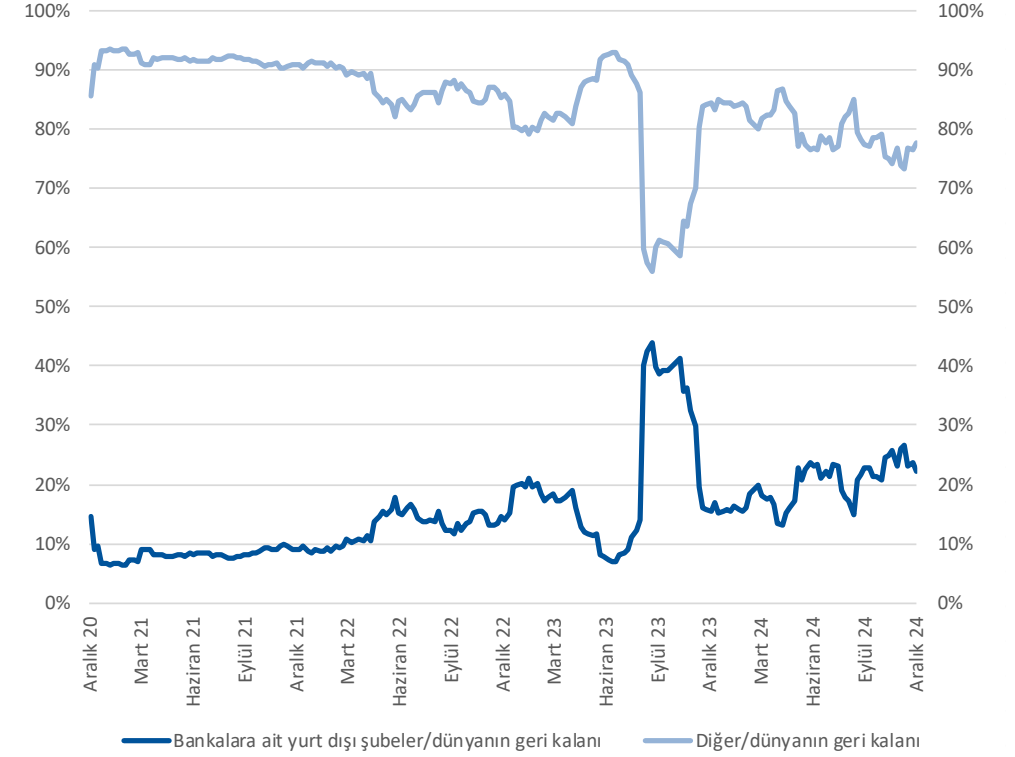
Yabancıların DİBS piyasasına olan yüksek ilgisi ile birlikte stok rakamları \$18 milyar seviyesine dayandı.

Yurt dışında yerleşiklere ait DİBS stok piyasa değeri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

DİBS toplam piyasa değeri: bankalara ait yurt dışı şubeler & diğer (pay dağılımı)

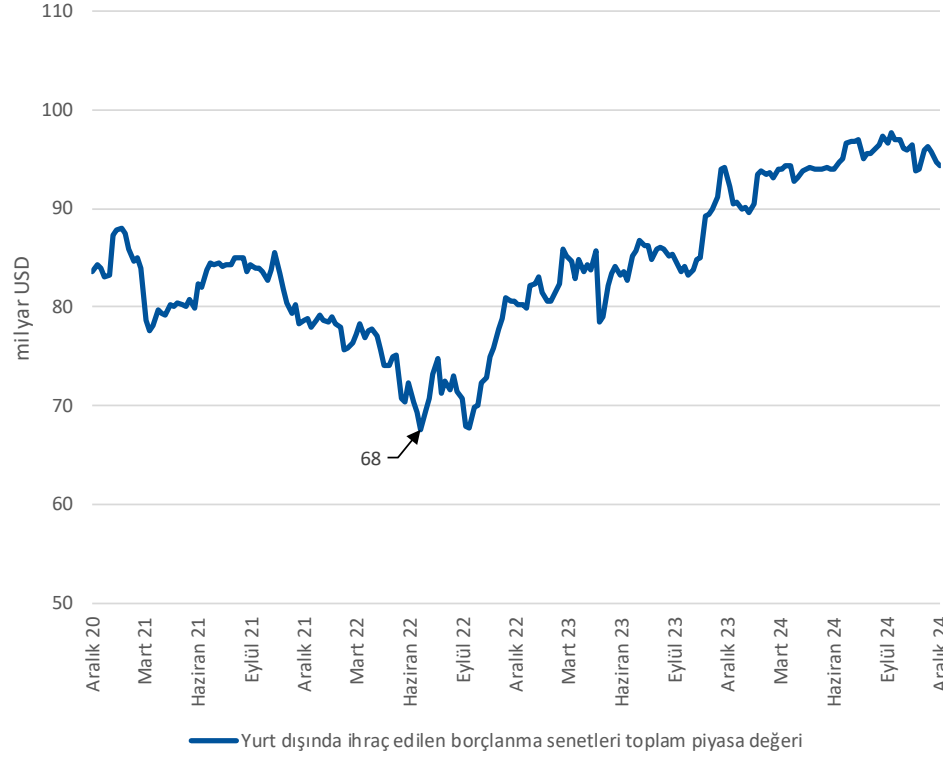


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

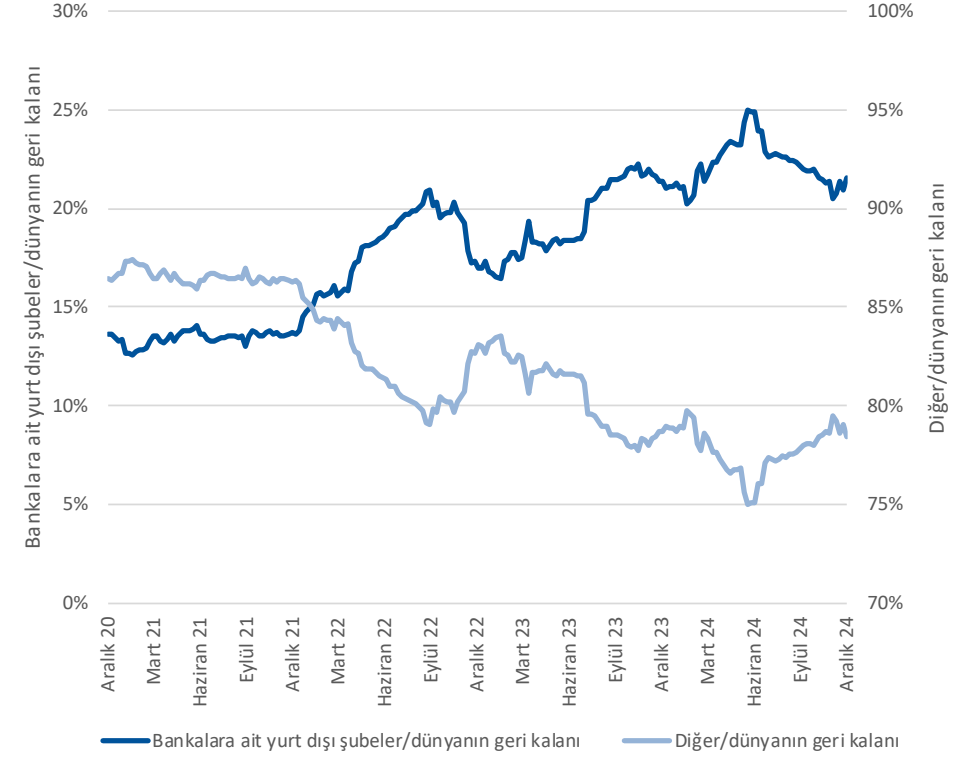
Yurt içi fon piyasasının gelişimi, enstrüman açısından eurobondları öne çıkarıyor.

Yurt dışında ihraç edilen borçlanma senetleri toplam piyasa değeri



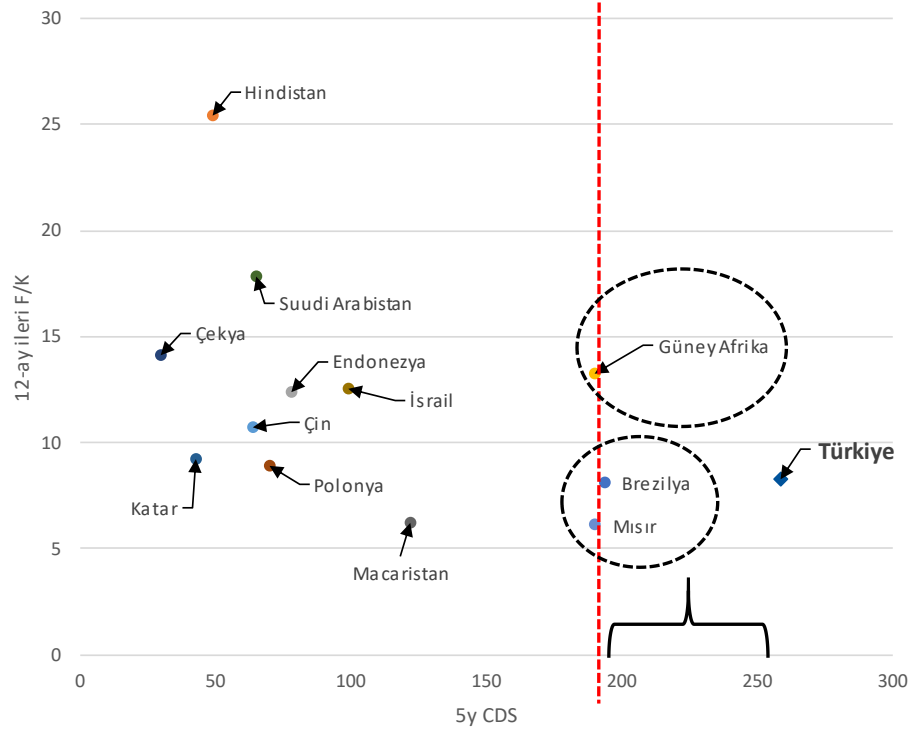
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Y.dışı ihraç toplam piyasa değeri: bankalara ait yurt dışı şubeler & diğer (pay dağılımı)



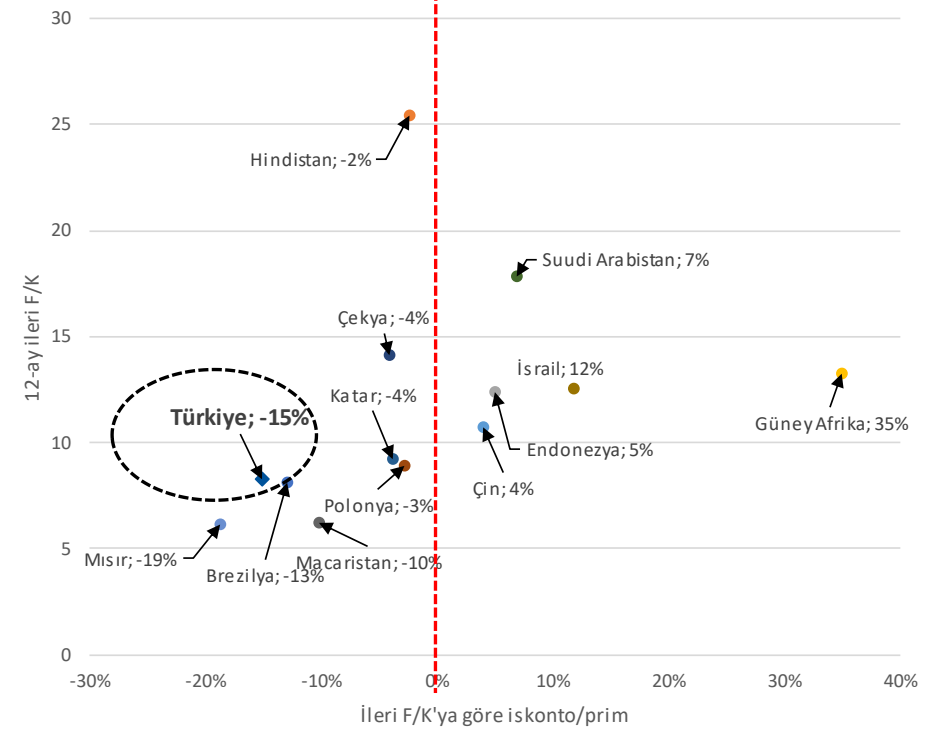
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Seçilmiş GOÜ için CDS ve 12-ay ileri F/K değerleri



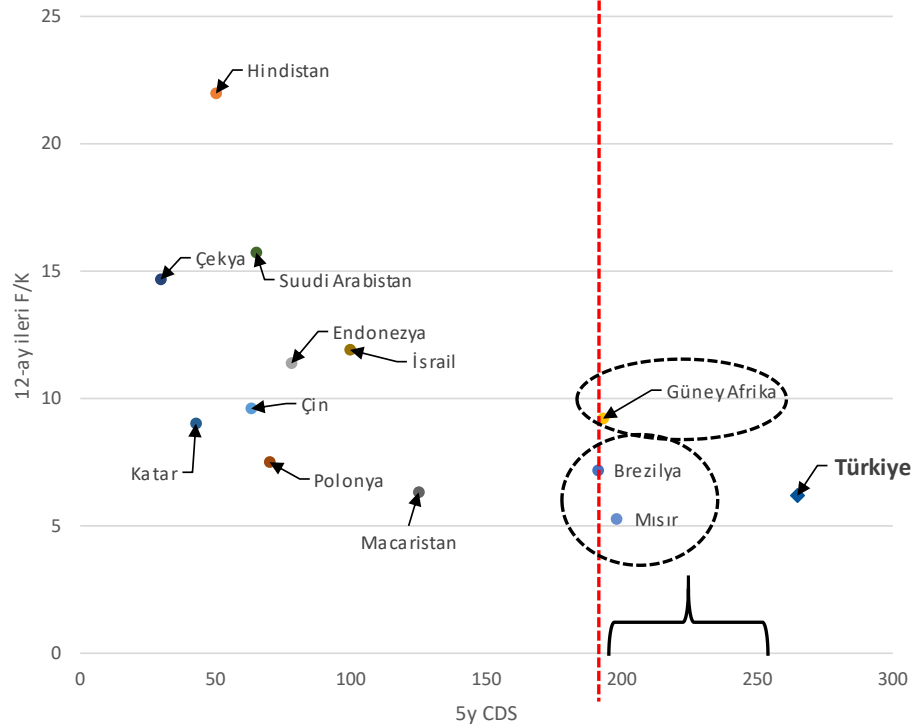
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ için 12-ay ileri F/K ve cari değere göre iskonto/prim değerleri



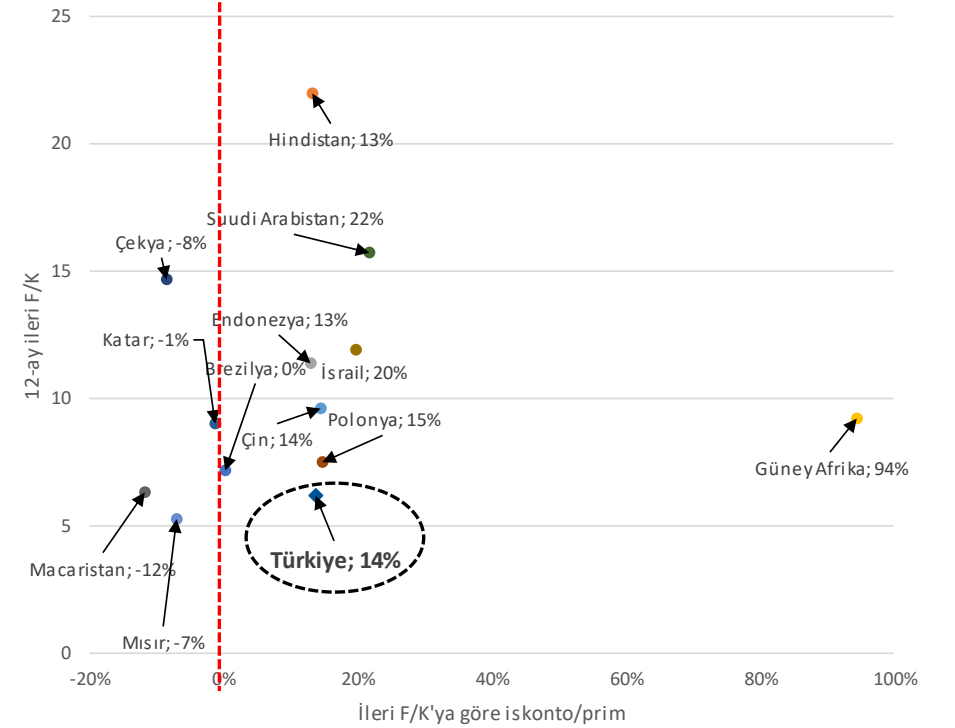
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ için CDS ve 12-ay ileri F/K değerleri



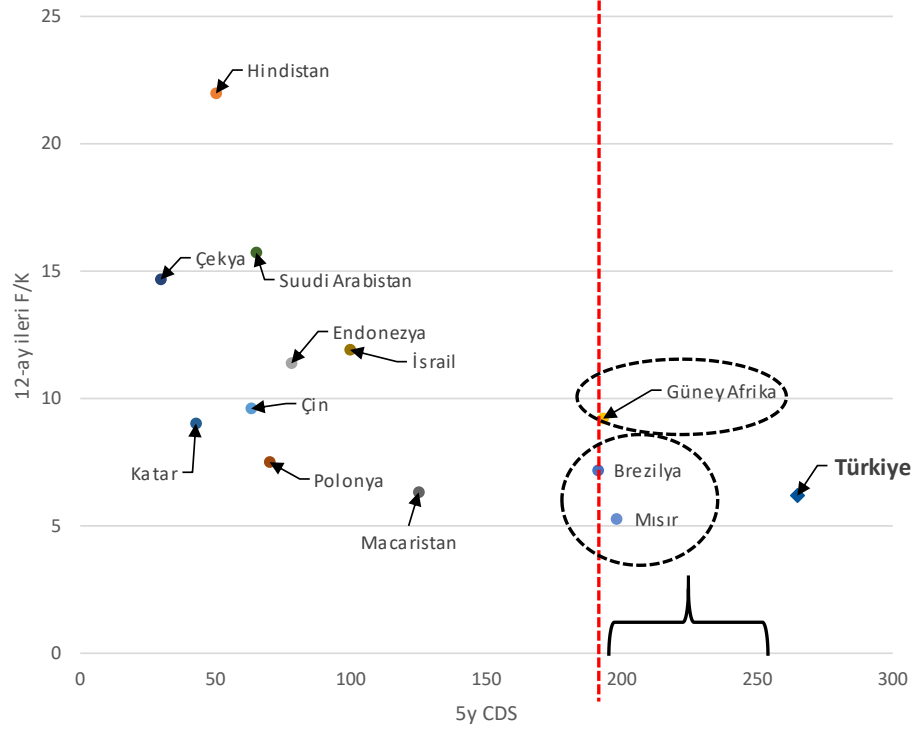
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ için 12-ay ileri F/K ve cari değere göre iskonto/prim değerleri



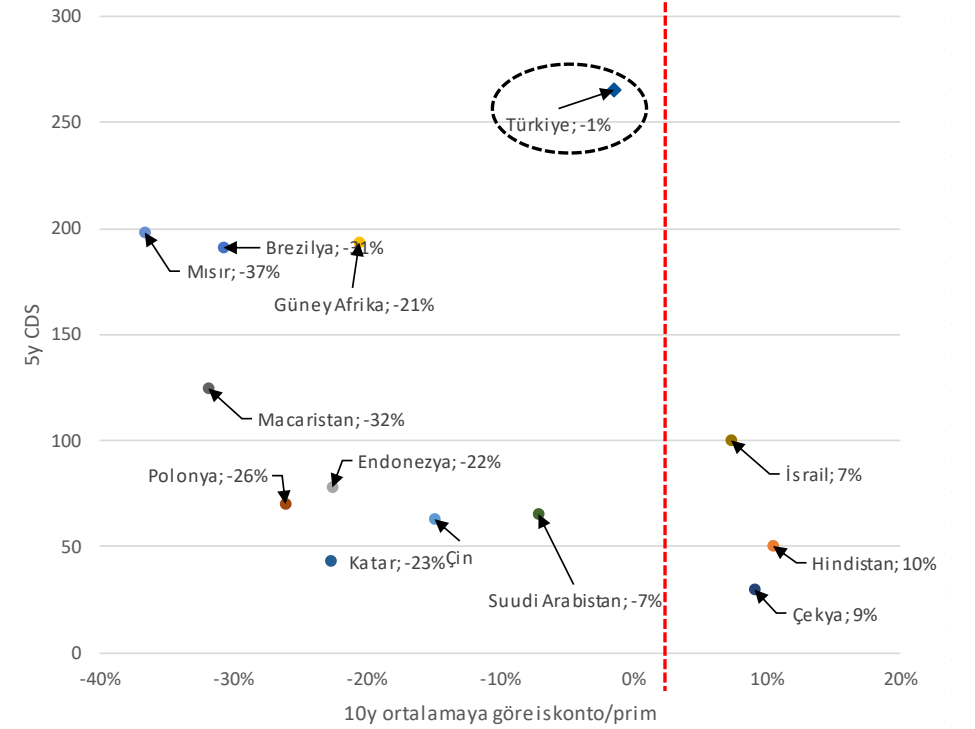
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ için CDS ve 12-ay ileri F/K değerleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ için CDS ve 10y ortalamaya göre iskonto/prim değerleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

- Türk hisse senetlerinin fiyatlaması son 2 yıla dek çok ciddi satış baskısı altında gerçekleşirken, önemli bir yukarı yönlü düzeltme gerçekleştiği realitesini de kabul etmek gerekiyor. 2 farklı açıdan bakıyoruz: **i) cari fiyatlamaların ileri vadede oluşan F/K beklentileri ile karşılaştırması ii) nispeten uzun vade kabul ettiğimiz 10y ortalama ile ileri vadede beklenen F/K rasyolarını karşılaştırma.**
- **Borsa İstanbul için cari F/K fiyatlamaları ileri vadede şekillenen beklentiler ile karşılaştırıldığında %7 düzeyinde prime işaret ediyor.** Seçilmiş GOÜ temsilcilerinden oluşturduğumuz sepette prim açısından yalnız değiliz; Güney Afrika, Suudi Arabistan, İsrail, Polonya, Çin, Hindistan ve Endonezya çift hane prim oranları ile bize son derece yakın temasta bulunuyorlar. Macaristan, Çekya, Mısır ve Katar ise ucuz konumdalar.
- **İleri vadede oluşan F/K oranları ile 10y ortalamaları (kapanış bazlı) karşılaştırdığımızda ise son 2 yıldaki toparlanmanın etkisi fazlasıyla hissediliyor.** Türk hisse senetleri %1 iskonto karşımıza çıkarken; Mısır, Macaristan, Brezilya, Polonya, Katar, Endonezya, Güney Afrika gibi üyeler çok daha ucuz bir fiyatlamada şekilleniyorlar. Hindistan, Çekya ve İsrail ise pahalı.
- **Değerlendirmemiz: Ülke risk priminin (5y USD CDS) yıl içerisinde 200bp bölgesine doğru geri çekilmesini bekliyoruz. Bu, aynı zamanda Türk hisse senetleri için de 12A vadede beklenen F/K fiyatlaması açısından Mısır, Brezilya ve Güney Afrika ile aynı potaya girmesine imkan tanıyacak bir gelişme olacaktır ki orta vadede %20-30 arası primlenme potansiyelinin potada yer aldığı anlamına gelmekte. Ülke kredi notlarına dair süreçte bilhassa yılın ikinci yarısını kritik önemde gördüğümüzden, genel risk iştahı cephesinden de aynı dönemi potansiyel olarak değerlendiriyoruz. Yol kazası yaşanmaması durumunda 2025'ten ziyade 2026'nın Türk lirası cinsinden değerlendirilen varlıklarda «muazzam» fırsatlar barındırma potansiyeli taşıdığı kanaatindeyiz.**

■ Kredi notu & CDS | TR-GOÜ

Kredi notu & CDS

Mayıs 2023 sonrasında sık sık yüksek sesle dile getirdiğimiz «kredi notu normalleşme» beklentilerimiz 2024 yılında gerçekleşti. Bir önceki Strateji Raporumuza kıyasla 3 kredi derecelendirme şirketinden 2 basamak not artışı gerçekleşti.

Kredi notu değerlendirme sınıfları-uzun dönem (Long Term)

| | Not seviyesinin tanımlaması | S&P | Moody's | Fitch |
|---|--|----------------|----------------|----------------|
| | | Durağan | Pozitif | Durağan |
| Yatırım yapılabilir (Investment Grade) | En yüksek derece (Prime) | AAA | Aaa | AAA |
| | Yüksek derece (High Grade) | AA+ | Aa1 | AA+ |
| | | AA | Aa2 | AA |
| | | AA- | Aa3 | AA- |
| | Orta yüksek derece (Upper medium Grade) | A+ | A1 | A+ |
| | | A | A2 | A |
| | | A- | A3 | A- |
| | Orta düşük derece (Lower Medium Grade) | BBB+ | Baa1 | BBB+ |
| | | BBB | Baa2 | BBB |
| | | BBB- | Baa3 | BBB- |
| Önemsiz (Junk) | Yatırım yapılamaz-spekülatif (Non investment Grade Speculative) | BB+ | Ba1 | BB+ |
| | | BB | Ba2 | BB |
| | | BB- | Ba3 | BB- |
| | Yüksek spekülatif (Highly Speculative) | B+ | B1 | B+ |
| | | B | B2 | B |
| | | B- | B3 | B- |
| | Yüksek riskli (Very High Risk) | CCC+ | Caa1 | CCC |
| | | CCC | Caa2 | |
| | | CCC- | Caa3 | |
| | İflasa yakın (Very near to default) | CC | Ca | CC |
| C | | C | | |
| C | | C | | |
| İflas (In default) | SD/D | C | RD/D | |

Türkiye'nin kredi notu seviyesini ifade etmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kurumlar

İflas seviyeleri kurumlar arasında tanımlamada ve karşılıklı denk gelmede farklılık gösterebilmektedir. (C sınıfı notlarda)

Kredi notu & CDS

Türkiye ve seçilmiş GOÜ üyelerine ait kredi notu, CDS kapanışları ve değişimler

| Seçilmiş Ülkeler | S&P | Moody's | Fitch | *CDS (5Y, USD, bp) | CDS, 29.12.2023 | Değişim |
|------------------|------|---------|-------|--------------------|-----------------|---------|
| Türkiye | BB- | B1 | BB- | 263 | 283 | -20 |
| Güney Afrika | BB- | Ba2 | BB- | 193 | 202 | -9 |
| Brezilya | BB | Ba1 | BB | 218 | 133 | 85 |
| Hindistan | BBB- | Baa3 | BBB- | 48 | 44 | 4 |
| Endonezya | BBB | Baa2 | BBB | 78 | 70 | 8 |

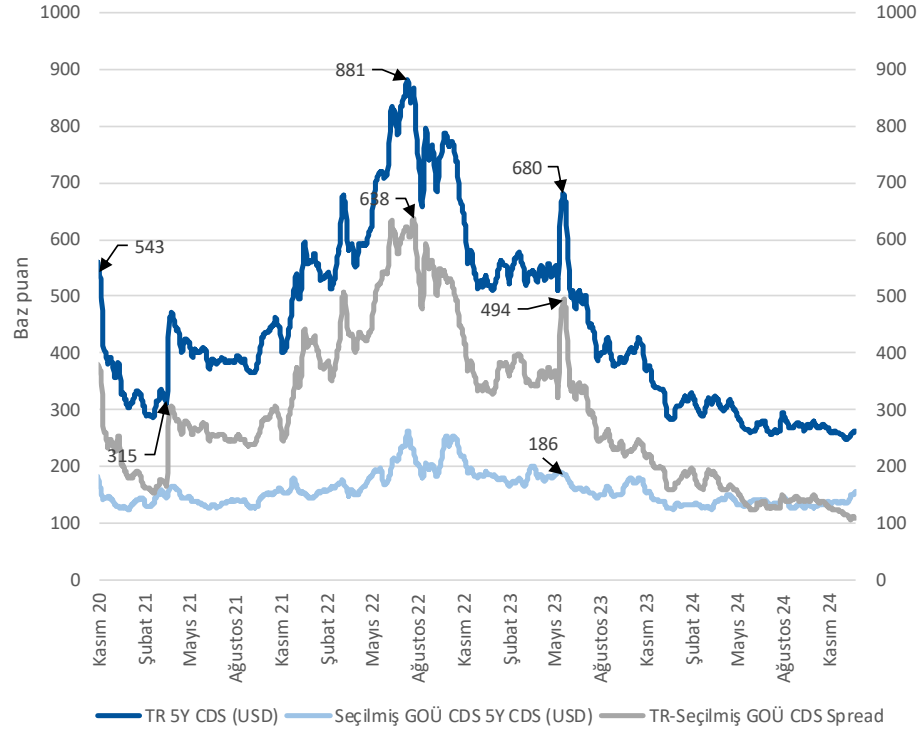
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

*CDS değerleri yıl kapanışlarına aittir.

CDS

2024 başlangıcında ülke risk primi için «<200bp eğilimini göz ardı etmiyoruz» ifadesini kullanmıştık. Bu düşüncemiz gerçekleşmedi; ancak, önemli bir düzeltme süreciyle 246bp seviyesine dek günlük kapanışta gerileme takip ettik. Bununla birlikte, seçilmiş GOÜ temsilcileri ile aramızdaki spread 100bp bölgesine dek geriledi. 1-1.5 yıl içerisinde 200bp seviyelerinden gelen bu gerilemeyi önemsiyoruz.

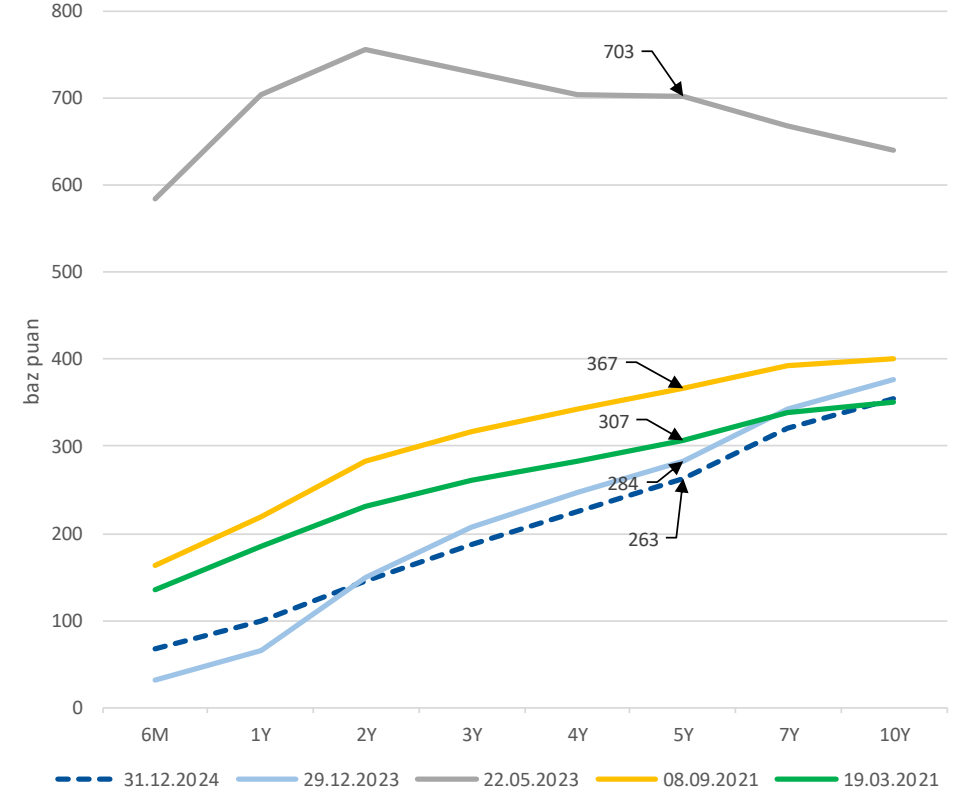
Türkiye & Seçilmiş GOÜ CDS, 5y, 5 gün ort., USD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ: Brezilya, Meksika, Endonezya, Güney Afrika

TR CDS eğrisi, seçilmiş vadeler

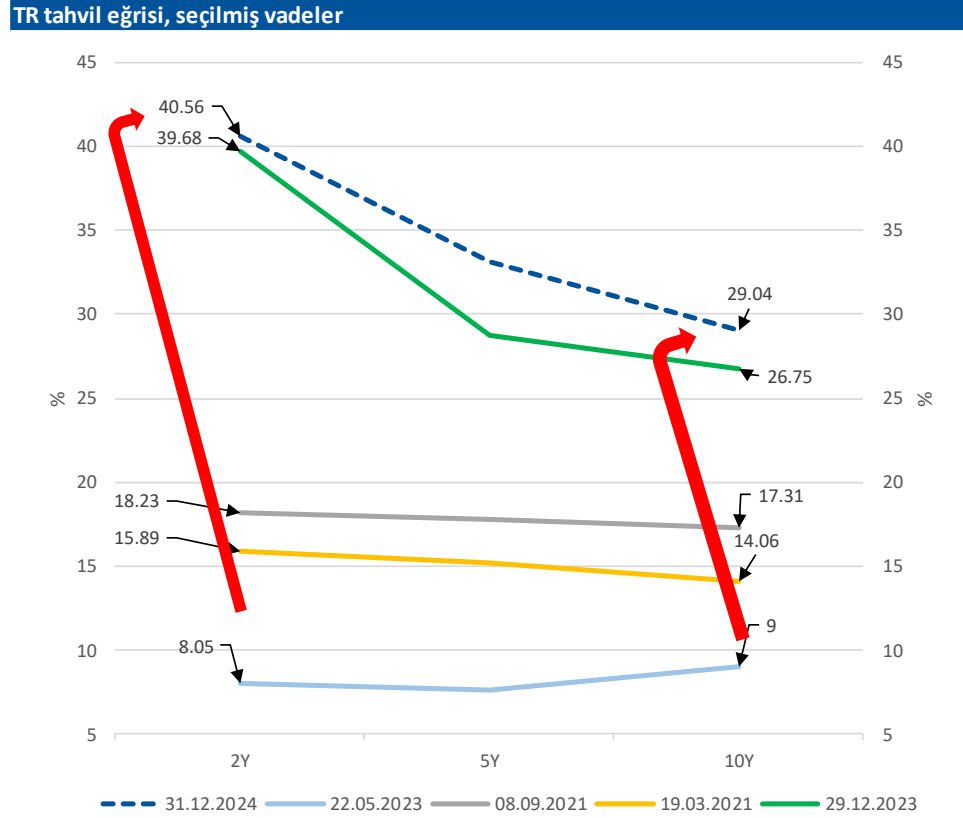


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

■ Faiz

Faiz

Para politikasındaki sıkılaştırma-normalleşme süreci, tahvil faizlerinin de yukarı yönde hareketine ve burada da normalleşmenin sağlanmasına imkan tanıdı. Yürürlükten kaldırılan regülasyonların da şüphesiz katkısı yüksek. 2025'te uzun vadeli tahvillerin avantaj yaratabileceğini düşünüyoruz.

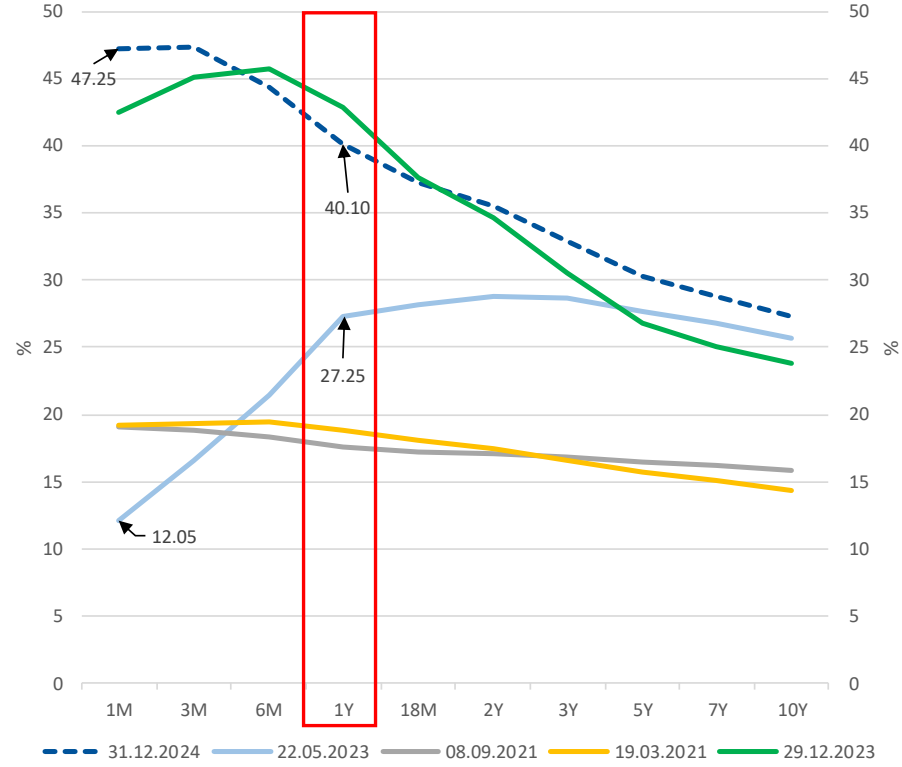


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

Normalleşmenin etkileri OIS eğrisine de yansdı. 1y vadelide yıl kapanış %40 seviyesinde oluştu.

TRY OIS eğrisi, seçilmiş vadeler

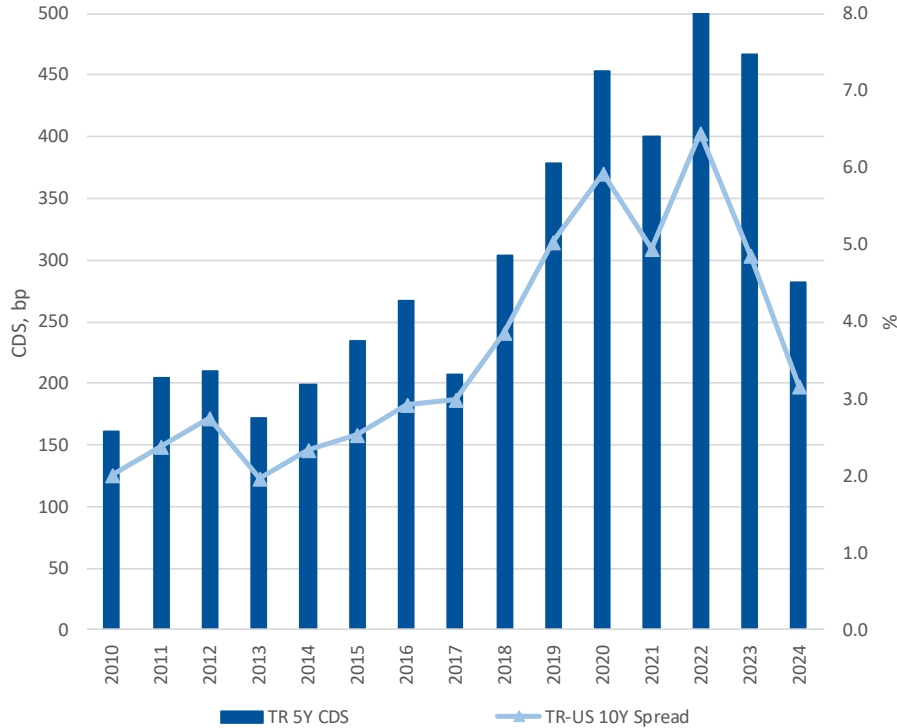


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

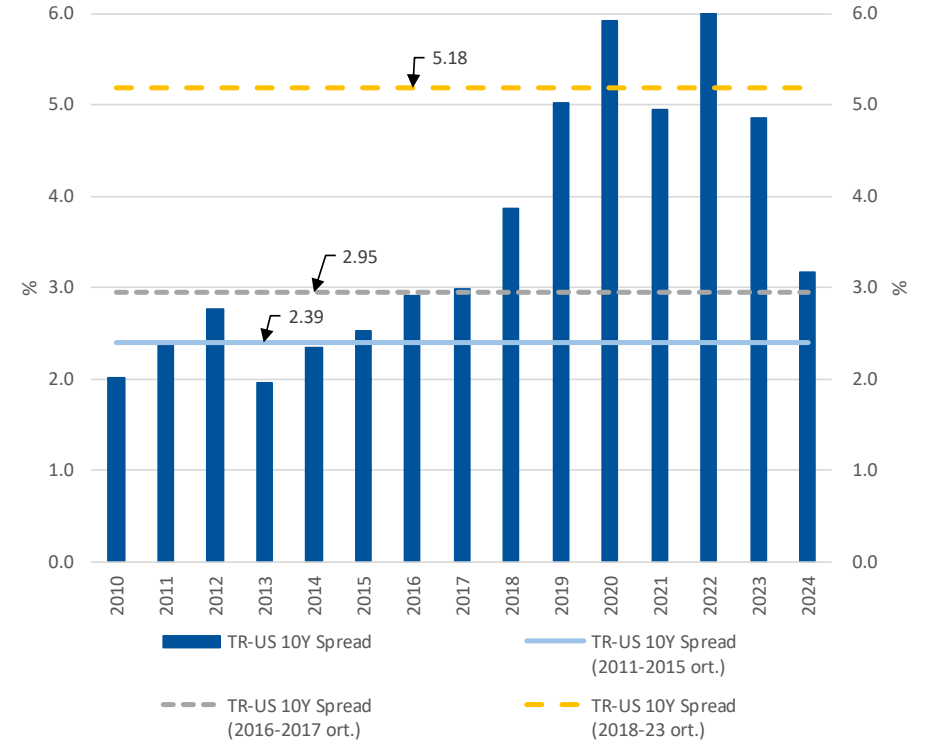
CDS'in dış borçlanma kabiliyeti ve maliyetinde ne denli bir önemi olduğunu teyit ettiğimiz bir yıl oldu 2024. ABD faizleri ile spreadin kapanmasını da not etmek gerek. USD cinsinden eurobond faizimizin yıl ortalaması 2018-23 dönemi ortalamasının 2 puan aşağısına gelirken, 2016-17 dönemini zorlayarak kapanış yaptı. Önemli.

TR CDS, US 10Y spread gelişim, yıllar ortalamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TR-US 10Y gelişim, yıllar ortalamaları

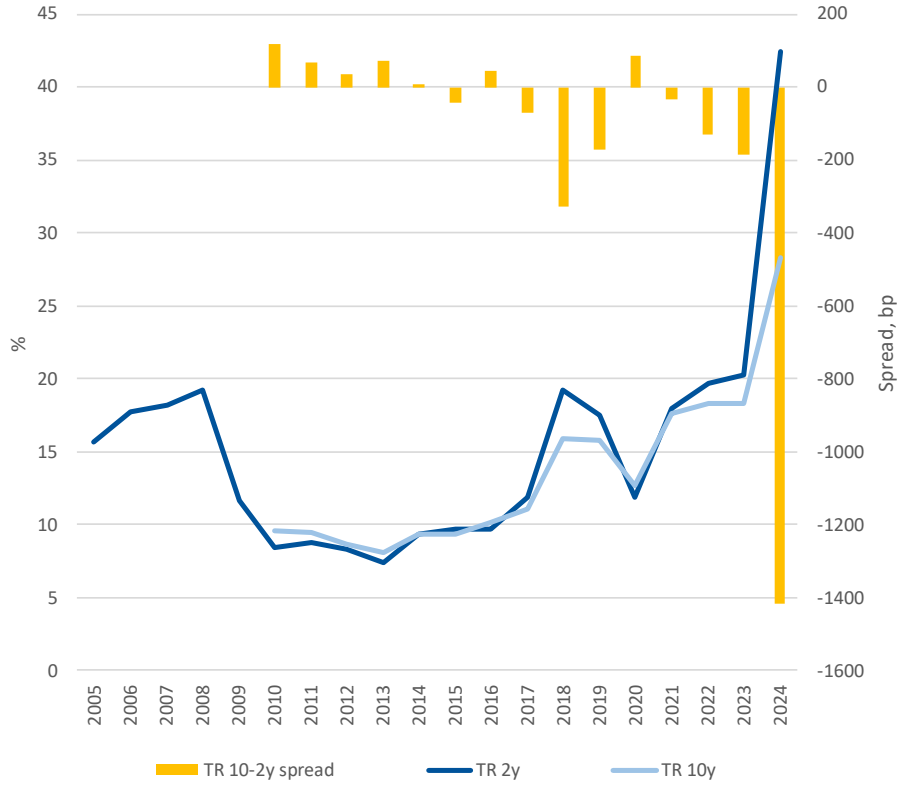


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

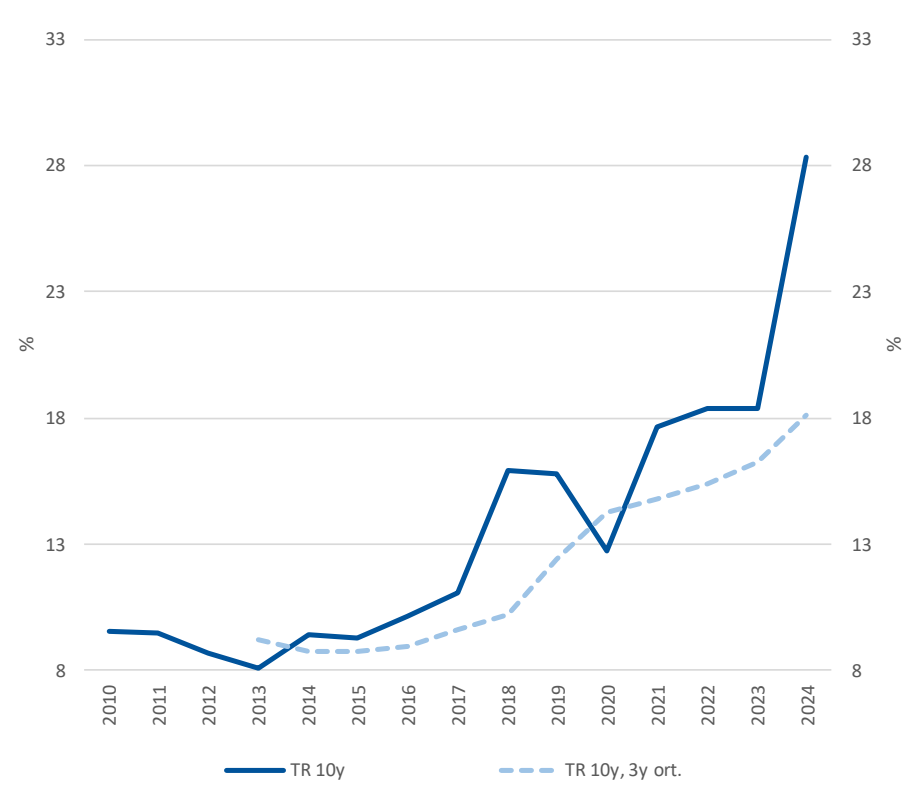
Yıl ortalamasında 2y tahvili (TRY) %42'nin hemen üzerinde takip ettik. Faizlerin uzun süre yüksek kalacağı düşünce ve enflasyon beklentilerindeki mevcut katılık faizin gevşemesine imkan tanımadı. 10y vadelide ise %30'un hemen altını, %28'i takip ettik. Bu da yine enflasyon beklentileri ile paralel.

TR benchmark spreadler, yıl ortalamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

TR 10y benchmark & 3y ort.

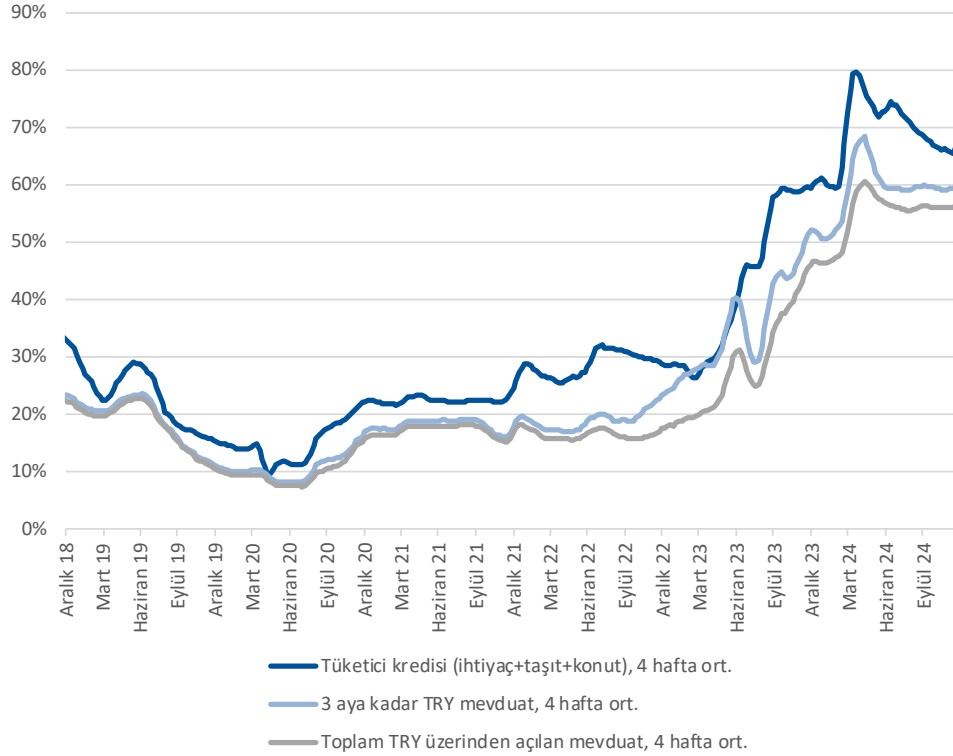


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

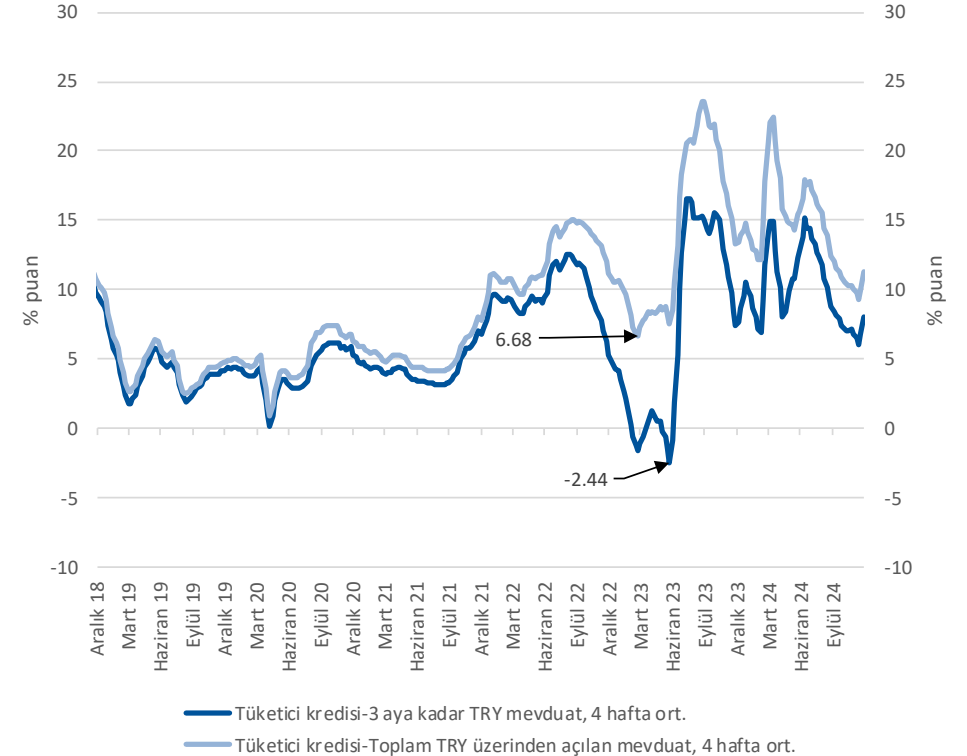
Tüketici kredilerine ait faizlerde zirveyi yılın ilk kısmında test ederken, mevduat faizlerindeki yataylaşma ve kredi talebine yönelik alınan önlemler maliyetlerin belirli seviyelerde yatay-yüksek seyretmesine zemin hazırladı. Mevduat faizine kıyasla spreadler gerek tüketici gerekse kredilerin tamamında yine yılın ilk yarısında yüksek seyrederken, ikinci yarıda marjların baskı altında kalmasına neden oldu.

Tüketici kredisi & mevduat faizleri seyri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Tüketici kredisi & mevduat faizleri farkı

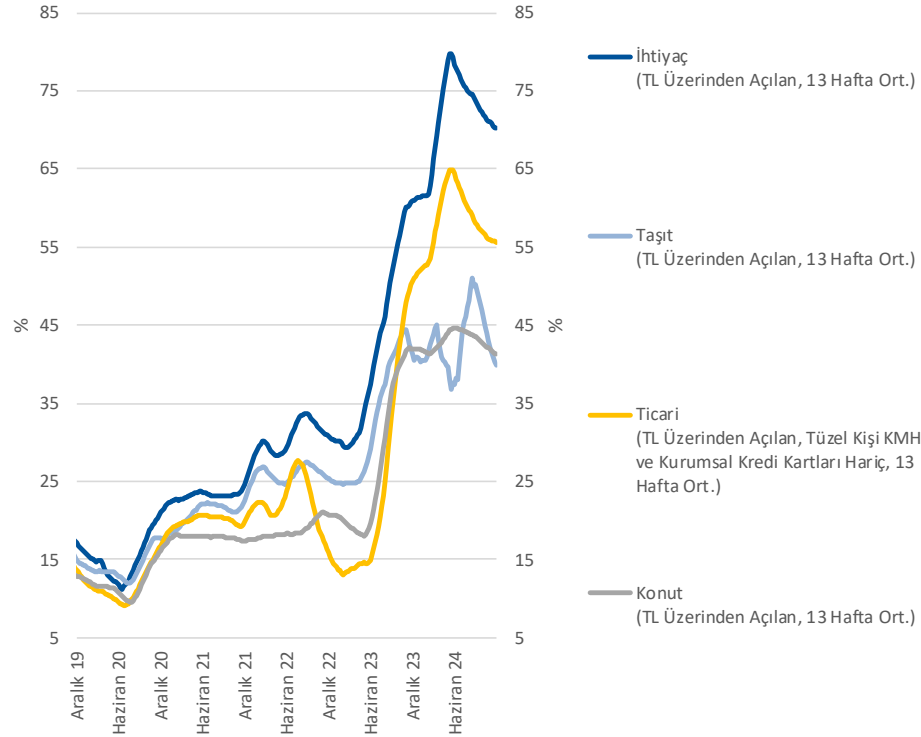


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Faiz

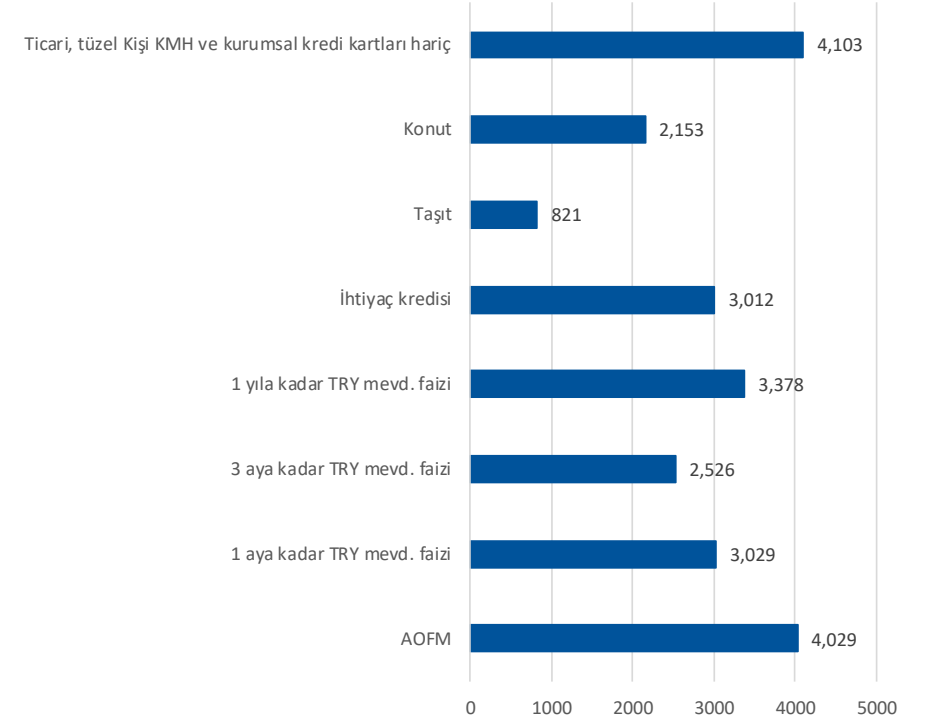
Mevduat faizlerinin politika faizi etrafında –çoğunlukla AOFM’ye paralel- oluşması, lira cinsi varlıklara geçiş ve sıkılaştırma etkisini yukarı çekmek adına önemli bir detay oldu. 2023’te ticari kredi faizleri ile mevduat faizleri arasındaki spread yıl ortalamasında -7.52 puan olurken, 2024’te -0.54 puana dek daraldı. Öte yandan AOFM ile olan spread 9.58 puandan sınırlı azalışla 9.22 puana geriledi.

Kredi faizleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

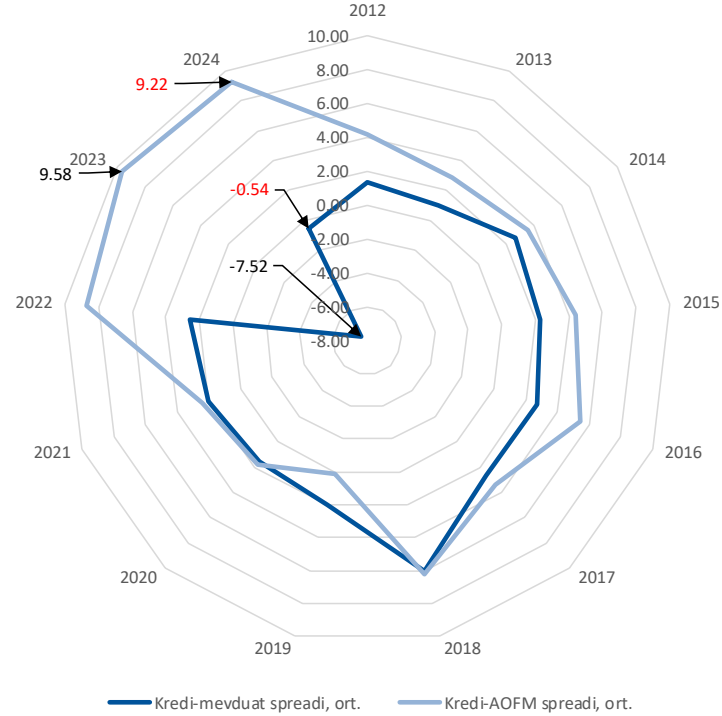
Seçilmiş lira maliyet göstergeleri, değişim, bp



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Karşılaştırma için 27 Aralık 2024 haftası ile 26 Mayıs 2023 haftası verileri baz alınmıştır.

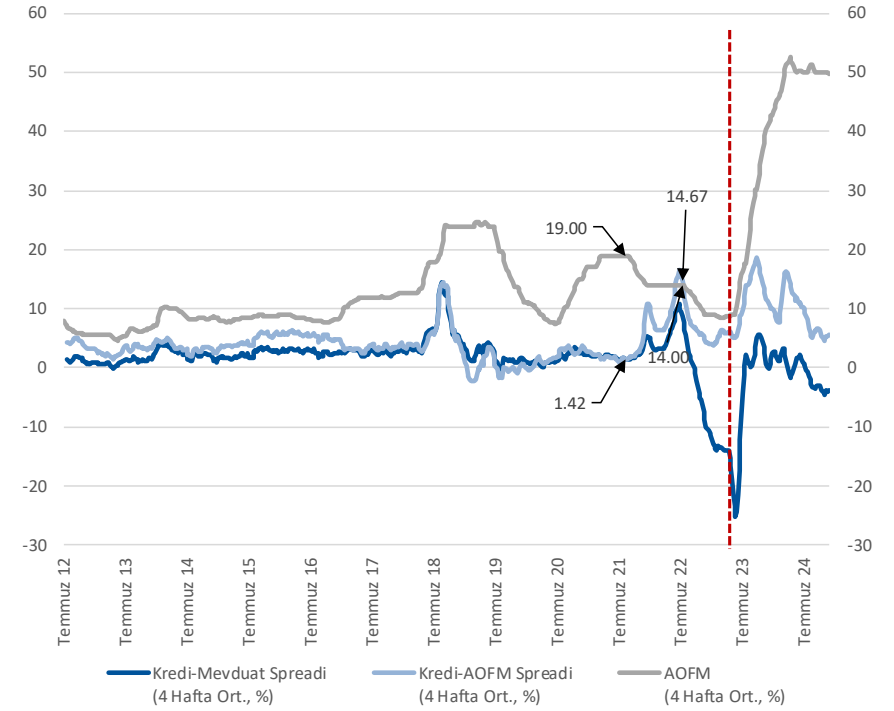
Kredi-mevduat & kredi-AOFM spread ortalamaları, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Spread hesaplaması için 3 aya kadar TRY mevduat faizi ile TL üzerinden açılan, tüzel kişi KMH ve kurumsal kredi kartları harç ticari faizlerin 4 haftalık ortalamaları üzerinden gidilmiştir.

Kredi mevduat, kredi-AOFM spread gelişimleri & AOFM



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

Spread hesaplaması için 3 aya kadar TRY mevduat faizi ile TL üzerinden açılan, tüzel kişi KMH ve kurumsal kredi kartları harç ticari faizlerin 4 haftalık ortalamaları üzerinden gidilmiştir.

■ Reel faiz

Reel faiz

Yıl ortalamasında enflasyonun (TÜFE) %60'a yakın seyri reel faiz hesaplamasının da «eksi» görünmesine neden oluyor. Ancak, bu kez koşullar farklı. Para politikasının geçişkenliğinde ciddi anlamda artış olması, alternatif getirileri ve reel faizi destekledi. Tabloyu geçen yıl olduğu üzere «detaylı bilgilendirmesi» ile birlikte bu yıl da paylaşmak istedik.

| Reel faiz (%) | Türkiye | Güney Afrika | Brezilya | Hindistan | Endonezya | Rusya | TR hariç grup ortalaması | Türkiye-grup ortalaması |
|------------------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|-------------------------|
| 2014-2017 ort. | 0.41 | 0.72 | 5.29 | 2.00 | 1.37 | 1.59 | 2.19 | -1.78 |
| 2018 ort. | 1.52 | 1.99 | 2.88 | 2.29 | 1.85 | 4.50 | 2.70 | -1.18 |
| 2019 ort. | 5.16 | 2.54 | 2.33 | 1.92 | 2.63 | 2.72 | 2.43 | 2.73 |
| 2020 ort. | -1.75 | 1.08 | -0.33 | -2.37 | 2.21 | 1.50 | 0.42 | -2.17 |
| 2021 ort. | -1.61 | -1.07 | -3.76 | -1.10 | 1.92 | -0.64 | -0.93 | -0.68 |
| 2022 ort. | -59.02 | -1.75 | 3.22 | -1.72 | -0.21 | -1.80 | -0.11 | -58.91 |
| 2023 ort. | -35.12 | 1.91 | 8.69 | 0.80 | 2.01 | 4.70 | 3.35 | -38.47 |
| 2024 ort. | -11.03 | 3.55 | 6.64 | 1.60 | 3.72 | 9.58 | 3.88 | -14.91 |
| Uzun dönem ort. | -12.92 | 0.77 | 2.62 | 0.26 | 1.68 | 1.80 | 1.44 | -14.35 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Reel faiz hesaplaması için ülkelerin resmi politika faizlerinden tüketici fiyatı seviyeleri çıkarılmıştır.

Türkiye için politika faizi ortalaması olarak AOFM kullanılmıştır.

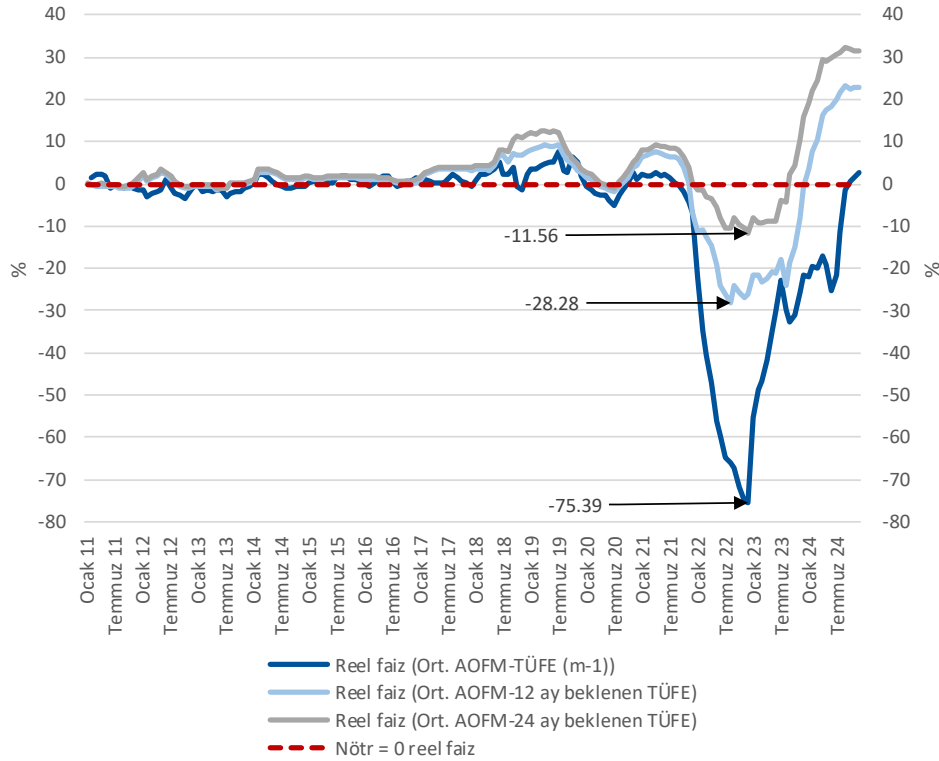
2022-23 yılı grup ortalaması analizlerinden Rusya çıkarılmış, bilgi amaçlı tabloda gösterilmiştir.

Tabloda, TR hariç (Aralık) ülkelere ait Kasım ayı enflasyon verileri üzerinden ilerlenmiştir. Aralık ayı rakamları tüm ülkeler için açıklanmadığından eşitlik bu şekilde sağlanmıştır. Ülkelerde ortalama politika faizi düzeyleri baz alınmıştır. Türkiye özelinde, yukarıda da belirtildiği üzere, AOFM üzerinden gidilmiştir.

Reel faiz

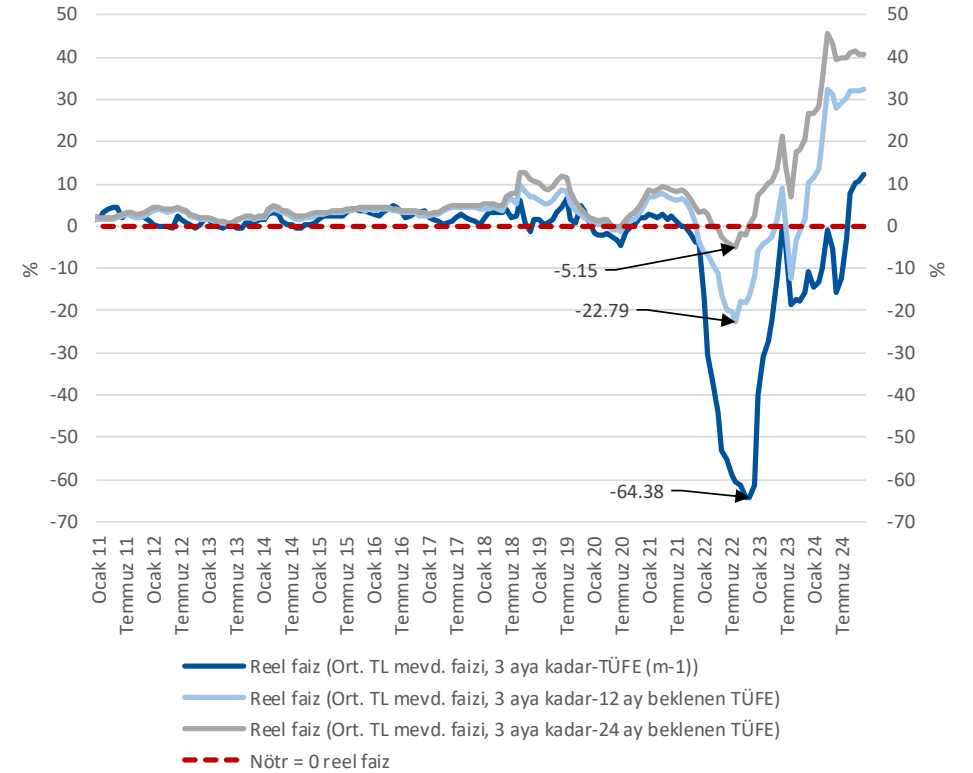
Başta mevduat faizi olmak üzere, para piyasası fonları ve diğer alternatif getirilerdeki yükselişler reel faiz anlamında önemli getiriler sunarken, lira ve cinsinden değerlendirilen varlıklar için de belirli bir koruma kalkanı yarattı. 2025'te ortalama enflasyonun %35 civarında olacağı varsayımı altında, reel getirinin hangi aralıkta şekilleneceği en kritik başlıklardan birisi.

Türkiye, reel faiz, AOFM'ye göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye, reel faiz, 3 aya kadar mevduat faizine göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ 2025 takvimi

| 2025 yılı seçilmiş merkez bankalarına ait toplantı tarihleri | | | | | | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------------------------|
| Dönem | TCMB | FED | ECB | BOJ | BOE | PPK & FOMC-dipnot |
| Ocak | 23 | 29 | 30 | 24 | | FOMC öncesi |
| Şubat | | | | | 6 | FOMC toplantısı yok |
| Mart | 6 | 19 | 6 | 19 | 20 | FOMC öncesi |
| Nisan | 17 | | 17 | | | FOMC toplantısı yok |
| Mayıs | | 7 | | 1 | 8 | |
| Haziran | 19 | 18 | 5 | 17 | 19 | FOMC sonrası |
| Temmuz | 24 | 30 | 24 | 31 | | FOMC öncesi |
| Ağustos | | | | | 7 | FOMC toplantısı yok |
| Eylül | 11 | 17 | 11 | 19 | 18 | FOMC öncesi |
| Ekim | 23 | 29 | 30 | 30 | | FOMC öncesi |
| Kasım | | | | | 6 | TCMB & FOMC toplantısı yok |
| Aralık | 11 | 10 | 18 | 19 | 18 | FOMC sonrası |
| Toplantı sayısı | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili merkez bankaları

| 2025 yılı TCMB açısından önemli rapor tarihleri | | |
|---|------------------|--------------------------|
| Dönem | Enflasyon Raporu | Finansal İstikrar Raporu |
| Ocak | | |
| Şubat | 7 | |
| Mart | | |
| Nisan | | |
| Mayıs | 22 | 30 |
| Haziran | | |
| Temmuz | | |
| Ağustos | 14 | |
| Eylül | | |
| Ekim | | |
| Kasım | 7 | 28 |
| Aralık | | |

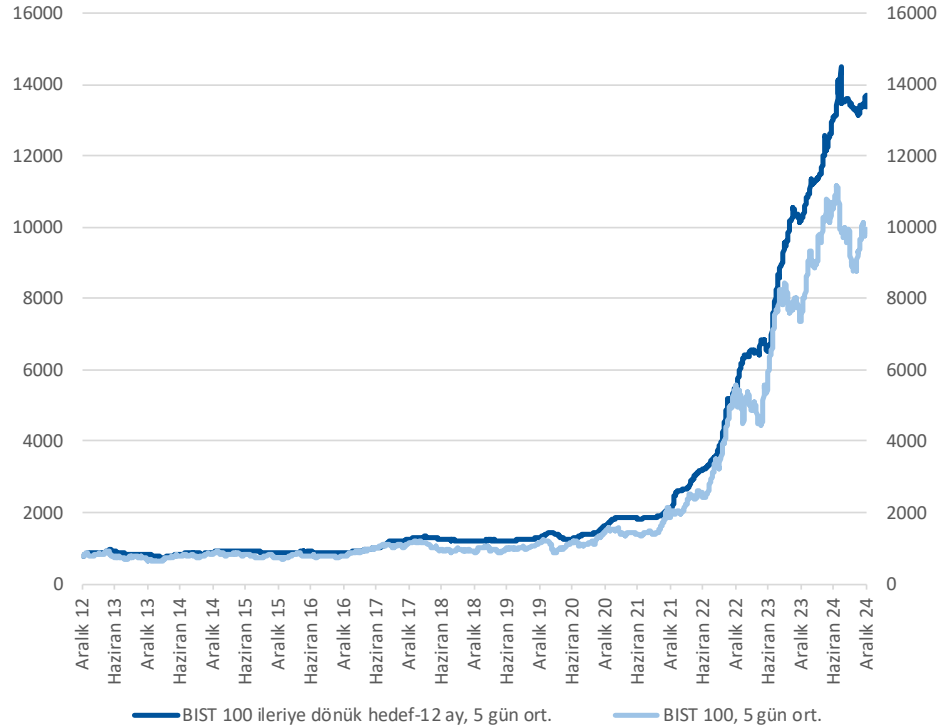
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

| Türkiye Kredi Notu Değerlendirme Tarihleri | | | |
|--|---------|-------|---------------------|
| Dönem | Moody's | Fitch | Standard and Poor's |
| Ocak | 24 | 31 | |
| Şubat | | | |
| Mart | | | |
| Nisan | | | 25 |
| Mayıs | | | |
| Haziran | | | |
| Temmuz | 25 | 25 | |
| Ağustos | | | |
| Eylül | | | |
| Ekim | | | 17 |
| Kasım | | | |
| Aralık | | | |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kuruluşlar, Foreks Türkiye

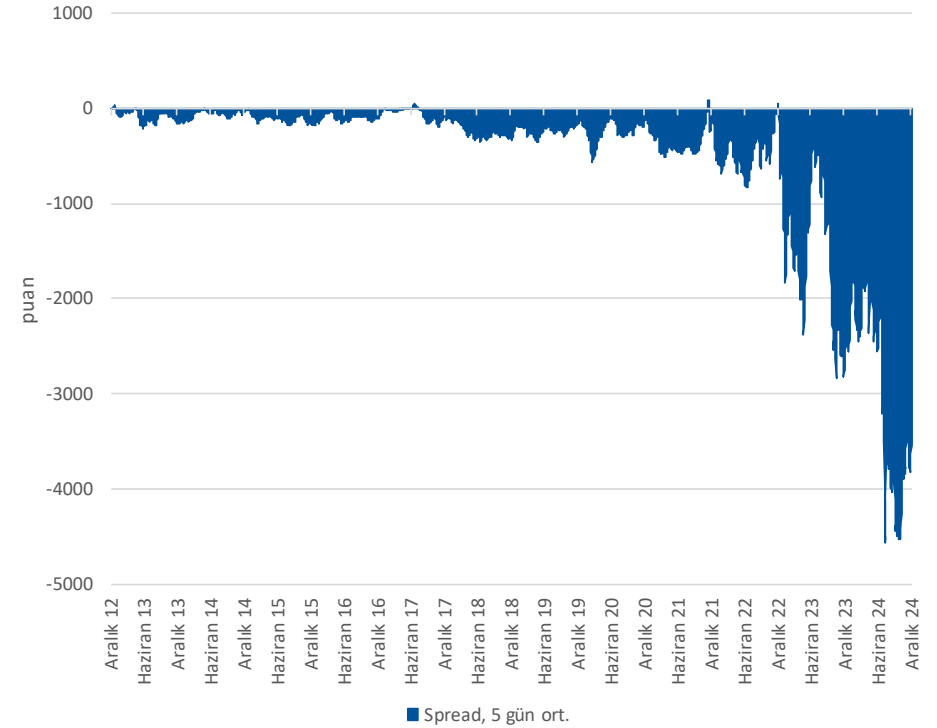
■ BIST

BIST 100 ileriye dönük hedef, 12-ay & BIST 100



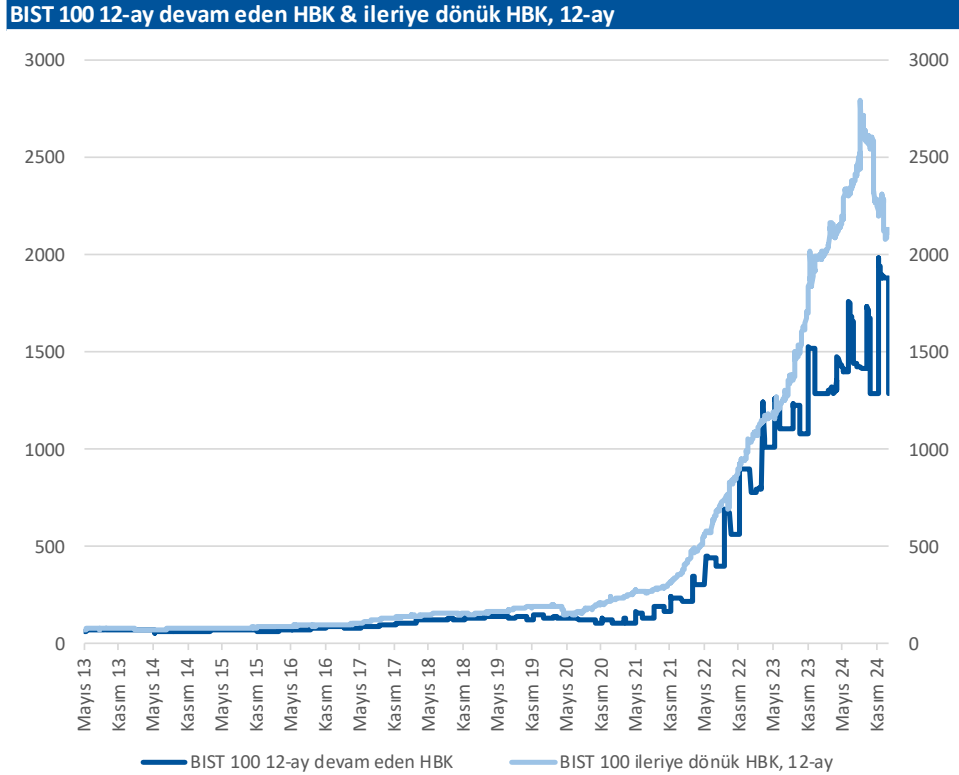
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST 100 & BIST 100 ileriye dönük hedef, 12-ay arasındaki spread

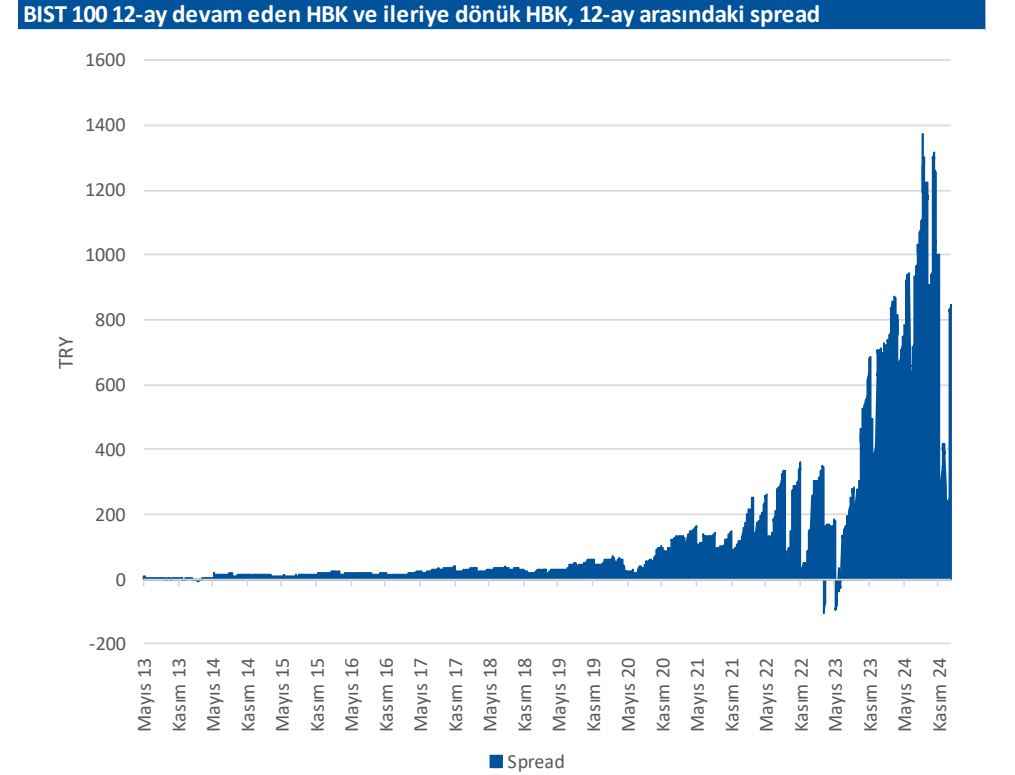


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Lira bazında hisse başı beklenen kar rakamları yıl ortasından bu yana aşağı yönde revize ediliyor.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

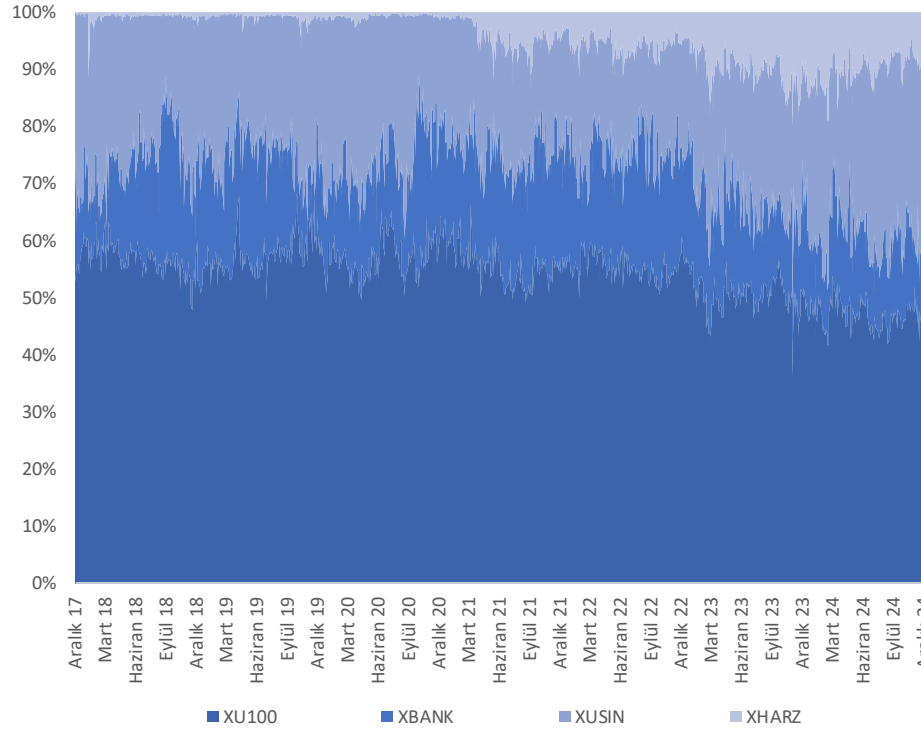


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST

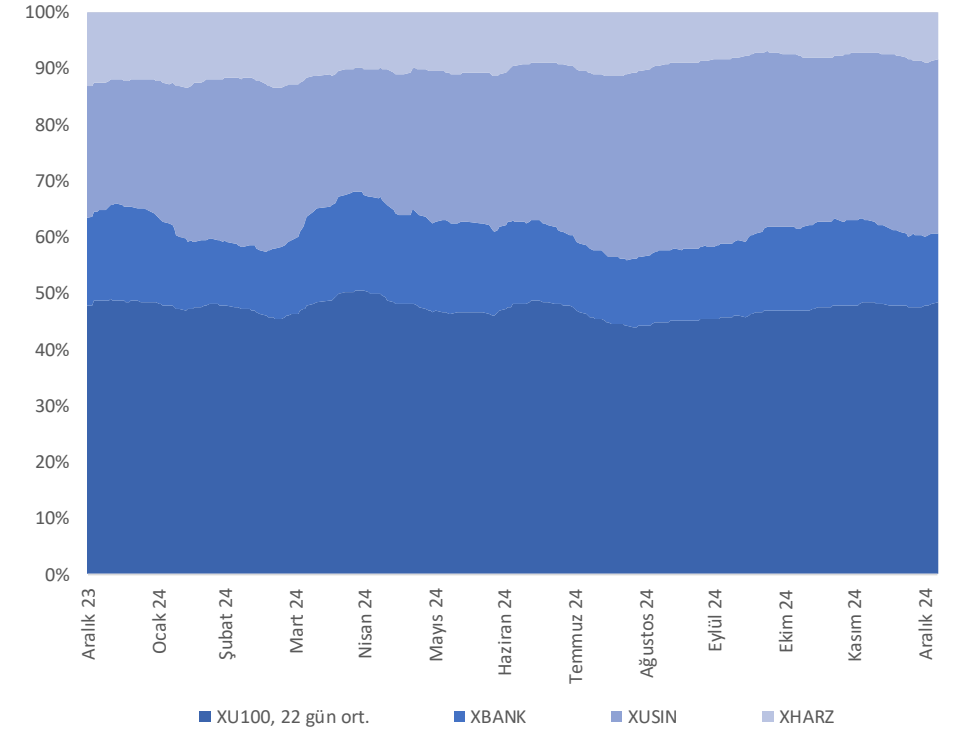
İşlem hacmi ve derinlik problemini yılın ikinci yarısında fazlasıyla deneyimledik. 2024'te XHARZ'a olan ilgi düşüşü işlem hacimlerine de yansırken, XBANK, özellikle yılın ilk yarısında ciddi anlamda hareketlilik sergiledi. 3Ç'deki hacim azalışı, 4Ç ile birlikte kısmen telafi edilmesine rağmen yine de arzu edilen seviyelerde yıl kapanışları gerçekleşmedi.

Seçilmiş endeksler bazında işlem miktarları dağılımı, günlük



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Seçilmiş endeksler bazında işlem miktarları dağılımı, 22 günlük ortalamalarına göre

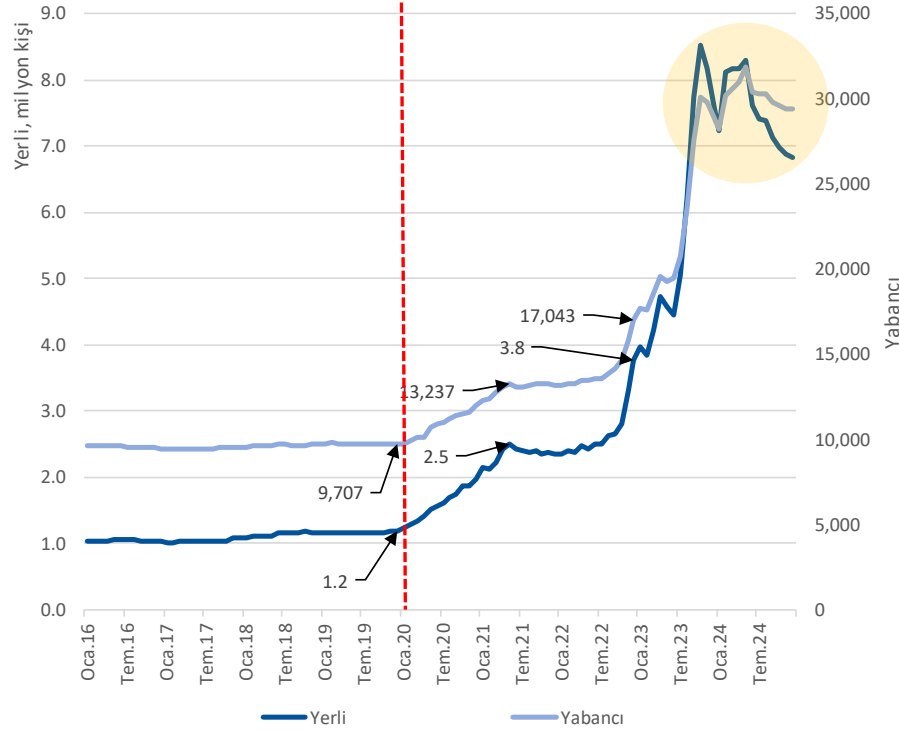


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

BIST

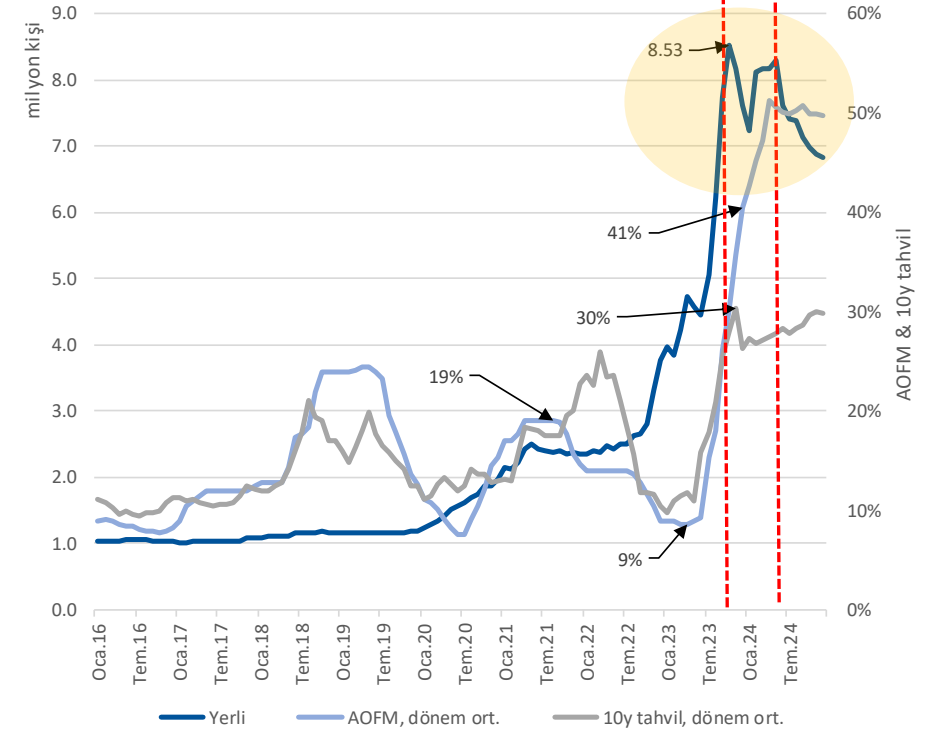
Geride kalan 4 yılda finansal koşullardaki gevşeme, yerel sermaye piyasalarına olan ilgiyi desteklemiş ve bilhassa hisse senetlerinin ayrışmasına imkan tanımıştı. Para politikasındaki sıkılaştırma-normalleşme ile birlikte yerli yatırımcı sayısında 8.5 milyon seviyesinden 7 milyona doğru «dengelenme» yaşandı. Bu, beklediğimiz bir durumdu. 2025'te nispeten ilgide canlanma bekleriz.

Yerli/yabancı yatırımcı sayıları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, MKK

Yerli yatırımcı sayısı, AOFM & 10y tahvil



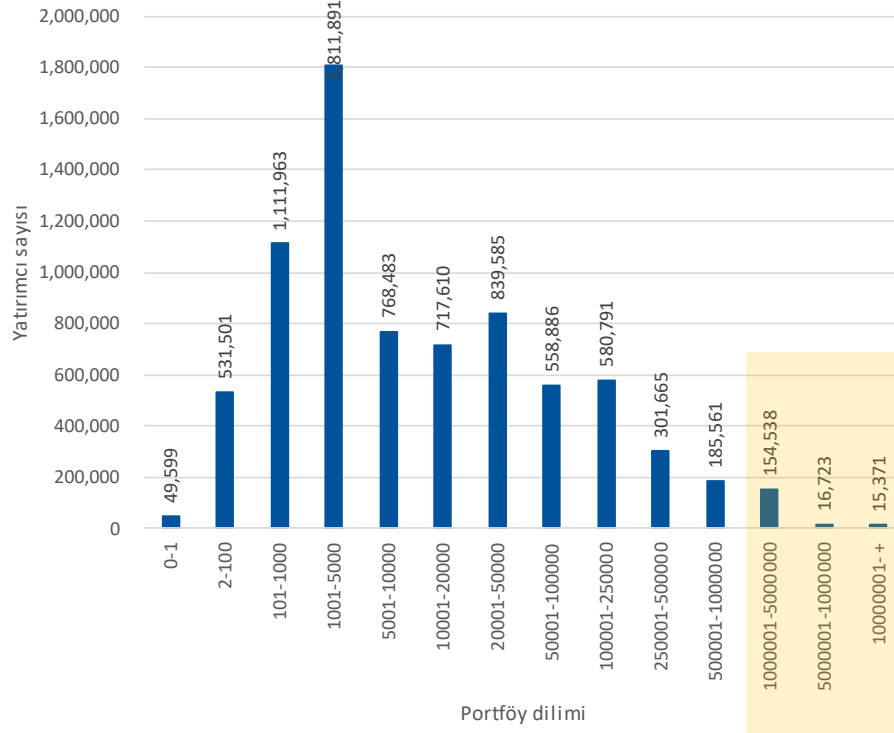
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK, Bloomberg

AOFM: TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti

| Kişi sayısı, yerli | | | | | | | | | | | | |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|
| Yaş aralığı | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Yaş aralığı | 2020-19 değişim | 2021-20 değişim | 2022-21 değişim | 2023-22 değişim | 2024-23 değişim |
| 0 - 14 | 1,217 | 1,555 | 3,496 | 11,484 | 76,933 | 70,978 | 0 - 14 | 338 | 1,941 | 7,988 | 65,449 | -5,955 |
| 15 - 19 | 3,244 | 15,123 | 15,311 | 46,687 | 203,715 | 118,878 | 15 - 19 | 11,879 | 188 | 31,376 | 157,028 | -84,837 |
| 20 - 24 | 22,423 | 108,725 | 121,468 | 271,205 | 784,106 | 568,299 | 20 - 24 | 86,302 | 12,743 | 149,737 | 512,901 | -215,807 |
| 25 - 29 | 58,993 | 209,635 | 235,988 | 472,277 | 1,063,875 | 844,498 | 25 - 29 | 150,642 | 26,353 | 236,289 | 591,598 | -219,377 |
| 30 - 34 | 98,791 | 259,021 | 311,502 | 560,085 | 1,107,306 | 960,376 | 30 - 34 | 160,230 | 52,481 | 248,583 | 547,221 | -146,930 |
| 35 - 39 | 140,242 | 271,854 | 329,225 | 552,453 | 1,048,365 | 966,339 | 35 - 39 | 131,612 | 57,371 | 223,228 | 495,912 | -82,026 |
| 40 - 44 | 162,338 | 262,001 | 328,870 | 517,181 | 973,289 | 936,192 | 40 - 44 | 99,663 | 66,869 | 188,311 | 456,108 | -37,097 |
| 45 - 49 | 166,564 | 226,995 | 275,305 | 405,075 | 773,747 | 774,741 | 45 - 49 | 60,431 | 48,310 | 129,770 | 368,672 | 994 |
| 50 - 54 | 143,250 | 174,772 | 209,630 | 297,989 | 563,377 | 581,202 | 50 - 54 | 31,522 | 34,858 | 88,359 | 265,388 | 17,825 |
| 55 - 59 | 123,387 | 141,594 | 167,582 | 214,007 | 379,666 | 383,377 | 55 - 59 | 18,207 | 25,988 | 46,425 | 165,659 | 3,711 |
| 60 - 64 | 97,545 | 109,379 | 120,883 | 154,604 | 258,406 | 265,333 | 60 - 64 | 11,834 | 11,504 | 33,721 | 103,802 | 6,927 |
| 65 - 69 | 70,442 | 78,281 | 91,194 | 108,832 | 166,857 | 171,705 | 65 - 69 | 7,839 | 12,913 | 17,638 | 58,025 | 4,848 |
| 70 - 74 | 44,869 | 50,857 | 55,987 | 67,125 | 98,971 | 104,786 | 70 - 74 | 5,988 | 5,130 | 11,138 | 31,846 | 5,815 |
| +75 | 54,753 | 60,633 | 67,154 | 78,321 | 105,738 | 114,356 | +75 | 5,880 | 6,521 | 11,167 | 27,417 | 8,618 |
| Toplam | 1,188,058 | 1,970,425 | 2,333,595 | 3,757,325 | 7,604,351 | 6,861,060 | | 782,367 | 363,170 | 1,423,730 | 3,847,026 | -743,291 |

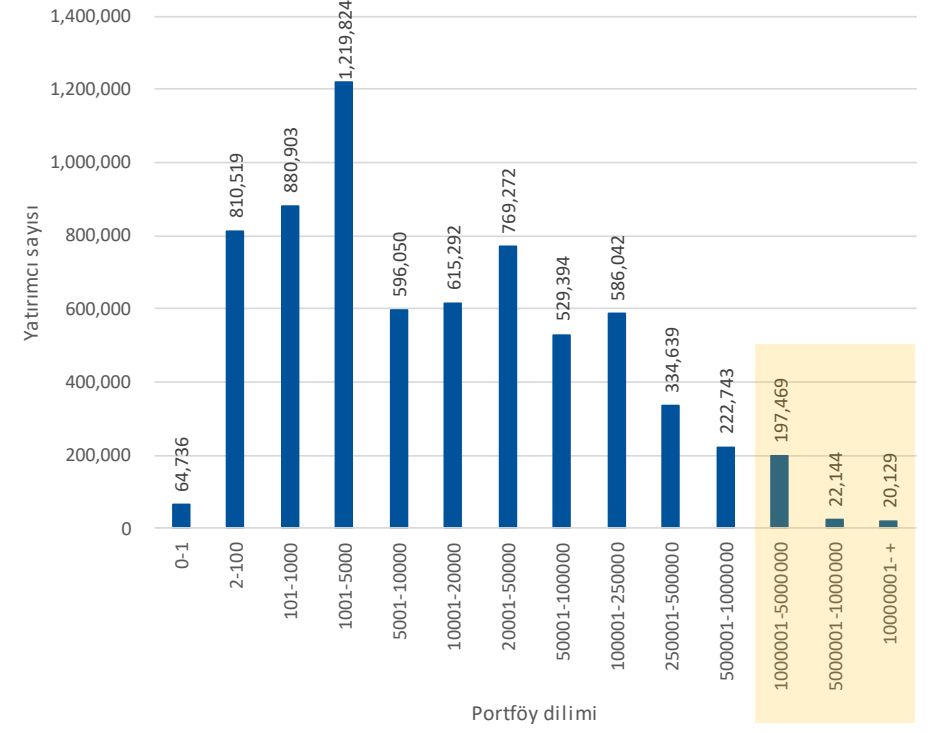
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK

Portföy dilimine göre yerli yatırımcı sayıları, Aralık 2023



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, MKK

Portföy dilimine göre yerli yatırımcı sayıları, Aralık 2024

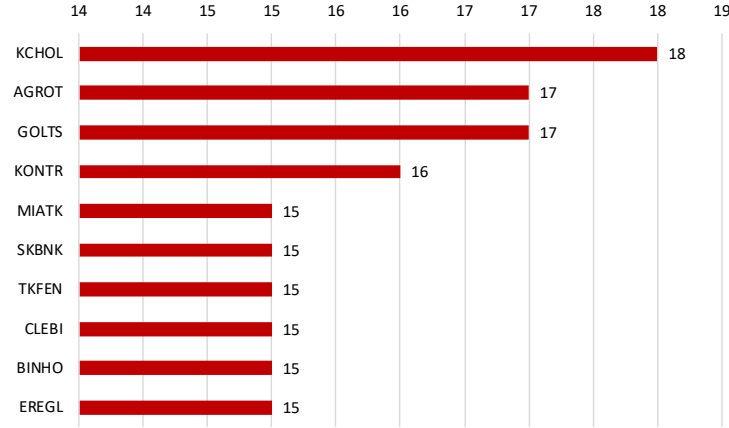


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, MKK

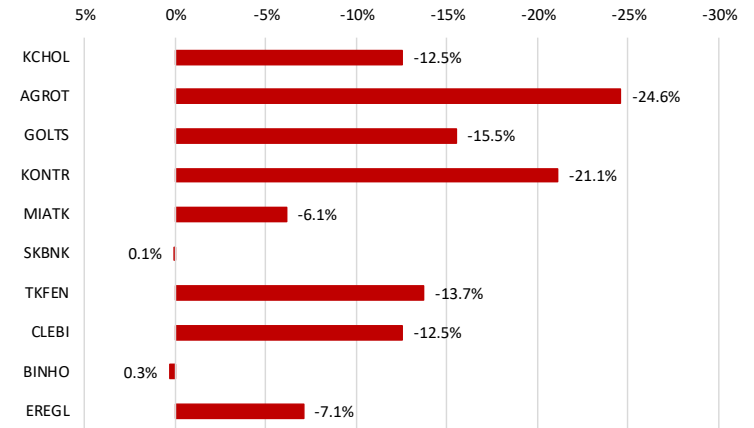
BIST

BIST 100 şirketlerinin 2024 yılının son 1 aylık dönemindeki endeksin altında veya üzerinde performans gösterdiği gün sayısı ve relatif performans durumları.

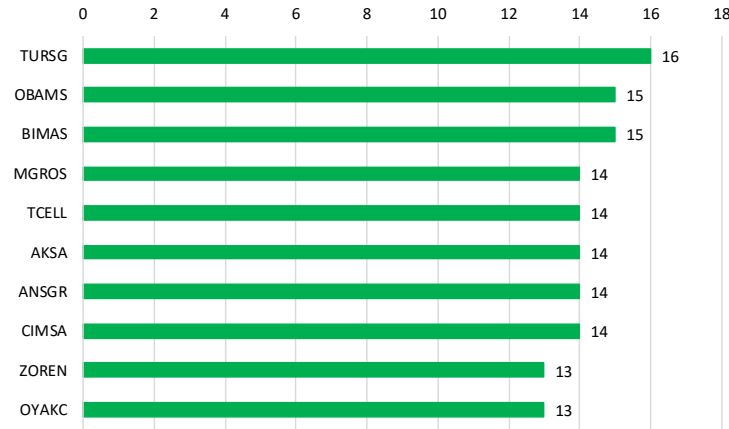
BIST 100'deki şirketlerin 2024'ün son 1 ayındaki negatif relatif performans gün sayısı



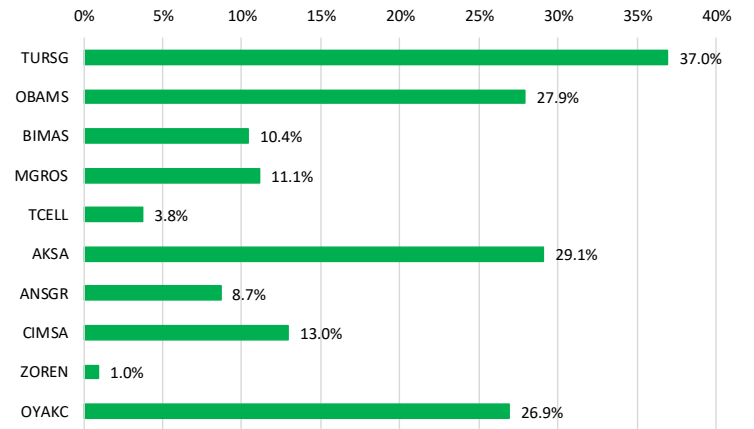
Soldaki grafikte yer alan şirketlerin 2024'ün son 1 ayındaki relatif performansı



BIST 100'deki şirketlerin 2024'ün son 1 ayındaki pozitif relatif performans gün sayısı

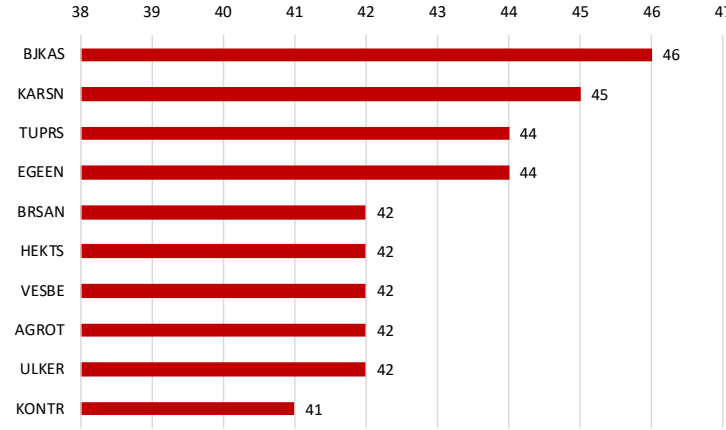
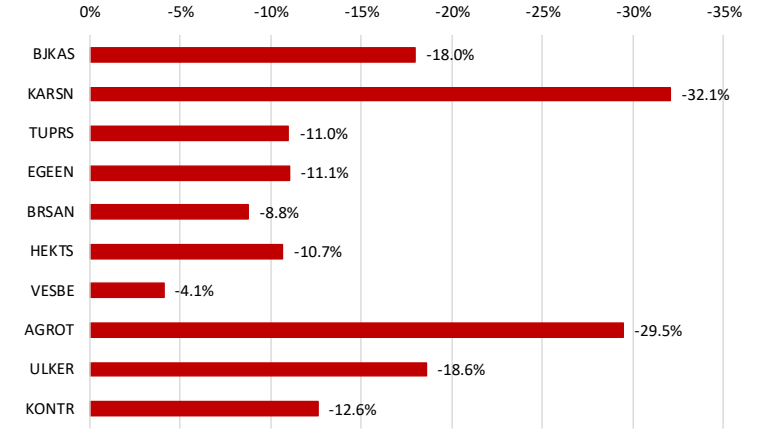
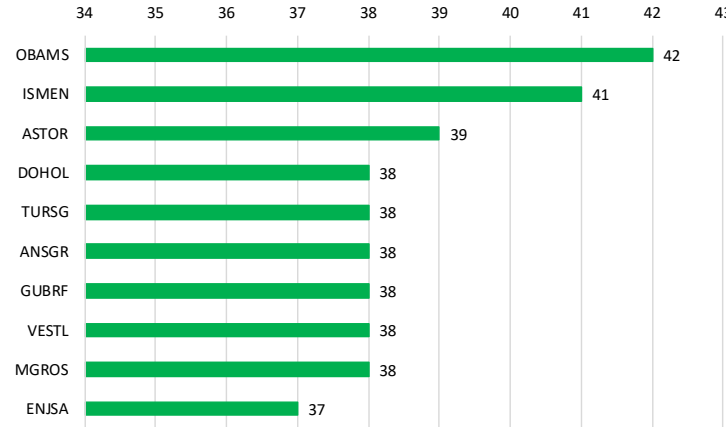
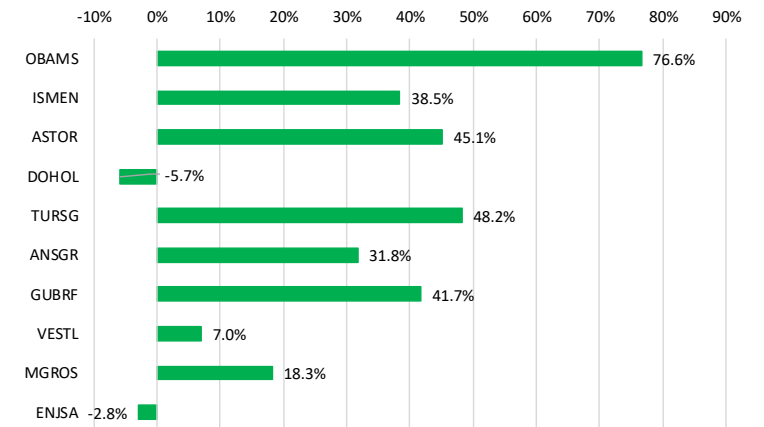


Soldaki grafikte yer alan şirketlerin 2024'ün son 1 ayındaki relatif performansı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

BIST 100 şirketlerinin 2024 yılının son 3 aylık dönemindeki endeksin altında veya üzerinde performans gösterdiği gün sayısı ve relatif performans durumları.

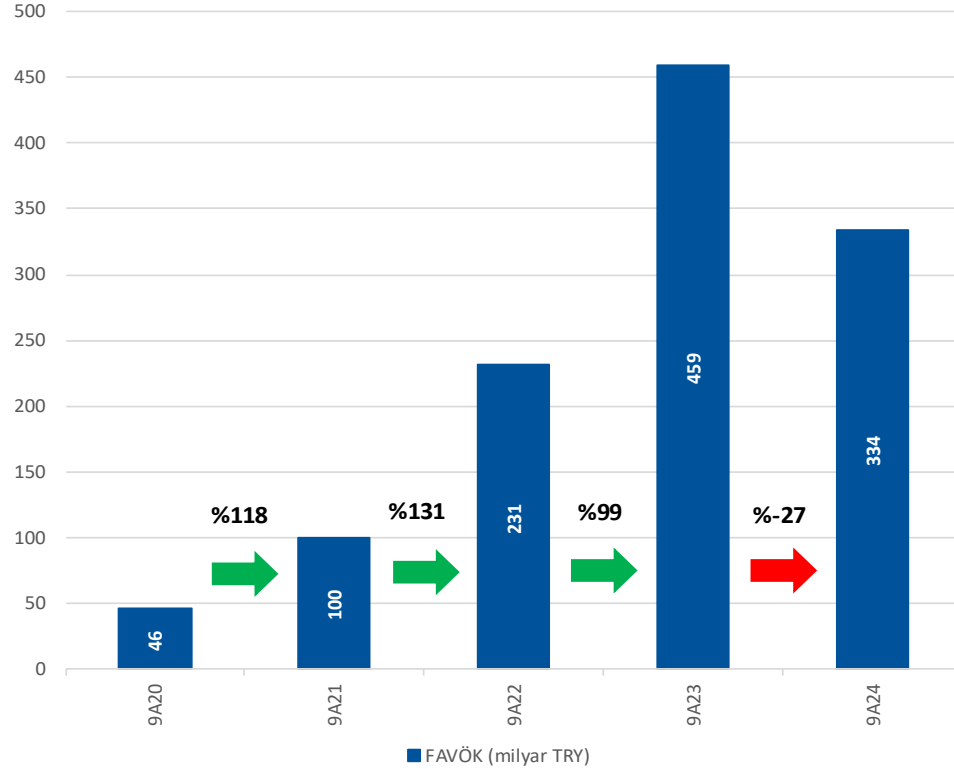
BIST 100'deki şirketlerin 2024'ün son 3 ayındaki negatif relatif performans gün sayısı**Soldaki grafikte yer alan şirketlerin 2024'ün son 3 ayındaki relatif performansı****BIST 100'deki şirketlerin 2024'ün son 3 ayındaki pozitif relatif performans gün sayısı****Soldaki grafikte yer alan şirketlerin 2024'ün son 3 ayındaki relatif performansı**

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

BIST

BIST sanayi endeksinde yer alan şirketler için yaptığımız çalışma, 2024 yılı itibarıyla FAVÖK ve net kar tarafında daralmalar olduğunu gösteriyor. Ancak, 3Ç döneminden itibaren en kötü finansalları görme ihtimalimiz ve ılımlı da olsa toparlanma görmeye başlayabileceğimiz düşüncesindeyiz. 4Ç dönemi için henüz erken olmakla birlikte, 3Ç'ye paralel bir senaryoya yüksek olasılık veriyoruz.

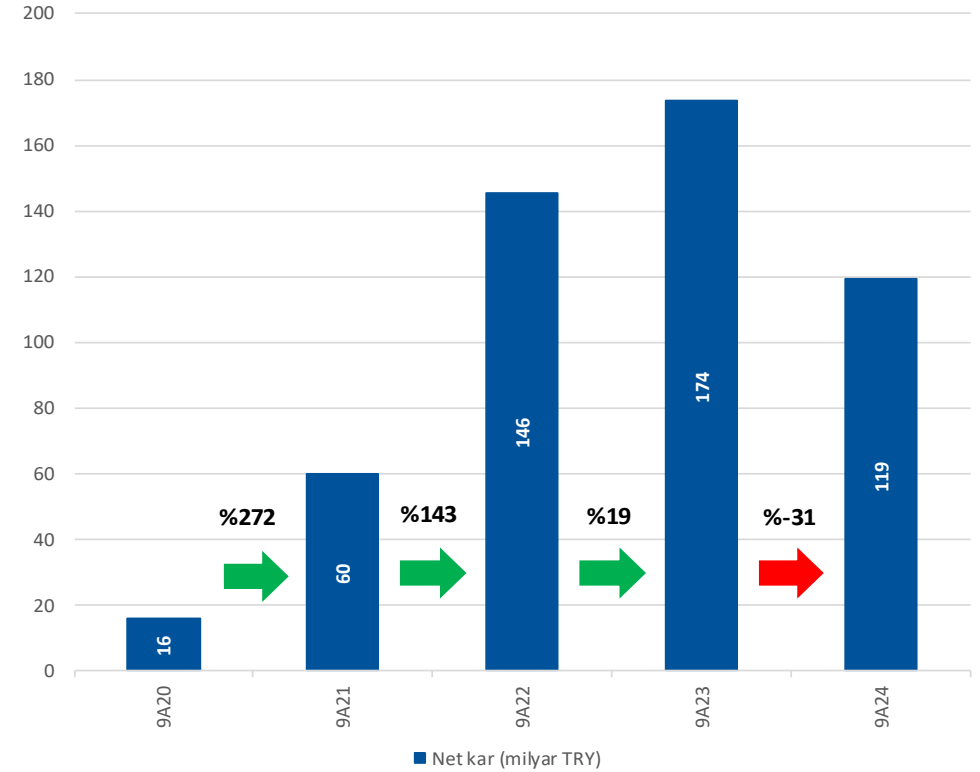
XUSIN endeksi 9 aylık bazda FAVÖK değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*9A23 ve 9A24 rakamları enflasyon muhasebesi etkilerini içermektedir.

XUSIN endeksi 9 aylık bazda net kar değişimi

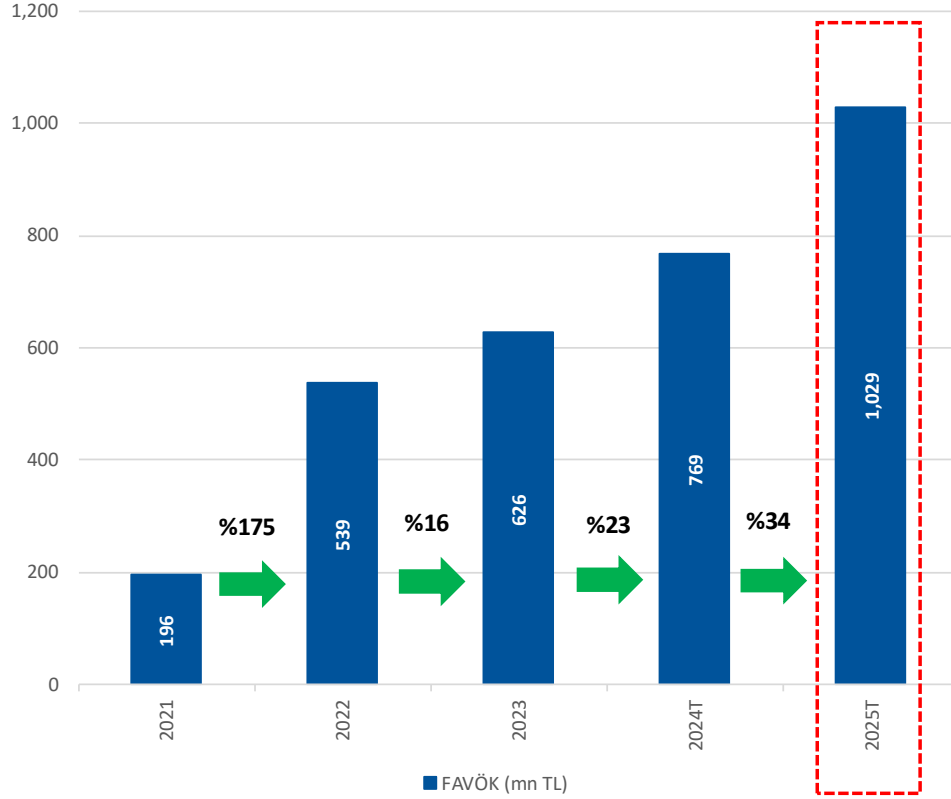


Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*9A23 ve 9A24 rakamları enflasyon muhasebesi etkilerini içermektedir.

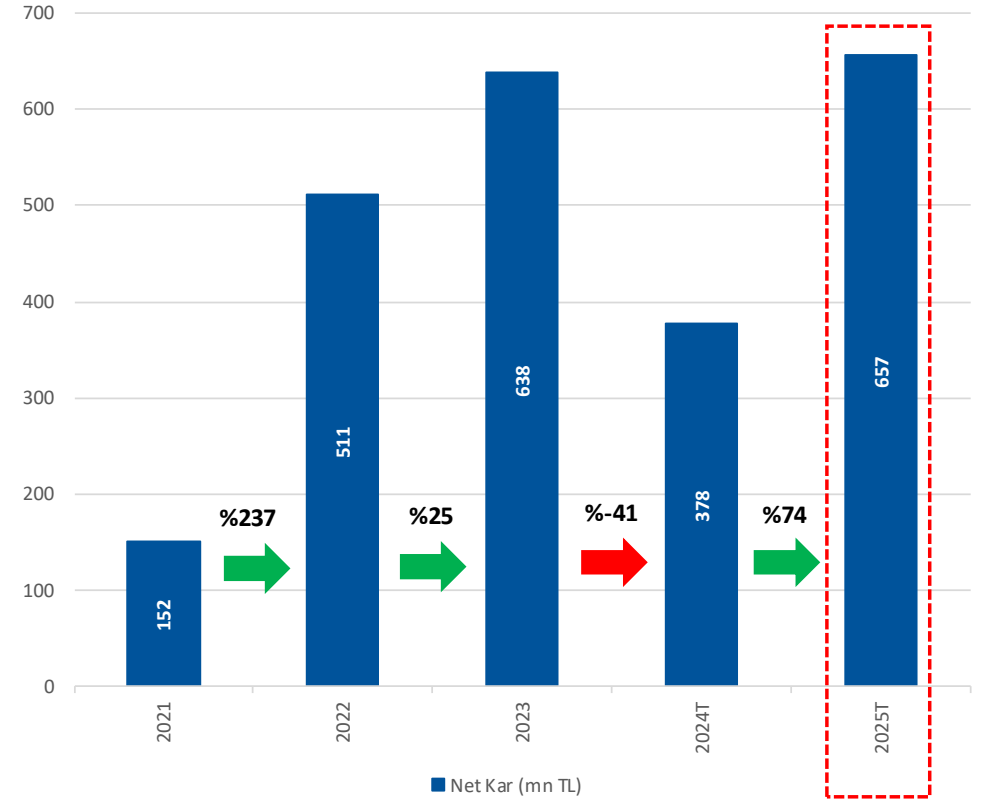
Araştırma kapsamımızda yer alan finans dışı şirketlerin FAVÖK değişimini 2025 yılının tamamı için 2024 yılına kıyasla %34, net kar değişimlerini ise %74 olarak hesaplıyoruz.

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin FAVÖK kalemi seyri



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin net kar kalemi seyri



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

| Dönem | Hisse | Aktif karlılık - yıllık | Aktif karlılık - yıllık/Ç-1 | Özsermaye karlılığı - yıllık | Özsermaye karlılığı - yıllık/Ç-1 | Yatırım karlılığı | Yatırım karlılığı/Ç-1 |
|---------|-------|-------------------------|-----------------------------|------------------------------|----------------------------------|-------------------|-----------------------|
| 2024/9M | AKBNK | 2.5% | -0.9 puan | 22.6% | -7.1 puan | | |
| 2024/9M | AEFES | 6.4% | -3.7 puan | 27.2% | -17.9 puan | 9.3% | -5.7 puan |
| 2024/9M | ALARK | 7.1% | 0.9 puan | 10.8% | 1.3 puan | 9.2% | 1.1 puan |
| 2024/9M | ASELS | 6.8% | -1.5 puan | 11.6% | -2.8 puan | 9.9% | -2.6 puan |
| 2024/9M | ASTOR | 33.4% | -3.8 puan | 49.8% | -5.9 puan | 49.3% | -5.7 puan |
| 2024/9M | BIMAS | 11.8% | -4.2 puan | 27.1% | -11.3 puan | 19.6% | -7.8 puan |
| 2024/9M | EKGYO | 2.3% | 3.5 puan | 4.9% | 7.5 puan | 4.8% | 7.3 puan |
| 2024/9M | ENKAI | 8.3% | 0.2 puan | 10.7% | 0.2 puan | 9.8% | 0.2 puan |
| 2024/9M | EREGL | 5.5% | -0.3 puan | 9.4% | -0.3 puan | 7.4% | -0.5 puan |
| 2024/9M | FROTO | 19.4% | -8 puan | 61.0% | -29.9 puan | 34.1% | -15.4 puan |
| 2024/9M | GARAN | 4.5% | -0.4 puan | 37.3% | -4.2 puan | | |
| 2024/9M | HEKTS | -13.1% | -6.1 puan | -43.6% | -18.8 puan | -34.2% | -14.6 puan |
| 2024/9M | ISCTR | 2.1% | -0.8 puan | 20.5% | -7.3 puan | | |
| 2024/9M | KCHOL | 1.3% | -0.7 puan | 9.8% | -6.3 puan | 3.9% | -2.4 puan |
| 2024/9M | KONTR | 3.2% | -3.7 puan | 13.3% | -15.5 puan | 5.0% | -5.9 puan |
| 2024/9M | KOZAL | 9.1% | 11.2 puan | 10.2% | 12.6 puan | 9.8% | 12.2 puan |
| 2024/9M | KRDMD | 2.7% | 0.4 puan | 4.6% | 0.5 puan | 4.1% | 0.4 puan |
| 2024/9M | MGROS | 5.9% | -3.3 puan | 16.0% | -11.4 puan | 11.7% | -7.9 puan |
| 2024/9M | PETKM | 18.3% | -2 puan | 35.9% | -6.4 puan | 26.2% | -3.8 puan |
| 2024/9M | PGSUS | 10.5% | 0.2 puan | 41.3% | -2 puan | 13.3% | 0.1 puan |
| 2024/9M | SAHOL | 0.3% | 0.2 puan | 2.9% | 2.5 puan | 1.1% | 1 puan |
| 2024/9M | SASA | 18.2% | -7.5 puan | 40.1% | -21.2 puan | 25.0% | -11.7 puan |
| 2024/9M | SISE | 5.4% | -0.2 puan | 11.7% | -0.4 puan | 6.8% | -0.4 puan |
| 2024/9M | TCELL | 15.5% | 5.3 puan | 32.0% | 9.3 puan | 20.3% | 6.7 puan |
| 2024/9M | THYAO | 15.8% | -1.5 puan | 36.6% | -5.9 puan | 21.4% | -2.2 puan |
| 2024/9M | TOASO | 13.8% | -4.6 puan | 31.5% | -13.5 puan | 26.5% | -11.6 puan |
| 2024/9M | TTKOM | 12.0% | -2.8 puan | 23.9% | -8.7 puan | 16.7% | -5.1 puan |
| 2024/9M | TUPRS | 15.6% | -3 puan | 30.1% | -7.2 puan | 27.9% | -5.9 puan |
| 2024/9M | ULKER | 8.2% | -5.1 puan | 28.4% | -22.3 puan | 10.6% | -7 puan |
| 2024/9M | YKBNK | 2.1% | -1.3 puan | 23.3% | -13 puan | | |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

| Son dönem verileri | |
|--------------------------|-------|
| Ort. Aktif karlılık | 8.5% |
| Ort. Özsermaye karlılığı | 21.4% |
| Ort. Yatırım karlılığı | 13.5% |

| Bir önceki dönem verileri | |
|---------------------------|-------|
| Ort. Aktif karlılık | 9.9% |
| Ort. Özsermaye karlılığı | 28.2% |
| Ort. Yatırım karlılığı | 16.8% |

■ Enflasyon muhasebesi

Enflasyon muhasebesi

- 2025 yılında da enflasyon muhasebesi uygulaması sürdürülecek. Fonksiyonel para birimi Türk lirası dışında başka bir para birimi olan şirketler, enflasyon muhasebesi kapsamı dışında olmaya devam edecek. 2026 yılındaki uygulama için ise fikir belirtmenin henüz erken olduğu düşüncesindeyiz.
- Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerle yaptığımız görüşmelerde, enflasyondaki artış hızında beklediğimiz yavaşlama ile enflasyon muhasebesinin finansallar üzerindeki etkisinde her geçen çeyrek azalış olmasını teyit ettiler; ancak, yine de rakamlarla ifade etmenin zor olduğu belirtildi. **Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma olarak tahminlerimizin 2024 1Ç döneminden bu yana aldığımız hızlı aksiyonlar sayesinde enflasyon muhasebesi etkilerini içerdiğini vurgulamak isteriz.**
- **Aşağıda yer alan şirketler fonksiyonel para biriminin Türk lirası dışında başka bir para birimi olması dolayısıyla kapsam dışında olacak. Ancak, alt şirketleri ve/veya iştiraklerindeki Türk lirası işlemlerinden dolayı kısmen etkilenmeye devam edeceğinin altını çizmek isteriz. Ayrıca, söz konusu şirketlerde bilanço anlamında etkisi olmasa dahi vergisel açıdan etkilerinin azalan ölçekte sürmesi bekleniyor.**

| Hisse | Şirket | Fonksiyonel para birimi | Piyasa değeri (mio TRY) | Piyasa değeri (mio USD) | 2024 nominal performans | 2024 relatif performans | F/K | FD/FAVÖK | FD/Satışlar |
|-------|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--------|----------|-------------|
| ARENA | Arena Bilgisayar | USD | 3,292 | 93 | 14% | -14% | | 5.39 | 0.20 |
| BRSAN | Borusan Boru Sanayi | USD | 61,590 | 1,746 | -27% | -45% | 46.61 | 22.9 | 1.25 |
| BRYAT | Borusan Yat. Paz. | USD | 56,981 | 1,616 | -12% | -33% | 33.55 | | 626.16 |
| DOCO | Do & Co Aktiengesellschaft | EUR | 71,228 | 2,019 | 46% | 11% | 24.36 | 3.9 | 0.97 |
| DOKTA | Döktaş Dökümcülük | EUR | 8,476 | 240 | -15% | -36% | 66.99 | 14.3 | 1.33 |
| ENKAI | Enka İnşaat | USD | 303,900 | 8,616 | 50% | 14% | 12.50 | 10.3 | 2.21 |
| EREGL | Ereğli Demir Çelik | USD | 173,040 | 4,906 | 20% | -8% | 9.26 | 10.2 | 1.23 |
| HTTBT | Hitit Bilgisayar Hizmetleri | USD | 12,528 | 355 | 113% | 62% | 52.72 | 33.5 | 12.66 |
| HUNER | Hun Yenilenebilir Enerji Üretim | USD | 3,820 | 108 | -1% | -25% | 712.52 | 7.6 | 6.65 |
| INGRM | Ingram Bilişim | USD | 10,902 | 309 | -7% | -29% | 327.44 | 24.7 | 0.77 |
| ISDMR | İskenderun Demir Ve Çelik | USD | 120,060 | 3,404 | 19% | -10% | 8.38 | 12.0 | 1.20 |
| KARYE | Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim | USD | 1,570 | 45 | 24% | -6% | 8.24 | 24.4 | 5.87 |
| KLMSN | Klimasan Klima | EUR | 2,303 | 65 | 30% | -1% | | 106.2 | 0.91 |
| KOPOL | Koza Polyester Sanayi | USD | 8,106 | 230 | -2% | -26% | 25.40 | 10.3 | 1.83 |
| KORDS | Kordsa Teknik Tekstil | USD | 14,512 | 411 | -8% | -30% | | 14.1 | 1.05 |
| PARSN | Parsan | EUR | 6,932 | 197 | -4% | -27% | 55.14 | 20.7 | 2.68 |
| PENTA | Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret | USD | 6,265 | 178 | -14% | -34% | 18.18 | 5.7 | 0.26 |
| PETKM | Petkim | USD | 46,506 | 1,319 | -1% | -24% | 2.39 | | 1.07 |
| PGSUS | Pegasus Hava Taşımacılığı | EUR | 111,850 | 3,171 | 60% | 22% | 4.82 | 7.4 | 2.08 |
| SEKUR | Sekuro Plastik | USD | 665 | 19 | 91% | 45% | | 10.6 | 0.99 |
| TATEN | Tatlıpınar Enerji Üretim | USD | 12,005 | 340 | 35% | 2% | 12.85 | 13.8 | 8.95 |
| TAVHL | Tav Havalimanları | EUR | 98,994 | 2,807 | 155% | 94% | 11.27 | 8.4 | 2.59 |
| THYAO | Türk Hava Yolları | USD | 411,240 | 11,659 | 23% | -7% | 2.26 | 5.3 | 0.99 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Enflasyon muhasebesi etkisi analizi – Brüt kar marjı (Araştırma kapsamımız)

| Şirket Kodu | 1Ç23 E* | 1Ç23 Y* | 1Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 2Ç23 E* | 2Ç23 Y* | 2Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 3Ç23 E* | 3Ç23 Y* | 3Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort |
|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|
| ENKAI | 19.5% | 19.5% | 23.7% | 0.0% | 4.2% | 68.5% | 66.8% | 25.4% | 25.4% | 26.2% | 0.0% | 0.8% | 71.6% | 72.3% | 21.2% | 21.2% | 22.5% | 0.0% | 1.3% | 49.4% | 54.1% |
| SISE | 33.8% | 29.9% | 22.9% | -3.9% | -7.0% | 68.5% | 66.8% | 32.4% | 26.7% | 23.5% | -5.7% | -3.2% | 71.6% | 72.3% | 35.9% | 30.0% | 23.2% | -5.8% | -6.9% | 49.4% | 54.1% |
| TKFEN | 8.5% | 0.5% | 12.1% | -8.0% | 11.5% | 68.5% | 66.8% | 15.0% | 10.8% | 11.9% | -4.2% | 1.1% | 71.6% | 72.3% | 11.6% | 8.3% | 8.3% | -3.3% | 0.0% | 49.4% | 54.1% |
| AYGAZ | 5.6% | 5.1% | 8.4% | -0.6% | 3.4% | 68.5% | 66.8% | 10.1% | 9.3% | 6.9% | -0.8% | -2.4% | 71.6% | 72.3% | 10.8% | 10.3% | 10.1% | -0.5% | -0.2% | 49.4% | 54.1% |
| PETKM | -0.2% | -9.7% | -0.7% | -9.5% | 9.0% | 68.5% | 66.8% | 3.6% | -3.0% | 3.1% | -6.6% | 6.1% | 71.6% | 72.3% | 13.1% | -0.2% | -6.8% | -13.2% | -6.7% | 49.4% | 54.1% |
| TUPRS | 15.1% | 14.8% | 8.0% | -0.2% | -6.9% | 68.5% | 66.8% | 16.7% | 16.0% | 9.1% | -0.8% | -6.8% | 71.6% | 72.3% | 17.7% | 18.0% | 9.6% | 0.3% | -8.5% | 49.4% | 54.1% |
| AKSEN | 19.6% | 18.7% | 17.0% | -0.9% | -1.8% | 68.5% | 66.8% | 25.7% | 24.4% | 23.6% | -1.3% | -0.8% | 71.6% | 72.3% | 23.0% | 22.4% | 19.5% | -0.7% | -2.9% | 49.4% | 54.1% |
| ALFAS | 18.2% | 18.1% | -8.3% | -0.1% | -26.3% | 68.5% | 66.8% | 24.1% | 23.9% | 29.4% | -0.1% | 5.5% | 71.6% | 72.3% | 30.9% | 31.0% | 22.7% | 0.1% | -8.4% | 49.4% | 54.1% |
| BIOEN | 20.9% | 25.3% | 13.4% | 4.4% | -11.9% | 68.5% | 66.8% | 19.5% | 11.0% | -0.2% | -8.5% | -11.2% | 71.6% | 72.3% | 26.2% | 2.8% | 0.5% | -23.4% | -2.3% | 49.4% | 54.1% |
| GWIND | 78.0% | 64.8% | 60.7% | -13.2% | -4.0% | 68.5% | 66.8% | 71.4% | 51.1% | 45.2% | -20.2% | -5.9% | 71.6% | 72.3% | 75.0% | 63.6% | 55.5% | -11.4% | -8.1% | 49.4% | 54.1% |
| ENJSA | 20.0% | 12.1% | 27.8% | -7.9% | 15.7% | 68.5% | 66.8% | 16.1% | 17.9% | 20.8% | 1.8% | 3.0% | 71.6% | 72.3% | 15.9% | 16.8% | 18.5% | 1.0% | 1.7% | 49.4% | 54.1% |
| EREGL | 4.3% | 4.3% | 14.1% | 0.0% | 9.8% | 68.5% | 66.8% | 9.7% | 9.7% | 12.4% | 0.0% | 2.6% | 71.6% | 72.3% | 12.9% | 12.9% | 8.9% | 0.0% | -4.0% | 49.4% | 54.1% |
| KRDMD | 11.8% | -3.8% | 9.6% | -15.6% | 13.4% | 68.5% | 66.8% | 19.9% | 20.5% | 1.9% | 0.6% | -18.6% | 71.6% | 72.3% | 17.4% | 0.8% | 3.5% | -16.6% | 2.7% | 49.4% | 54.1% |
| AKSA | 20.6% | 13.1% | 18.8% | -7.6% | 5.8% | 68.5% | 66.8% | 23.2% | 17.1% | 14.1% | -6.2% | -2.9% | 71.6% | 72.3% | 27.9% | 14.9% | 13.1% | -13.0% | -1.9% | 49.4% | 54.1% |
| ALKIM | 20.1% | 18.8% | 22.0% | -1.3% | 3.3% | 68.5% | 66.8% | 22.8% | 23.6% | 22.8% | 0.8% | -0.8% | 71.6% | 72.3% | 32.7% | 25.3% | 18.9% | -7.4% | -6.4% | 49.4% | 54.1% |
| HEKTS | 38.1% | 36.5% | 8.0% | -1.5% | -28.5% | 68.5% | 66.8% | 34.7% | 14.0% | -2.1% | -20.7% | -16.1% | 71.6% | 72.3% | 23.5% | 64.9% | -47.5% | 41.4% | -112.3% | 49.4% | 54.1% |
| KMPUR | 18.0% | 16.2% | 16.3% | -1.8% | 0.1% | 68.5% | 66.8% | 22.2% | 21.8% | 11.9% | -0.5% | -9.9% | 71.6% | 72.3% | 17.6% | 17.1% | 19.5% | -0.5% | 2.3% | 49.4% | 54.1% |
| DOAS | 23.4% | 22.6% | 17.8% | -0.8% | -4.8% | 68.5% | 66.8% | 24.4% | 24.3% | 19.2% | -0.1% | -5.1% | 71.6% | 72.3% | 22.8% | 21.2% | 12.5% | -1.6% | -8.7% | 49.4% | 54.1% |
| FROTO | 12.8% | 12.4% | 10.6% | -0.4% | -1.7% | 68.5% | 66.8% | 15.6% | 13.9% | 9.7% | -1.6% | -4.3% | 71.6% | 72.3% | 17.1% | 20.5% | 9.5% | 3.4% | -11.0% | 49.4% | 54.1% |
| KORDS | 14.8% | 14.8% | 17.0% | 0.0% | 2.2% | 68.5% | 66.8% | 14.4% | 14.4% | 13.8% | 0.0% | -0.6% | 71.6% | 72.3% | 15.2% | 15.2% | 13.8% | 0.0% | -1.3% | 49.4% | 54.1% |
| TOASO | 19.0% | 15.8% | 16.1% | -3.1% | 0.2% | 68.5% | 66.8% | 22.9% | 20.7% | 12.8% | -2.2% | -7.9% | 71.6% | 72.3% | 23.2% | 18.6% | 6.2% | -4.5% | -12.4% | 49.4% | 54.1% |
| TTRAK | 23.3% | 20.5% | 23.6% | -2.8% | 3.1% | 68.5% | 66.8% | 28.7% | 26.6% | 23.0% | -2.1% | -3.6% | 71.6% | 72.3% | 32.7% | 28.8% | 20.1% | -3.9% | -8.7% | 49.4% | 54.1% |
| OTKAR | 15.1% | -2.0% | 12.5% | -17.1% | 14.6% | 68.5% | 66.8% | 30.2% | 23.9% | 16.8% | -6.2% | -7.1% | 71.6% | 72.3% | 36.1% | 24.1% | 14.9% | -12.0% | -9.2% | 49.4% | 54.1% |
| BRISA | 30.7% | 22.8% | 28.1% | -8.0% | 5.3% | 68.5% | 66.8% | 32.8% | 26.4% | 22.6% | -6.4% | -3.8% | 71.6% | 72.3% | 34.2% | 23.9% | 17.8% | -10.4% | -6.0% | 49.4% | 54.1% |
| GENIL | 32.1% | 28.5% | 20.4% | -3.6% | -8.1% | 68.5% | 66.8% | 30.6% | 25.5% | 18.9% | -5.0% | -6.7% | 71.6% | 72.3% | 20.4% | 16.3% | 19.5% | -4.1% | 3.2% | 49.4% | 54.1% |
| LKMNH | 20.4% | 14.8% | 15.5% | -5.6% | 0.7% | 68.5% | 66.8% | 21.0% | 15.2% | 13.0% | -5.8% | -2.2% | 71.6% | 72.3% | 21.5% | 14.2% | 19.1% | -7.4% | 4.9% | 49.4% | 54.1% |
| MEDTR | 48.0% | 46.3% | 42.0% | -1.7% | -4.3% | 68.5% | 66.8% | 44.6% | 43.2% | 42.1% | -1.4% | -1.0% | 71.6% | 72.3% | 51.6% | 49.8% | 39.1% | -1.8% | -10.7% | 49.4% | 54.1% |
| MPARK | 28.3% | 24.9% | 26.1% | -3.4% | 1.2% | 68.5% | 66.8% | 28.8% | 26.4% | 24.9% | -2.3% | -1.5% | 71.6% | 72.3% | 30.8% | 28.9% | 30.0% | -1.9% | 1.0% | 49.4% | 54.1% |
| SELEC | 10.9% | 9.9% | 11.8% | -1.0% | 1.9% | 68.5% | 66.8% | 6.2% | 6.3% | 8.3% | 0.1% | 2.1% | 71.6% | 72.3% | 12.2% | 12.4% | 8.6% | 0.2% | -3.8% | 49.4% | 54.1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

* 1Ç23E ilgili dönemin enflasyon muhasebesi (EM) etkilerini içermeyen, 1Ç23Y ve 1Ç24Y EM etkilerini içeren rakamları ifade eder. Bilanço kalemlerinde 2023 yılının çeyreklik rakamları EM etkileri içeren şekilde paylaşılmadığından dolayı ilgili çeyreğe göre katsayı ile taşınmıştır.

** E/Y Değ geçen senenin benzer dönemindeki enflasyon muhasebeli ve muhasebesiz rakamlar arasındaki farkı, Y/Y Değ ise enflasyon muhasebeli rakamlardaki yıllık değişimi ifade etmektedir.

Enflasyon muhasebesi etkisi analizi – Brüt kar marjı

| Şirket Kodu | 1Ç23 E* | 1Ç23 Y* | 1Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 2Ç23 E* | 2Ç23 Y* | 2Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 3Ç23 E* | 3Ç23 Y* | 3Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort |
|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|
| BIMAS | 18.0% | 15.2% | 17.2% | -2.7% | 2.0% | 68.5% | 66.8% | 18.5% | 15.7% | 16.8% | -2.8% | 1.1% | 71.6% | 72.3% | 20.9% | 18.8% | 17.7% | -2.2% | -1.0% | 49.4% | 54.1% |
| BIZIM | 13.9% | 8.7% | 12.9% | -5.2% | 4.2% | 68.5% | 66.8% | 12.0% | 10.4% | 11.8% | -1.5% | 1.4% | 71.6% | 72.3% | 14.1% | 8.5% | 13.8% | -5.7% | 5.3% | 49.4% | 54.1% |
| MAVI | 49.7% | 46.0% | 52.5% | -3.7% | 6.4% | 68.5% | 66.8% | 52.1% | 49.0% | 51.0% | -3.2% | 2.1% | 71.6% | 72.3% | 56.4% | 52.1% | 50.7% | -4.3% | -1.4% | 49.4% | 54.1% |
| MGROS | 24.1% | 19.7% | 20.3% | -4.4% | 0.6% | 68.5% | 66.8% | 22.8% | 20.1% | 22.9% | -2.7% | 2.8% | 71.6% | 72.3% | 24.0% | 17.7% | 24.1% | -6.3% | 6.4% | 49.4% | 54.1% |
| SOKM | 23.2% | 20.5% | 18.5% | -2.7% | -2.0% | 68.5% | 66.8% | 22.5% | 17.7% | 16.9% | -4.8% | -0.8% | 71.6% | 72.3% | 24.7% | 20.5% | 17.2% | -4.1% | -3.3% | 49.4% | 54.1% |
| CCOLA | 33.2% | 30.8% | 33.2% | -2.4% | 2.5% | 68.5% | 66.8% | 34.9% | 33.3% | 38.1% | -1.7% | 4.9% | 71.6% | 72.3% | 37.6% | 35.1% | 36.4% | -2.5% | 1.3% | 49.4% | 54.1% |
| TABGD | --- | 10.9% | 12.9% | a.d. | 2.1% | 68.5% | 66.8% | --- | 22.1% | 19.9% | a.d. | -2.2% | 71.6% | 72.3% | 22.2% | 19.0% | 18.4% | -3.2% | -0.6% | 49.4% | 54.1% |
| ULKER | 34.3% | 30.7% | 32.0% | -3.6% | 1.2% | 68.5% | 66.8% | 31.5% | 27.4% | 30.6% | -4.2% | 3.2% | 71.6% | 72.3% | 33.7% | 30.3% | 27.1% | -3.4% | -3.2% | 49.4% | 54.1% |
| BIGCH | 26.3% | 14.6% | 14.1% | -11.6% | -0.5% | 68.5% | 66.8% | 38.3% | 30.1% | 21.7% | -8.2% | -8.3% | 71.6% | 72.3% | 29.6% | 23.0% | 21.9% | -6.6% | -1.1% | 49.4% | 54.1% |
| ARCLK | 31.1% | 28.8% | 29.7% | -2.4% | 0.9% | 68.5% | 66.8% | 31.9% | 31.1% | 27.7% | -0.9% | -3.4% | 71.6% | 72.3% | 32.8% | 29.3% | 26.4% | -3.5% | -2.9% | 49.4% | 54.1% |
| VESBE | 14.0% | 9.6% | 15.3% | -4.4% | 5.7% | 68.5% | 66.8% | 20.3% | 15.0% | 10.1% | -5.3% | -4.9% | 71.6% | 72.3% | 27.4% | 21.0% | 8.6% | -6.4% | -12.4% | 49.4% | 54.1% |
| VESTL | 21.3% | 14.8% | 23.0% | -6.4% | 8.1% | 68.5% | 66.8% | 30.6% | 23.9% | 23.6% | -6.7% | -0.3% | 71.6% | 72.3% | 31.3% | 23.2% | 24.6% | -8.1% | 1.3% | 49.4% | 54.1% |
| YATAS | 32.4% | 31.6% | 31.3% | -0.8% | -0.3% | 68.5% | 66.8% | 33.1% | 28.6% | 30.5% | -4.6% | 1.9% | 71.6% | 72.3% | 32.9% | 27.6% | 31.3% | -5.3% | 3.7% | 49.4% | 54.1% |
| AZTEK | 22.3% | 20.2% | 17.3% | -2.0% | -2.9% | 68.5% | 66.8% | 18.2% | 17.6% | 20.1% | -0.5% | 2.4% | 71.6% | 72.3% | 25.1% | 21.7% | 16.6% | -3.4% | -5.1% | 49.4% | 54.1% |
| HTTBT | 49.5% | 49.5% | 39.4% | 0.0% | -10.1% | 68.5% | 66.8% | 49.1% | 49.1% | 50.5% | 0.0% | 1.3% | 71.6% | 72.3% | 47.9% | 47.9% | 44.8% | 0.0% | -3.1% | 49.4% | 54.1% |
| INDES | 4.9% | 3.6% | 5.5% | -1.3% | 1.9% | 68.5% | 66.8% | 6.0% | 5.1% | 4.3% | -1.0% | -0.8% | 71.6% | 72.3% | 6.7% | 6.0% | 6.2% | -0.7% | 0.2% | 49.4% | 54.1% |
| KAREL | 17.1% | 0.2% | 12.1% | -16.9% | 11.9% | 68.5% | 66.8% | 22.1% | 31.2% | 5.9% | 9.1% | -25.3% | 71.6% | 72.3% | 17.3% | 3.9% | 1.4% | -13.4% | -2.5% | 49.4% | 54.1% |
| KONTR | 7.0% | 4.9% | 19.3% | -2.1% | 14.4% | 68.5% | 66.8% | 3.3% | 0.9% | 26.0% | -2.4% | 25.1% | 71.6% | 72.3% | 19.8% | 19.8% | 24.7% | 0.0% | 4.9% | 49.4% | 54.1% |
| LOGO | 78.3% | 79.6% | 79.4% | 1.2% | -0.1% | 68.5% | 66.8% | 79.2% | 81.3% | 83.0% | 2.1% | 1.7% | 71.6% | 72.3% | 78.6% | 86.4% | 82.8% | 7.7% | -3.6% | 49.4% | 54.1% |
| TCELL | 34.4% | 19.8% | 22.5% | -14.6% | 2.8% | 68.5% | 66.8% | 40.1% | 23.4% | 25.2% | -16.6% | 1.7% | 71.6% | 72.3% | 41.3% | 25.8% | 28.7% | -15.5% | 2.9% | 49.4% | 54.1% |
| TTKOM | 35.7% | 20.3% | 29.2% | -15.4% | 8.9% | 68.5% | 66.8% | 38.5% | 21.8% | 30.3% | -16.7% | 8.5% | 71.6% | 72.3% | 40.6% | 22.2% | 34.2% | -18.4% | 12.0% | 49.4% | 54.1% |
| ASELS | 30.3% | 29.6% | 28.9% | -0.7% | -0.6% | 68.5% | 66.8% | 33.2% | 32.0% | 34.5% | -1.2% | 2.5% | 71.6% | 72.3% | 26.8% | 22.0% | 29.1% | -4.8% | 7.1% | 49.4% | 54.1% |
| AKCNS | 23.0% | 16.6% | 10.0% | -6.4% | -6.6% | 68.5% | 66.8% | 32.1% | 27.6% | 20.4% | -4.5% | -7.2% | 71.6% | 72.3% | 31.3% | 24.3% | 20.9% | -7.0% | -3.4% | 49.4% | 54.1% |
| CIMSA | 17.9% | 17.0% | 13.3% | -1.0% | -3.7% | 68.5% | 66.8% | 26.8% | 22.7% | 28.3% | -4.1% | 5.6% | 71.6% | 72.3% | 28.1% | 14.3% | 29.9% | -13.7% | 15.6% | 49.4% | 54.1% |
| KLKIM | 37.3% | 35.6% | 41.8% | -1.7% | 6.2% | 68.5% | 66.8% | 40.2% | 39.5% | 39.3% | -0.7% | -0.3% | 71.6% | 72.3% | 43.9% | 40.3% | 40.4% | -3.6% | 0.1% | 49.4% | 54.1% |
| PGSUS | 2.8% | 2.8% | -3.2% | 0.0% | -6.0% | 68.5% | 66.8% | 25.9% | 25.9% | 24.5% | 0.0% | -1.3% | 71.6% | 72.3% | 38.3% | 38.3% | 36.2% | 0.0% | -2.1% | 49.4% | 54.1% |
| TAVHL | 30.3% | 30.3% | 36.1% | 0.0% | 5.8% | 68.5% | 66.8% | 40.6% | 40.6% | 40.2% | 0.0% | -0.5% | 71.6% | 72.3% | 45.9% | 45.9% | 44.9% | 0.0% | -1.0% | 49.4% | 54.1% |
| THYAO | 14.9% | 14.9% | 11.0% | 0.0% | -3.9% | 68.5% | 66.8% | 25.3% | 25.3% | 19.3% | 0.0% | -6.0% | 71.6% | 72.3% | 33.8% | 33.8% | 27.5% | 0.0% | -6.3% | 49.4% | 54.1% |
| TEZOL | 28.5% | 9.0% | 17.5% | -19.5% | 8.5% | 68.5% | 66.8% | 27.3% | 33.1% | 17.3% | 5.8% | -15.8% | 71.6% | 72.3% | 31.6% | 36.0% | 29.4% | 4.3% | -6.5% | 49.4% | 54.1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

* 1Ç23E ilgili dönemin enflasyon muhasebesi (EM) etkilerini içermeyen, 1Ç23Y ve 1Ç24Y EM etkilerini içeren rakamları ifade eder. Bilanço kalemlerinde 2023 yılının çeyreklik rakamları EM etkileri içeren şekilde paylaşılmadığından dolayı ilgili çeyreğe göre katsayı ile taşınmıştır.

** E/Y Değ geçen senenin benzer dönemindeki enflasyon muhasebeli ve muhasebesiz rakamlar arasındaki farkı, Y/Y Değ ise enflasyon muhasebeli rakamlardaki yıllık değişimi ifade etmektedir.

Enflasyon muhasebesi etkisi analizi – Operasyonel giderler

| Şirket Kodu | 1Ç23 E* | 1Ç23 Y* | 1Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 2Ç23 E* | 2Ç23 Y* | 2Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 3Ç23 E* | 3Ç23 Y* | 3Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort |
|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|
| ENKAI | -1,415 | -1,415 | -2,201 | 0% | 55% | 68.5% | 66.8% | -655 | -655 | -1,084 | 0% | 65% | 71.6% | 72.3% | -959 | -959 | -1,489 | 0% | 55% | 49.4% | 54.1% |
| SISE | -5,293 | -10,803 | -11,331 | 104% | 5% | 68.5% | 66.8% | -6,037 | -10,369 | -10,976 | 72% | 6% | 71.6% | 72.3% | -7,386 | -9,589 | -9,784 | 30% | 2% | 49.4% | 54.1% |
| TKFEN | -712 | -1,452 | -1,879 | 104% | 29% | 68.5% | 66.8% | -672 | -1,184 | -1,029 | 76% | -13% | 71.6% | 72.3% | -738 | -1,031 | -857 | 40% | -17% | 49.4% | 54.1% |
| AYGAZ | -709 | -1,506 | -1,606 | 113% | 7% | 68.5% | 66.8% | -713 | -1,291 | -1,435 | 81% | 11% | 71.6% | 72.3% | -970 | -1,587 | -1,429 | 64% | -10% | 49.4% | 54.1% |
| PETKM | -546 | -1,232 | -1,248 | 126% | 1% | 68.5% | 66.8% | -717 | -1,334 | -1,133 | 86% | -15% | 71.6% | 72.3% | -847 | -1,488 | -965 | 76% | -35% | 49.4% | 54.1% |
| TUPRS | -2,206 | -6,200 | -6,911 | 181% | 11% | 68.5% | 66.8% | -2,644 | -5,265 | -6,861 | 99% | 30% | 71.6% | 72.3% | -3,752 | -6,299 | -6,006 | 68% | -5% | 49.4% | 54.1% |
| AKSEN | -122 | -250 | -345 | 104% | 38% | 68.5% | 66.8% | -146 | -257 | -330 | 75% | 28% | 71.6% | 72.3% | -170 | -300 | -355 | 77% | 18% | 49.4% | 54.1% |
| ALFAS | -18 | -37 | -78 | 104% | 111% | 68.5% | 66.8% | -17 | -30 | -32 | 75% | 7% | 71.6% | 72.3% | -56 | -91 | -88 | 62% | -4% | 49.4% | 54.1% |
| BIOEN | -30 | -136 | -161 | 361% | 18% | 68.5% | 66.8% | -36 | -100 | -112 | 178% | 12% | 71.6% | 72.3% | -55 | -5 | -103 | -90% | 1814% | 49.4% | 54.1% |
| GWIND | -11 | -23 | -46 | 102% | 102% | 68.5% | 66.8% | -13 | -23 | -34 | 78% | 47% | 71.6% | 72.3% | -17 | -25 | -53 | 46% | 113% | 49.4% | 54.1% |
| ENJSA | -3,684 | -3,722 | -3,870 | 1% | 4% | 68.5% | 66.8% | -1,071 | -3,563 | -3,351 | 233% | -6% | 71.6% | 72.3% | -1,828 | -4,151 | -3,451 | 127% | -17% | 49.4% | 54.1% |
| EREGL | -746 | -746 | -1,501 | 0% | 101% | 68.5% | 66.8% | -1,097 | -1,097 | -1,971 | 0% | 80% | 71.6% | 72.3% | -906 | -906 | -1,988 | 0% | 119% | 49.4% | 54.1% |
| KRDMD | -56 | -129 | -167 | 128% | 30% | 68.5% | 66.8% | -65 | -124 | -153 | 90% | 23% | 71.6% | 72.3% | -89 | -150 | -188 | 68% | 25% | 49.4% | 54.1% |
| AKSA | -172 | -367 | -386 | 113% | 5% | 68.5% | 66.8% | -163 | -315 | -309 | 93% | -2% | 71.6% | 72.3% | -196 | -317 | -338 | 62% | 7% | 49.4% | 54.1% |
| ALKIM | -50 | -109 | -176 | 117% | 61% | 68.5% | 66.8% | -40 | -76 | -163 | 88% | 116% | 71.6% | 72.3% | -53 | -43 | -151 | -18% | 247% | 49.4% | 54.1% |
| HEKTS | -170 | -398 | -443 | 133% | 11% | 68.5% | 66.8% | -308 | -605 | -375 | 96% | -38% | 71.6% | 72.3% | -330 | -626 | -457 | 90% | -27% | 49.4% | 54.1% |
| KMPUR | -78 | -191 | -179 | 144% | -6% | 68.5% | 66.8% | -97 | -148 | -154 | 53% | 4% | 71.6% | 72.3% | -96 | -152 | -202 | 58% | 33% | 49.4% | 54.1% |
| DOAS | -607 | -1,408 | -2,440 | 132% | 73% | 68.5% | 66.8% | -1,015 | -1,976 | -2,706 | 95% | 37% | 71.6% | 72.3% | -1,140 | -2,022 | -3,041 | 77% | 50% | 49.4% | 54.1% |
| FROTO | -2,410 | -5,070 | -6,176 | 110% | 22% | 68.5% | 66.8% | -3,667 | -6,490 | -5,396 | 77% | -17% | 71.6% | 72.3% | -4,233 | -6,897 | -6,357 | 63% | -8% | 49.4% | 54.1% |
| KORDS | -529 | -529 | -865 | 0% | 63% | 68.5% | 66.8% | -541 | -541 | -940 | 0% | 74% | 71.6% | 72.3% | -896 | -896 | -934 | 0% | 4% | 49.4% | 54.1% |
| TOASO | -981 | -2,130 | -2,809 | 117% | 32% | 68.5% | 66.8% | -1,144 | -2,104 | -1,775 | 84% | -16% | 71.6% | 72.3% | -1,648 | -2,781 | -2,400 | 69% | -14% | 49.4% | 54.1% |
| TTRAK | -478 | -1,089 | -1,396 | 128% | 28% | 68.5% | 66.8% | -484 | -971 | -1,090 | 101% | 12% | 71.6% | 72.3% | -628 | -1,190 | -1,021 | 89% | -14% | 49.4% | 54.1% |
| OTKAR | -564 | -1,265 | -1,763 | 124% | 39% | 68.5% | 66.8% | -802 | -1,539 | -1,665 | 92% | 8% | 71.6% | 72.3% | -1,018 | -1,785 | -1,556 | 75% | -13% | 49.4% | 54.1% |
| BRISA | -556 | -1,217 | -1,276 | 119% | 5% | 68.5% | 66.8% | -579 | -1,059 | -1,088 | 83% | 3% | 71.6% | 72.3% | -709 | -1,197 | -1,163 | 69% | -3% | 49.4% | 54.1% |
| GENIL | -158 | -348 | -405 | 120% | 16% | 68.5% | 66.8% | -169 | -292 | -309 | 73% | 6% | 71.6% | 72.3% | -205 | -367 | -401 | 79% | 9% | 49.4% | 54.1% |
| LKMNH | -19 | -46 | -51 | 138% | 10% | 68.5% | 66.8% | -20 | -34 | -39 | 69% | 15% | 71.6% | 72.3% | -26 | -46 | -46 | 74% | 1% | 49.4% | 54.1% |
| MEDTR | -55 | -116 | -122 | 110% | 6% | 68.5% | 66.8% | -53 | -95 | -107 | 80% | 12% | 71.6% | 72.3% | -72 | -116 | -126 | 61% | 9% | 49.4% | 54.1% |
| MPARK | -349 | -733 | -766 | 110% | 4% | 68.5% | 66.8% | -352 | -636 | -636 | 81% | 0% | 71.6% | 72.3% | -458 | -742 | -839 | 62% | 13% | 49.4% | 54.1% |
| SELEC | -737 | -1,592 | -1,928 | 116% | 21% | 68.5% | 66.8% | -741 | -1,380 | -1,579 | 86% | 14% | 71.6% | 72.3% | -942 | -1,580 | -1,728 | 68% | 9% | 49.4% | 54.1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

* 1Ç23E ilgili dönemin enflasyon muhasebesi (EM) etkilerini içermeyen, 1Ç23Y ve 1Ç24Y EM etkilerini içeren rakamları ifade eder. Bilanço kalemlerinde 2023 yılının çeyreklik rakamları EM etkileri içeren şekilde paylaşılmadığından dolayı ilgili çeyreğe göre katsayı ile taşınmıştır.

** E/Y Değ geçen senenin benzer dönemindeki enflasyon muhasebeli ve muhasebesiz rakamlar arasındaki farkı, Y/Y Değ ise enflasyon muhasebeli rakamlardaki yıllık değişimi ifade etmektedir.

Enflasyon muhasebesi etkisi analizi – Operasyonel giderler

| Şirket Kodu | 1Ç23 E* | 1Ç23 Y* | 1Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 2Ç23 E* | 2Ç23 Y* | 2Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 3Ç23 E* | 3Ç23 Y* | 3Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort |
|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|
| BIMAS | -7,030 | -15,753 | -19,695 | 124% | 25% | 68.5% | 66.8% | -7,455 | -15,054 | -18,323 | 102% | 22% | 71.6% | 72.3% | -10,147 | -17,481 | -20,968 | 72% | 20% | 49.4% | 54.1% |
| BIZIM | -476 | -1,359 | -1,556 | 185% | 15% | 68.5% | 66.8% | -481 | -1,220 | -1,343 | 153% | 10% | 71.6% | 72.3% | -599 | -1,387 | -1,408 | 132% | 1% | 49.4% | 54.1% |
| MAVI | -1,228 | -2,733 | -3,344 | 123% | 22% | 68.5% | 66.8% | -1,566 | -2,932 | -3,111 | 87% | 6% | 71.6% | 72.3% | -1,817 | -3,072 | -3,461 | 69% | 13% | 49.4% | 54.1% |
| MGROS | -5,204 | -11,563 | -13,971 | 122% | 21% | 68.5% | 66.8% | -5,801 | -11,216 | -13,344 | 93% | 19% | 71.6% | 72.3% | -7,551 | -13,257 | -14,542 | 76% | 10% | 49.4% | 54.1% |
| SOKM | -3,935 | -9,003 | -10,410 | 129% | 16% | 68.5% | 66.8% | -4,204 | -8,300 | -9,723 | 97% | 17% | 71.6% | 72.3% | -5,568 | -9,742 | -11,043 | 75% | 13% | 49.4% | 54.1% |
| CCOLA | -2,838 | -5,926 | -6,953 | 109% | 17% | 68.5% | 66.8% | -3,696 | -6,456 | -7,173 | 75% | 11% | 71.6% | 72.3% | -5,012 | -6,710 | -7,279 | 34% | 8% | 49.4% | 54.1% |
| TABGD | --- | -557 | -641 | a.d. | 15% | 68.5% | 66.8% | --- | -598 | -550 | a.d. | -8% | 71.6% | 72.3% | -421 | -682 | -609 | 62% | -11% | 49.4% | 54.1% |
| ULKER | -1,243 | -2,504 | -3,070 | 101% | 23% | 68.5% | 66.8% | -1,194 | -2,009 | -2,109 | 68% | 5% | 71.6% | 72.3% | -1,648 | -2,118 | -2,409 | 29% | 14% | 49.4% | 54.1% |
| BIGCH | -58 | -74 | -98 | 28% | 32% | 68.5% | 66.8% | -66 | -119 | -99 | 81% | -17% | 71.6% | 72.3% | -75 | -128 | -126 | 72% | -2% | 49.4% | 54.1% |
| ARCLK | -9,741 | -20,523 | -21,600 | 111% | 5% | 68.5% | 66.8% | -11,081 | -19,986 | -27,308 | 80% | 37% | 71.6% | 72.3% | -14,001 | -22,639 | -27,483 | 62% | 21% | 49.4% | 54.1% |
| VESBE | -741 | -1,582 | -1,170 | 114% | -26% | 68.5% | 66.8% | -675 | -1,240 | -1,008 | 84% | -19% | 71.6% | 72.3% | -741 | -1,265 | -1,342 | 71% | 6% | 49.4% | 54.1% |
| VESTL | -2,822 | -6,328 | -6,439 | 124% | 2% | 68.5% | 66.8% | -3,234 | -5,990 | -5,377 | 85% | -10% | 71.6% | 72.3% | -4,077 | -6,914 | -6,114 | 70% | -12% | 49.4% | 54.1% |
| YATAS | -449 | -970 | -1,009 | 116% | 4% | 68.5% | 66.8% | -534 | -940 | -1,011 | 76% | 8% | 71.6% | 72.3% | -619 | -1,028 | -911 | 66% | -11% | 49.4% | 54.1% |
| AZTEK | -32 | -68 | -98 | 111% | 43% | 68.5% | 66.8% | -38 | -67 | -97 | 77% | 44% | 71.6% | 72.3% | -52 | -85 | -101 | 64% | 18% | 49.4% | 54.1% |
| HTTBT | -29 | -29 | -59 | 0% | 103% | 68.5% | 66.8% | -36 | -36 | -62 | 0% | 72% | 71.6% | 72.3% | -46 | -46 | -77 | 0% | 68% | 49.4% | 54.1% |
| INDES | -109 | -235 | -285 | 115% | 21% | 68.5% | 66.8% | -113 | -206 | -216 | 83% | 5% | 71.6% | 72.3% | -147 | -229 | -266 | 55% | 16% | 49.4% | 54.1% |
| KAREL | -105 | -229 | -285 | 119% | 24% | 68.5% | 66.8% | -112 | -202 | -253 | 80% | 26% | 71.6% | 72.3% | -167 | -224 | -386 | 34% | 72% | 49.4% | 54.1% |
| KONTR | -46 | -97 | -244 | 110% | 151% | 68.5% | 66.8% | -105 | -194 | -210 | 84% | 8% | 71.6% | 72.3% | -174 | -276 | -243 | 58% | -12% | 49.4% | 54.1% |
| LOGO | -252 | -556 | -732 | 121% | 32% | 68.5% | 66.8% | -324 | -605 | -647 | 87% | 7% | 71.6% | 72.3% | -385 | -615 | -695 | 60% | 13% | 49.4% | 54.1% |
| TCELL | -1,472 | -2,794 | -3,447 | 90% | 23% | 68.5% | 66.8% | -1,630 | -2,579 | -3,454 | 58% | 34% | 71.6% | 72.3% | -2,294 | -3,243 | -4,172 | 41% | 29% | 49.4% | 54.1% |
| TTKOM | -3,416 | -8,553 | -9,129 | 150% | 7% | 68.5% | 66.8% | -3,620 | -7,415 | -7,441 | 105% | 0% | 71.6% | 72.3% | -4,592 | -7,896 | -8,330 | 72% | 5% | 49.4% | 54.1% |
| ASELS | -794 | -1,845 | -1,975 | 132% | 7% | 68.5% | 66.8% | -961 | -2,091 | -2,315 | 118% | 11% | 71.6% | 72.3% | -1,283 | -1,090 | -2,123 | -15% | 95% | 49.4% | 54.1% |
| AKCNS | -95 | -208 | -251 | 118% | 20% | 68.5% | 66.8% | -133 | -244 | -204 | 83% | -16% | 71.6% | 72.3% | -146 | -245 | -235 | 68% | -4% | 49.4% | 54.1% |
| CIMSA | -149 | -516 | -609 | 246% | 18% | 68.5% | 66.8% | -125 | -424 | -506 | 240% | 19% | 71.6% | 72.3% | -174 | -369 | -480 | 113% | 30% | 49.4% | 54.1% |
| KLKIM | -117 | -241 | -311 | 106% | 29% | 68.5% | 66.8% | -134 | -260 | -314 | 95% | 21% | 71.6% | 72.3% | -188 | -326 | -351 | 74% | 8% | 49.4% | 54.1% |
| PGSUS | -514 | -514 | -1,024 | 0% | 99% | 68.5% | 66.8% | -731 | -731 | -1,257 | 0% | 72% | 71.6% | 72.3% | -956 | -956 | -1,631 | 0% | 71% | 49.4% | 54.1% |
| TAVHL | -1,096 | -1,096 | -2,175 | 0% | 98% | 68.5% | 66.8% | -1,171 | -1,171 | -2,603 | 0% | 122% | 71.6% | 72.3% | -1,722 | -1,722 | -2,957 | 0% | 72% | 49.4% | 54.1% |
| THYAO | -9,688 | -9,688 | -17,048 | 0% | 76% | 68.5% | 66.8% | -11,950 | -11,950 | -18,734 | 0% | 57% | 71.6% | 72.3% | -14,821 | -14,821 | -20,387 | 0% | 38% | 49.4% | 54.1% |
| TEZOL | -72 | -104 | -75 | 44% | -28% | 68.5% | 66.8% | -51 | -93 | -74 | 82% | -20% | 71.6% | 72.3% | -66 | -81 | -74 | 22% | -9% | 49.4% | 54.1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

* 1Ç23E ilgili dönemin enflasyon muhasebesi (EM) etkilerini içermeyen, 1Ç23Y ve 1Ç24Y EM etkilerini içeren rakamları ifade eder. Bilanço kalemlerinde 2023 yılının çeyreklik rakamları EM etkileri içeren şekilde paylaşılmadığından dolayı ilgili çeyreğe göre katsayı ile taşınmıştır.

** E/Y Değ geçen senenin benzer dönemindeki enflasyon muhasebeli ve muhasebesiz rakamlar arasındaki farkı, Y/Y Değ ise enflasyon muhasebeli rakamlardaki yıllık değişimi ifade etmektedir.

Enflasyon muhasebesi etkisi analizi – Amortisman

| Şirket Kodu | 1Ç23 E* | 1Ç23 Y* | 1Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 2Ç23 E* | 2Ç23 Y* | 2Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 3Ç23 E* | 3Ç23 Y* | 3Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort |
|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|
| ENKAI | 361 | 361 | 855 | 0% | 137% | 68.5% | 66.8% | 566 | 566 | 838 | 0% | 48% | 71.6% | 72.3% | 361 | 495 | 1,284 | 37% | 159% | 49.4% | 54.1% |
| SISE | 1,425 | 3,807 | 4,088 | 167% | 7% | 68.5% | 66.8% | 1,525 | 3,441 | 3,497 | 126% | 2% | 71.6% | 72.3% | 1,724 | 2,392 | 2,882 | 39% | 20% | 49.4% | 54.1% |
| TKFEN | 134 | 408 | 410 | 204% | 0% | 68.5% | 66.8% | 210 | 660 | 670 | 215% | 1% | 71.6% | 72.3% | 227 | 500 | 473 | 120% | -5% | 49.4% | 54.1% |
| AYGAZ | 46 | 244 | 256 | 431% | 5% | 68.5% | 66.8% | 53 | 258 | 284 | 388% | 10% | 71.6% | 72.3% | 58 | 320 | 279 | 451% | -13% | 49.4% | 54.1% |
| PETKM | 323 | 1,208 | 1,172 | 275% | -3% | 68.5% | 66.8% | 317 | 3,008 | 1,228 | 848% | -59% | 71.6% | 72.3% | 27 | 27 | 1,507 | 0% | 5488% | 49.4% | 54.1% |
| TUPRS | 265 | 2,141 | 2,119 | 707% | -1% | 68.5% | 66.8% | 275 | 1,884 | 2,247 | 586% | 19% | 71.6% | 72.3% | 307 | 1,933 | 2,632 | 530% | 36% | 49.4% | 54.1% |
| AKSEN | 255 | 472 | 479 | 85% | 1% | 68.5% | 66.8% | 254 | 524 | 520 | 107% | -1% | 71.6% | 72.3% | 332 | 538 | 561 | 62% | 4% | 49.4% | 54.1% |
| ALFAS | 3 | 6 | 15 | 99% | 156% | 68.5% | 66.8% | 3 | 5 | 16 | 61% | 230% | 71.6% | 72.3% | 3 | 3 | 29 | -20% | 1018% | 49.4% | 54.1% |
| BIOEN | 33 | 154 | 200 | 368% | 30% | 68.5% | 66.8% | 44 | 200 | 103 | 350% | -48% | 71.6% | 72.3% | 51 | 51 | 197 | 0% | 288% | 49.4% | 54.1% |
| GWIND | 16 | 130 | 132 | 693% | 2% | 68.5% | 66.8% | 17 | 117 | 145 | 594% | 25% | 71.6% | 72.3% | 17 | 133 | 148 | 677% | 12% | 49.4% | 54.1% |
| ENJSA | 157 | 1,126 | 1,197 | 616% | 6% | 68.5% | 66.8% | 187 | 1,011 | 1,061 | 440% | 5% | 71.6% | 72.3% | 195 | 1,121 | 1,097 | 475% | -2% | 49.4% | 54.1% |
| EREGL | 1,010 | 1,058 | 2,068 | 5% | 96% | 68.5% | 66.8% | 1,256 | 1,256 | 2,059 | 0% | 64% | 71.6% | 72.3% | 1,280 | 1,303 | 2,189 | 2% | 68% | 49.4% | 54.1% |
| KRDMD | 70 | 363 | 375 | 416% | 3% | 68.5% | 66.8% | 68 | 341 | 339 | 403% | 0% | 71.6% | 72.3% | 77 | 357 | 360 | 364% | 1% | 49.4% | 54.1% |
| AKSA | 69 | 390 | 400 | 461% | 3% | 68.5% | 66.8% | 72 | 340 | 367 | 372% | 8% | 71.6% | 72.3% | 77 | 384 | 410 | 400% | 7% | 49.4% | 54.1% |
| ALKIM | 8 | 33 | 41 | 295% | 27% | 68.5% | 66.8% | 8 | 46 | 47 | 468% | 3% | 71.6% | 72.3% | 8 | 104 | 57 | 1143% | -45% | 49.4% | 54.1% |
| HEKTS | 33 | 117 | 199 | 250% | 71% | 68.5% | 66.8% | 12 | 388 | 223 | 3115% | -43% | 71.6% | 72.3% | 17 | 17 | 169 | 0% | 873% | 49.4% | 54.1% |
| KMPUR | 7 | 17 | 24 | 149% | 42% | 68.5% | 66.8% | 4 | 53 | 36 | 1118% | -31% | 71.6% | 72.3% | 6 | 6 | 33 | 0% | 476% | 49.4% | 54.1% |
| DOAS | 124 | 393 | 483 | 217% | 23% | 68.5% | 66.8% | 133 | 369 | 452 | 177% | 22% | 71.6% | 72.3% | 152 | 412 | 526 | 172% | 28% | 49.4% | 54.1% |
| FROTO | 635 | 2,844 | 2,093 | 348% | -26% | 68.5% | 66.8% | 658 | 2,050 | 2,145 | 211% | 5% | 71.6% | 72.3% | 1,512 | 1,512 | 3,044 | 0% | 101% | 49.4% | 54.1% |
| KORDS | 193 | 193 | 321 | 0% | 67% | 68.5% | 66.8% | 196 | 196 | 332 | 0% | 69% | 71.6% | 72.3% | 351 | 351 | 370 | 0% | 5% | 49.4% | 54.1% |
| TOASO | 297 | 2,450 | 1,514 | 725% | -38% | 68.5% | 66.8% | 159 | 1,257 | 1,528 | 691% | 22% | 71.6% | 72.3% | 240 | 244 | 1,598 | 2% | 554% | 49.4% | 54.1% |
| TTRAK | 75 | 311 | 365 | 315% | 17% | 68.5% | 66.8% | 74 | 365 | 373 | 393% | 2% | 71.6% | 72.3% | 112 | 410 | 515 | 267% | 26% | 49.4% | 54.1% |
| OTKAR | 67 | 306 | 289 | 356% | -6% | 68.5% | 66.8% | 71 | 311 | 368 | 335% | 18% | 71.6% | 72.3% | 94 | 311 | 418 | 230% | 35% | 49.4% | 54.1% |
| BRISA | 86 | 515 | 541 | 498% | 5% | 68.5% | 66.8% | 94 | 435 | 509 | 362% | 17% | 71.6% | 72.3% | 98 | 501 | 564 | 411% | 12% | 49.4% | 54.1% |
| GENIL | 22 | 71 | 81 | 226% | 14% | 68.5% | 66.8% | 22 | 79 | 106 | 257% | 33% | 71.6% | 72.3% | 26 | 82 | 71 | 215% | -13% | 49.4% | 54.1% |
| LKMNH | 15 | 59 | 74 | 282% | 24% | 68.5% | 66.8% | 19 | 66 | 83 | 250% | 26% | 71.6% | 72.3% | 16 | 82 | 104 | 411% | 27% | 49.4% | 54.1% |
| MEDTR | 3 | 17 | 19 | 414% | 8% | 68.5% | 66.8% | 4 | 16 | 17 | 347% | 7% | 71.6% | 72.3% | 4 | 18 | 19 | 345% | 9% | 49.4% | 54.1% |
| MPARK | 179 | 536 | 717 | 200% | 34% | 68.5% | 66.8% | 186 | 480 | 614 | 158% | 28% | 71.6% | 72.3% | 199 | 412 | 529 | 107% | 29% | 49.4% | 54.1% |
| SELEC | 30 | 144 | 141 | 384% | -2% | 68.5% | 66.8% | 30 | 128 | 126 | 327% | -2% | 71.6% | 72.3% | 32 | 139 | 136 | 337% | -2% | 49.4% | 54.1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

* 1Ç23E ilgili dönemin enflasyon muhasebesi (EM) etkilerini içermeyen, 1Ç23Y ve 1Ç24Y EM etkilerini içeren rakamları ifade eder. Bilanço kalemlerinde 2023 yılının çeyreklik rakamları EM etkileri içeren şekilde paylaşılmadığından dolayı ilgili çeyreğe göre katsayı ile taşınmıştır.

** E/Y Değ geçen senenin benzer dönemindeki enflasyon muhasebeli ve muhasebesiz rakamlar arasındaki farkı, Y/Y Değ ise enflasyon muhasebeli rakamlardaki yıllık değişimi ifade etmektedir.

Enflasyon muhasebesi etkisi analizi – Amortisman

| Şirket Kodu | 1Ç23 E* | 1Ç23 Y* | 1Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 2Ç23 E* | 2Ç23 Y* | 2Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort | 3Ç23 E* | 3Ç23 Y* | 3Ç24 Y* | E/Y Değ** | Y/Y Değ** | Dönem Sonu | 3 Aylık Ort |
|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|
| BIMAS | 948 | 3,375 | 3,865 | 256% | 15% | 68.5% | 66.8% | 1,053 | 3,740 | 3,667 | 255% | -2% | 71.6% | 72.3% | 1,248 | 3,662 | 4,086 | 193% | 12% | 49.4% | 54.1% |
| BIZIM | 50 | 226 | 304 | 357% | 34% | 68.5% | 66.8% | 58 | 242 | 252 | 315% | 4% | 71.6% | 72.3% | 68 | 261 | 304 | 284% | 16% | 49.4% | 54.1% |
| MAVI | 171 | 521 | 537 | 205% | 3% | 68.5% | 66.8% | 186 | 480 | 497 | 159% | 3% | 71.6% | 72.3% | 212 | 530 | 534 | 150% | 1% | 49.4% | 54.1% |
| MGROS | 431 | 1,808 | 2,157 | 320% | 19% | 68.5% | 66.8% | 480 | 1,800 | 2,026 | 275% | 13% | 71.6% | 72.3% | 589 | 2,234 | 2,263 | 279% | 1% | 49.4% | 54.1% |
| SOKM | 366 | 1,520 | 1,700 | 315% | 12% | 68.5% | 66.8% | 392 | 1,415 | 1,645 | 261% | 16% | 71.6% | 72.3% | 454 | 1,663 | 1,907 | 266% | 15% | 49.4% | 54.1% |
| CCOLA | 519 | 1,168 | 1,215 | 125% | 4% | 68.5% | 66.8% | 574 | 1,346 | 1,343 | 135% | 0% | 71.6% | 72.3% | 734 | 1,295 | 1,505 | 77% | 16% | 49.4% | 54.1% |
| TABGD | | 775 | 861 | a.d. | 11% | 68.5% | 66.8% | | 774 | 825 | a.d. | 7% | 71.6% | 72.3% | 130 | 896 | 963 | 587% | 7% | 49.4% | 54.1% |
| ULKER | 115 | 361 | 377 | 214% | 4% | 68.5% | 66.8% | 8 | 416 | 398 | 5417% | -4% | 71.6% | 72.3% | 8 | 454 | 449 | 5359% | -1% | 49.4% | 54.1% |
| BIGCH | 25 | 74 | 81 | 198% | 9% | 68.5% | 66.8% | 26 | 97 | 111 | 272% | 14% | 71.6% | 72.3% | 39 | 100 | 113 | 154% | 14% | 49.4% | 54.1% |
| ARCLK | 997 | 2,576 | 2,558 | 158% | -1% | 68.5% | 66.8% | 1,102 | 5,141 | 4,077 | 367% | -21% | 71.6% | 72.3% | 1,353 | 1,353 | 4,887 | 0% | 261% | 49.4% | 54.1% |
| VESBE | 165 | 787 | 689 | 376% | -12% | 68.5% | 66.8% | 158 | 1,265 | 639 | 702% | -50% | 71.6% | 72.3% | 162 | 162 | 740 | 0% | 357% | 49.4% | 54.1% |
| VESTL | 378 | 1,813 | 1,563 | 380% | -14% | 68.5% | 66.8% | 392 | 2,582 | 1,348 | 559% | -48% | 71.6% | 72.3% | 491 | 491 | 1,068 | 0% | 117% | 49.4% | 54.1% |
| YATAS | 45 | 152 | 166 | 237% | 9% | 68.5% | 66.8% | 29 | 345 | 197 | 1087% | -43% | 71.6% | 72.3% | 28 | 28 | 230 | 0% | 729% | 49.4% | 54.1% |
| AZTEK | 3 | 10 | 16 | 178% | 71% | 68.5% | 66.8% | 7 | 13 | 17 | 84% | 27% | 71.6% | 72.3% | 6 | 14 | 17 | 152% | 16% | 49.4% | 54.1% |
| HTTBT | 18 | 39 | 41 | 116% | 5% | 68.5% | 66.8% | 21 | 21 | 48 | 0% | 127% | 71.6% | 72.3% | 8 | 8 | 54 | 0% | 585% | 49.4% | 54.1% |
| INDES | 7 | 21 | 27 | 214% | 24% | 68.5% | 66.8% | 7 | 23 | 2 | 232% | -90% | 71.6% | 72.3% | 9 | 23 | 35 | 156% | 54% | 49.4% | 54.1% |
| KAREL | 39 | 116 | 116 | 201% | 0% | 68.5% | 66.8% | 53 | 144 | 177 | 172% | 23% | 71.6% | 72.3% | 53 | 92 | 158 | 76% | 70% | 49.4% | 54.1% |
| KONTR | 7 | 15 | 144 | 109% | 873% | 68.5% | 66.8% | 13 | 52 | 182 | 305% | 251% | 71.6% | 72.3% | 10 | 408 | 142 | 3986% | -65% | 49.4% | 54.1% |
| LOGO | 40 | 124 | 161 | 213% | 30% | 68.5% | 66.8% | 44 | 119 | 147 | 169% | 23% | 71.6% | 72.3% | 54 | 125 | 160 | 132% | 28% | 49.4% | 54.1% |
| TCELL | 2,683 | 8,512 | 9,964 | 217% | 17% | 68.5% | 66.8% | 2,987 | 13,621 | 12,040 | 356% | -12% | 71.6% | 72.3% | 3,458 | 10,296 | 11,205 | 198% | 9% | 49.4% | 54.1% |
| TTKOM | 2,496 | 9,533 | 9,197 | 282% | -4% | 68.5% | 66.8% | 2,671 | 23,116 | 10,950 | 766% | -53% | 71.6% | 72.3% | 2,928 | 2,928 | 12,617 | 0% | 331% | 49.4% | 54.1% |
| ASELS | 188 | 606 | 690 | 222% | 14% | 68.5% | 66.8% | 204 | 985 | 723 | 382% | -27% | 71.6% | 72.3% | 290 | 1,485 | 831 | 412% | -44% | 49.4% | 54.1% |
| AKCNS | 42 | 286 | 293 | 587% | 2% | 68.5% | 66.8% | 45 | 246 | 273 | 452% | 11% | 71.6% | 72.3% | 48 | 272 | 303 | 461% | 11% | 49.4% | 54.1% |
| CIMSA | 39 | 453 | 456 | 1059% | 1% | 68.5% | 66.8% | 48 | 279 | 302 | 482% | 8% | 71.6% | 72.3% | 53 | 313 | 368 | 495% | 18% | 49.4% | 54.1% |
| KLKIM | 10 | 34 | 40 | 237% | 19% | 68.5% | 66.8% | 10 | 34 | 36 | 233% | 4% | 71.6% | 72.3% | 12 | 42 | 60 | 257% | 40% | 49.4% | 54.1% |
| PGSUS | 1,476 | 1,476 | 2,767 | 0% | 88% | 68.5% | 66.8% | 1,572 | 1,572 | 2,817 | 0% | 79% | 71.6% | 72.3% | 2,248 | 2,248 | 3,152 | 0% | 40% | 49.4% | 54.1% |
| TAVHL | 436 | 480 | 1,044 | 10% | 117% | 68.5% | 66.8% | 680 | 636 | 1,373 | -6% | 116% | 71.6% | 72.3% | 1,393 | 1,393 | 1,847 | 0% | 33% | 49.4% | 54.1% |
| THYAO | 9,378 | 9,378 | 16,408 | 0% | 75% | 68.5% | 66.8% | 10,323 | 10,323 | 17,553 | 0% | 70% | 71.6% | 72.3% | 13,490 | 13,490 | 18,536 | 0% | 37% | 49.4% | 54.1% |
| TEZOL | 5 | 22 | 32 | 391% | 44% | 68.5% | 66.8% | 4 | 26 | 39 | 583% | 49% | 71.6% | 72.3% | 3 | 23 | 41 | 612% | 76% | 49.4% | 54.1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

* 1Ç23E ilgili dönemin enflasyon muhasebesi (EM) etkilerini içermeyen, 1Ç23Y ve 1Ç24Y EM etkilerini içeren rakamları ifade eder. Bilanço kalemlerinde 2023 yılının çeyreklik rakamları EM etkileri içeren şekilde paylaşılmadığından dolayı ilgili çeyreğe göre katsayı ile taşınmıştır.

** E/Y Değ geçen senenin benzer dönemindeki enflasyon muhasebeli ve muhasebesiz rakamlar arasındaki farkı, Y/Y Değ ise enflasyon muhasebeli rakamlardaki yıllık değişimi ifade etmektedir.

■ Özel analiz | araştırma kapsamı

Seçilen kalemlere göre şirketlerin finansal sağlığını ölçme sistemimiz (Şirket Check-up)

- Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü olarak Araştırma kapsamımızda bulunan finans dışı şirketleri gelir tablosu ve bilançosunda yer alan toplamda **19 alt kalem ve rasyoda inceledik**. Gelir tablosu kalemlerini hem çeyrekssel hem de 9 aylık rakamlar bazındaki gelişimleriyle değerlendirirken, bilanço kalemlerini çeyrekler itibarıyla ele aldık. Sonuç olarak, söz konusu analiz sonucunda her bir kalemden minimum 0, maksimum 5 puan alabilecek şekilde özel bir puanlama sistemi oluşturduk.

Gelir tablosu

- ✓ Satış geliri büyümesi
- ✓ Brüt kar marjı
- ✓ Operasyonel giderler/satış geliri
- ✓ Esas faaliyet kar marjı
- ✓ Net finansman gideri
- ✓ Vergi öncesi kar (VÖK) büyümesi

Bilanço

- ✓ Net borç
- ✓ Net borç/FAVÖK
- ✓ Net borç/özsermaye
- ✓ Özsermaye büyümesi
- ✓ Özsermaye Karlılığı
- ✓ Aktif Karlılık
- ✓ ROIC (Yatırılan Sermayenin Getirisi)
- ✓ Cari oranı
- ✓ Likidite oranı
- ✓ Nakit oran
- ✓ Net işletme sermayesi/satış geliri
- ✓ Nakit döndürme süresi
- ✓ Nakit akışı

- Sistemimizde **MGROS, TTKOM, TAVHL, TCELL** ve **KLKIM** ön plana çıkan şirketler olarak yer alıyor. Son durumda, **TAVHL**'yi Model Portföy, **MGROS** ve **TCELL**'i de Döngüsel Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.

- Yan tarafta yer alan tabloda sistemimize göre, Araştırma kapsamımızda bulunan finans dışı şirketlerin puanlarını görebilirsiniz.

| Şirket | Puan | 2024 Relatif | Şirket | Puan | 2024 Relatif | Şirket | Puan | 2024 Relatif |
|--------|------|--------------|--------|------|--------------|--------|------|--------------|
| MGROS | 70 | 27% | ASELS | 36 | 23% | BIOEN | 24 | -25% |
| TTKOM | 68 | 36% | ULKER | 36 | 9% | YATAS | 24 | -14% |
| TAVHL | 66 | 94% | EREGL | 36 | -8% | KORDS | 22 | -30% |
| TCELL | 64 | 30% | MEDTR | 36 | 45% | MAVI | 22 | 16% |
| KLKIM | 60 | 11% | AKCNS | 36 | 0% | CCOLA | 22 | -4% |
| PGSUS | 58 | 22% | BIGCH | 34 | 5% | KMPUR | 22 | -50% |
| ENKAI | 56 | 14% | ENJSA | 32 | 2% | ALKIM | 18 | -15% |
| TKFEN | 54 | 48% | TEZOL | 32 | -25% | BRISA | 18 | -8% |
| AYGAZ | 54 | 4% | KONTR | 30 | -56% | VESBE | 16 | -17% |
| CIMSA | 54 | 25% | SOKM | 30 | -39% | AKSA | 16 | 21% |
| MPARK | 52 | 79% | FROTO | 30 | 1% | AKSEN | 14 | 3% |
| TUPRS | 50 | -14% | BIZIM | 30 | -41% | HEKTS | 14 | -59% |
| TABGD | 48 | -3% | KRDMD | 28 | -13% | ARCLK | 12 | -16% |
| GENIL | 48 | 98% | PETKM | 28 | -24% | TTRAK | 12 | -11% |
| HTTBT | 46 | 62% | TOASO | 26 | -20% | KAREL | 10 | -33% |
| THYAO | 44 | -7% | SISE | 24 | -30% | DOAS | 6 | -33% |
| LKMNH | 44 | 29% | GWIND | 24 | 22% | OTKAR | 6 | -12% |
| BIMAS | 44 | 36% | VESTL | 24 | 17% | ALFAS | 0 | -38% |
| SELEC | 44 | -1% | AZTEK | 24 | -65% | | | |
| LOGO | 42 | 10% | INDES | 24 | 1% | | | |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

Piyasa değeri ve firma değerine göre şirketlerin değerleri (XUTUM)

- Şirketlerin piyasa değerleri (mcap) ve firma değerlerini (EV), serbest nakit akışı (SNA) ve satış geliri ile oranlayarak analiz ettik. Bu noktada, **mcap/SNA**, **EV/SNA**, **mcap/satışlar** ve **EV/satışlar** rasyolarını inceledik.
- Aşağıda yer alan tabloda XUTUM endeksinde yer alan şirketlerin son açıklanan finansallarına göre elde ettiğimiz rasyolarının pozitif olanlarının (serbest nakit akışı açısından) en küçük ve büyük değerleri sıralı şekilde gösterilmiştir. **Şirketlerin söz konusu tabloda yer almasının Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma departmanı olarak ön plana çıkardığımız ve/veya beğendiğimiz anlamı taşımadığını önemle belirtmek isteriz.**

| Mcap/SNA | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | BFREN | 3,208 |
| 2 | COSMO | 2,717 |
| 3 | MAGEN | 917 |
| 4 | DOBUR | 797 |
| 5 | AYCES | 712 |
| 6 | FADE | 707 |
| 7 | YAYLA | 600 |
| 8 | POLTK | 555 |
| 9 | VANGD | 509 |
| 10 | BRKSN | 502 |

| EV/SNA | Şirket | Rasyo |
|--------|--------|-------|
| 1 | BFREN | 3,207 |
| 2 | COSMO | 2,719 |
| 3 | MAGEN | 1,022 |
| 4 | DOBUR | 794 |
| 5 | FADE | 739 |
| 6 | AYCES | 716 |
| 7 | YAYLA | 602 |
| 8 | POLTK | 554 |
| 9 | VANGD | 505 |
| 10 | BRKSN | 492 |

| Mcap/Satış | Şirket | Rasyo |
|------------|--------|-------|
| 1 | ESCOM | 2,298 |
| 2 | HUBVC | 836 |
| 3 | BRYAT | 699 |
| 4 | LYDHO | 548 |
| 5 | LYDYE | 445 |
| 6 | UFUK | 265 |
| 7 | ASGYO | 252 |
| 8 | MAALT | 219 |
| 9 | AHSGY | 191 |
| 10 | SONME | 180 |

| EV/Satış | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | DENGE | 2,300 |
| 2 | HUBVC | 826 |
| 3 | BRYAT | 610 |
| 4 | LYDHO | 529 |
| 5 | MAALT | 424 |
| 6 | LYDYE | 274 |
| 7 | UFUK | 194 |
| 8 | ASGYO | 158 |
| 9 | SONME | 135 |
| 10 | AHSGY | 94 |

| Mcap/SNA | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | KATMR | 1.2 |
| 2 | ZOREN | 1.5 |
| 3 | ULUUN | 1.7 |
| 4 | ARENA | 2.0 |
| 5 | BIZIM | 2.1 |
| 6 | YKSLN | 2.3 |
| 7 | DOHOL | 2.4 |
| 8 | IPEKE | 2.5 |
| 9 | TKNSA | 2.5 |
| 10 | SOKM | 2.6 |

| EV/SNA | Şirket | Rasyo |
|--------|--------|-------|
| 1 | INFO | 1.2 |
| 2 | ULUUN | 1.3 |
| 3 | DOHOL | 1.3 |
| 4 | KATMR | 1.8 |
| 5 | TKNSA | 2.1 |
| 6 | ISMEN | 2.5 |
| 7 | BIZIM | 2.8 |
| 8 | BYDNR | 2.8 |
| 9 | SOKM | 2.8 |
| 10 | HDFGS | 2.9 |

| Mcap/Satış | Şirket | Rasyo |
|------------|--------|-------|
| 1 | SKYMD | 0.05 |
| 2 | ISMEN | 0.08 |
| 3 | GLBMD | 0.08 |
| 4 | BIZIM | 0.09 |
| 5 | INFO | 0.09 |
| 6 | A1CAP | 0.10 |
| 7 | TKNSA | 0.11 |
| 8 | INDES | 0.12 |
| 9 | ULUUN | 0.13 |
| 10 | ARENA | 0.13 |

| EV/Satış | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | SKYMD | 0.04 |
| 2 | ISMEN | 0.05 |
| 3 | GLBMD | 0.06 |
| 4 | TKNSA | 0.06 |
| 5 | ULUUN | 0.07 |
| 6 | INDES | 0.08 |
| 7 | A1CAP | 0.08 |
| 8 | GEDIK | 0.08 |
| 9 | BIZIM | 0.08 |
| 10 | IHLAS | 0.14 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

Piyasa değeri ve firma değerine göre şirketlerin değerleri (XUSIN)

- Şirketlerin piyasa değerleri (mcap) ve firma değerlerini (EV), serbest nakit akışı (SNA) ve satış geliri ile oranlayarak analiz ettik. Bu noktada, **mcap/SNA**, **EV/SNA**, **mcap/satışlar** ve **EV/satışlar** rasyolarını inceledik.
- Aşağıda yer alan tabloda XUSIN endeksinde yer alan şirketlerin son açıklanan finansallarına göre elde ettiğimiz rasyolarının pozitif olanlarının (serbest nakit akışı açısından) en küçük ve büyük değerleri sıralı şekilde gösterilmiştir. **Şirketlerin söz konusu tabloda yer almasının Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma departmanı olarak ön plana çıkardığımız ve/veya beğendiğimiz anlamı taşımadığını önemle belirtmek isteriz.**

| Mcap/SNA | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | BFREN | 3,208 |
| 2 | FADE | 707 |
| 3 | POLTK | 555 |
| 4 | VANGD | 509 |
| 5 | BRKSN | 502 |
| 6 | IZFAS | 480 |
| 7 | KOPOL | 423 |
| 8 | PRZMA | 313 |
| 9 | VESBE | 291 |
| 10 | JANTS | 223 |

| EV/SNA | Şirket | Rasyo |
|--------|--------|-------|
| 1 | BFREN | 3,207 |
| 2 | FADE | 739 |
| 3 | POLTK | 554 |
| 4 | VANGD | 505 |
| 5 | BRKSN | 492 |
| 6 | IZFAS | 489 |
| 7 | KOPOL | 481 |
| 8 | VESBE | 402 |
| 9 | PRZMA | 319 |
| 10 | JANTS | 225 |

| Mcap/Satış | Şirket | Rasyo |
|------------|--------|-------|
| 1 | ARSAN | 62.9 |
| 2 | POLTK | 56.5 |
| 3 | YAPRK | 29.3 |
| 4 | DOGUB | 28.3 |
| 5 | SELGD | 27.6 |
| 6 | NIBAS | 23.4 |
| 7 | PRZMA | 21.9 |
| 8 | IZINV | 18.5 |
| 9 | ALMAD | 15.1 |
| 10 | BFREN | 14.9 |

| EV/Satış | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | POLTK | 42.6 |
| 2 | ARSAN | 23.9 |
| 3 | YAPRK | 22.1 |
| 4 | DOGUB | 16.6 |
| 5 | NIBAS | 16.4 |
| 6 | IZINV | 15.2 |
| 7 | PRZMA | 15.2 |
| 8 | ENSRI | 11.7 |
| 9 | BFREN | 11.4 |
| 10 | RTALB | 11.2 |

| Mcap/SNA | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | KATMR | 1.2 |
| 2 | ULUUN | 1.7 |
| 3 | YKSLN | 2.3 |
| 4 | IPEKE | 2.5 |
| 5 | KMPUR | 2.7 |
| 6 | TATGD | 2.8 |
| 7 | GOODY | 3.2 |
| 8 | KERTV | 4.0 |
| 9 | OYLUM | 4.3 |
| 10 | OZYSR | 4.5 |

| EV/SNA | Şirket | Rasyo |
|--------|--------|-------|
| 1 | ULUUN | 1.3 |
| 2 | KATMR | 1.8 |
| 3 | YKSLN | 3.1 |
| 4 | KMPUR | 3.1 |
| 5 | KOZAA | 3.3 |
| 6 | GOODY | 3.6 |
| 7 | OYLUM | 4.2 |
| 8 | TATGD | 5.4 |
| 9 | ARSAN | 5.8 |
| 10 | MERCN | 6.1 |

| Mcap/Satış | Şirket | Rasyo |
|------------|--------|-------|
| 1 | ULUUN | 0.13 |
| 2 | VESTL | 0.22 |
| 3 | IZMDC | 0.26 |
| 4 | GOODY | 0.27 |
| 5 | ARCLK | 0.32 |
| 6 | SARKY | 0.33 |
| 7 | PNSUT | 0.34 |
| 8 | YATAS | 0.36 |
| 9 | DGNMO | 0.37 |
| 10 | IHEVA | 0.39 |

| EV/Satış | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | ULUUN | 0.07 |
| 2 | GOODY | 0.23 |
| 3 | IHEVA | 0.24 |
| 4 | TUPRS | 0.28 |
| 5 | KOCMT | 0.32 |
| 6 | SARKY | 0.34 |
| 7 | AYGAZ | 0.40 |
| 8 | SILVR | 0.46 |
| 9 | OFSYM | 0.46 |
| 10 | PRKAB | 0.47 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

Piyasa değeri ve firma değerine göre şirketlerin değerleri (Araştırma kapsamı)

- Şirketlerin piyasa değerleri (mcap) ve firma değerlerini (EV), serbest nakit akışı (SNA) ve satış geliri ile oranlayarak analiz ettik. Bu noktada, **mcap/SNA**, **EV/SNA**, **mcap/satışlar** ve **EV/satışlar** rasyolarını inceledik.
- Aşağıda yer alan tabloda Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin son açıklanan finansallarına göre elde ettiğimiz rasyolarının (serbest nakit akışı açısından) pozitif olanlarının en küçük ve büyük değerleri sıralı şekilde gösterilmiştir. **Şirketlerin söz konusu tabloda yer almasının Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma departmanı olarak ön plana çıkardığımız ve/veya beğendiğimiz anlamı taşımadığını önemle belirtmek isteriz.**

| Mcap/SNA | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | VESBE | 291 |
| 2 | BRISA | 176 |
| 3 | KLKIM | 94 |
| 4 | LKMNH | 87 |
| 5 | CCOLA | 82 |
| 6 | DOAS | 72 |
| 7 | KCHOL | 67 |
| 8 | BIMAS | 60 |
| 9 | SISE | 47 |
| 10 | KAREL | 47 |

| EV/SNA | Şirket | Rasyo |
|--------|--------|-------|
| 1 | VESBE | 402 |
| 2 | KCHOL | 349 |
| 3 | BRISA | 205 |
| 4 | LKMNH | 107 |
| 5 | CCOLA | 95 |
| 6 | KLKIM | 87 |
| 7 | DOAS | 87 |
| 8 | SISE | 74 |
| 9 | KAREL | 72 |
| 10 | BIMAS | 63 |

| Mcap/Satış | Şirket | Rasyo |
|------------|--------|-------|
| 1 | HTTBT | 14.5 |
| 2 | TRGYO | 10.9 |
| 3 | HEKTS | 10.1 |
| 4 | GWIND | 8.0 |
| 5 | ALARK | 6.1 |
| 6 | ANHYT | 5.5 |
| 7 | OZKGY | 5.5 |
| 8 | KONTR | 5.5 |
| 9 | ASELS | 4.4 |
| 10 | BIOEN | 4.1 |

| EV/Satış | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | HTTBT | 11.4 |
| 2 | SAHOL | 11.1 |
| 3 | HEKTS | 10.3 |
| 4 | TRGYO | 7.1 |
| 5 | GWIND | 6.2 |
| 6 | ALARK | 5.2 |
| 7 | KONTR | 4.7 |
| 8 | BIOEN | 4.4 |
| 9 | OZKGY | 4.1 |
| 10 | ASELS | 2.8 |

| Mcap/SNA | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | BIZIM | 2.1 |
| 2 | DOHOL | 2.4 |
| 3 | SOKM | 2.6 |
| 4 | THYAO | 2.6 |
| 5 | KMPUR | 2.7 |
| 6 | ISMEN | 3.3 |
| 7 | PGSUS | 3.5 |
| 8 | OZKGY | 5.3 |
| 9 | TRGYO | 5.5 |
| 10 | TKFEN | 5.8 |

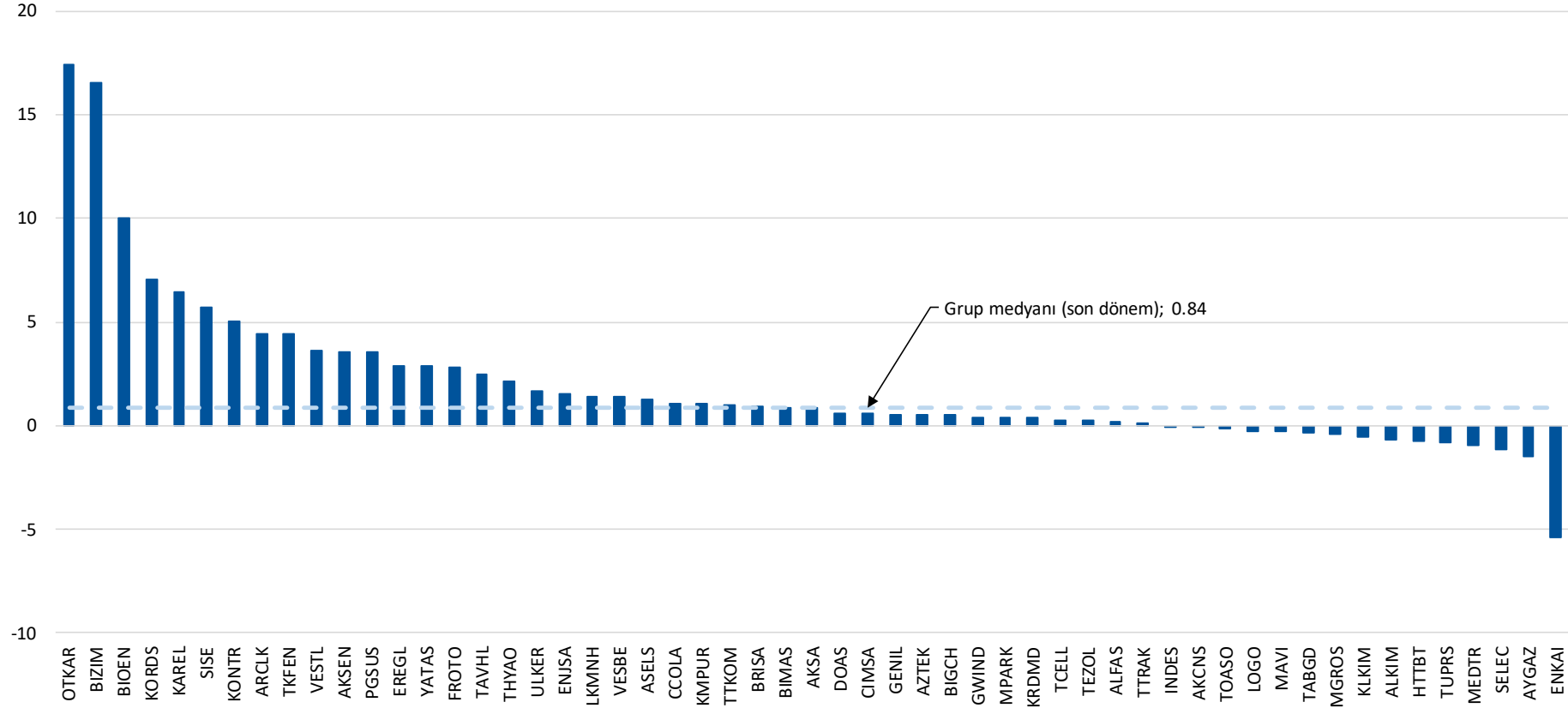
| EV/SNA | Şirket | Rasyo |
|--------|--------|-------|
| 1 | DOHOL | 1.3 |
| 2 | ISMEN | 2.5 |
| 3 | BIZIM | 2.8 |
| 4 | SOKM | 2.8 |
| 5 | KMPUR | 3.1 |
| 6 | THYAO | 4.5 |
| 7 | TRGYO | 4.8 |
| 8 | OZKGY | 4.8 |
| 9 | MGROS | 6.1 |
| 10 | PGSUS | 6.5 |

| Mcap/Satış | Şirket | Rasyo |
|------------|--------|-------|
| 1 | ISMEN | 0.08 |
| 2 | BIZIM | 0.09 |
| 3 | INDES | 0.12 |
| 4 | SOKM | 0.20 |
| 5 | VESTL | 0.22 |
| 6 | ARCLK | 0.32 |
| 7 | YATAS | 0.36 |
| 8 | MGROS | 0.39 |
| 9 | DOAS | 0.40 |
| 10 | KCHOL | 0.41 |

| EV/Satış | Şirket | Rasyo |
|----------|--------|-------|
| 1 | ISMEN | 0.05 |
| 2 | INDES | 0.08 |
| 3 | BIZIM | 0.08 |
| 4 | SOKM | 0.17 |
| 5 | TUPRS | 0.28 |
| 6 | MGROS | 0.29 |
| 7 | SELEC | 0.30 |
| 8 | DOAS | 0.34 |
| 9 | DOHOL | 0.35 |
| 10 | AYGAZ | 0.40 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

Net borç/FAVÖK

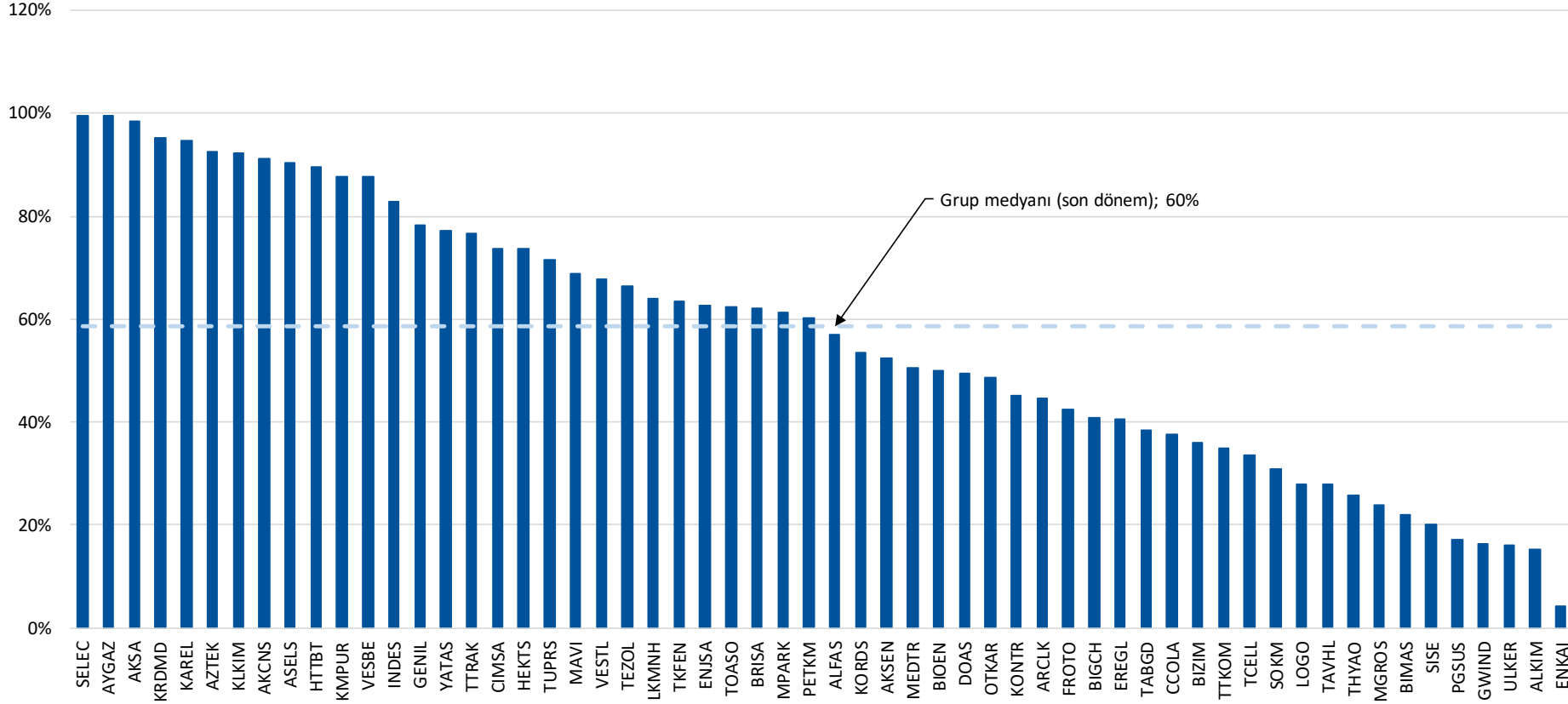


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır. Rasyonun pozitif olması ilgili Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu ifade etmektedir.

** HEKTS, PETKM ve SOKM, eksi FAVÖK rakamı açıklaması dolayısıyla tabloda yer almamaktadır.

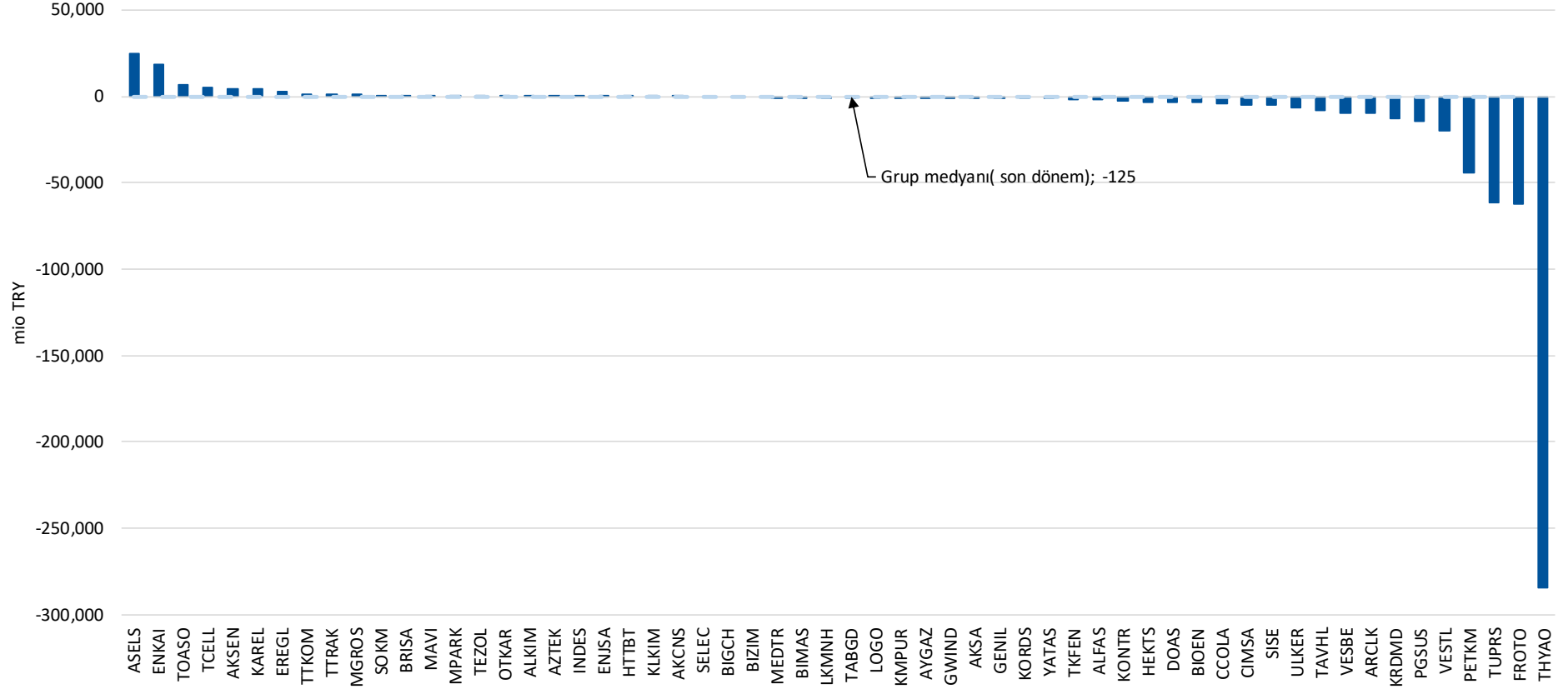
Borçların kısa vade durumu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

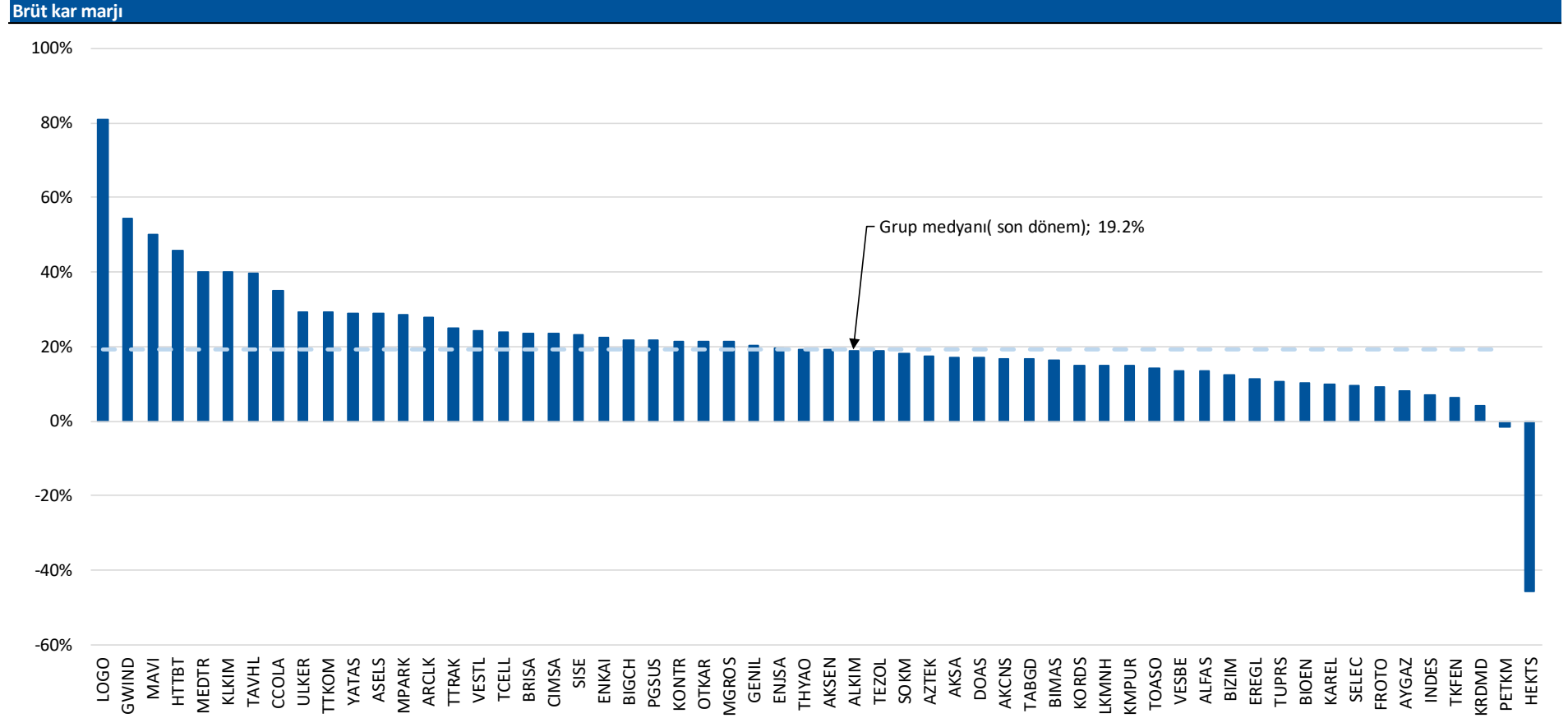
Hedge dahil yabancı para açık pozisyonu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

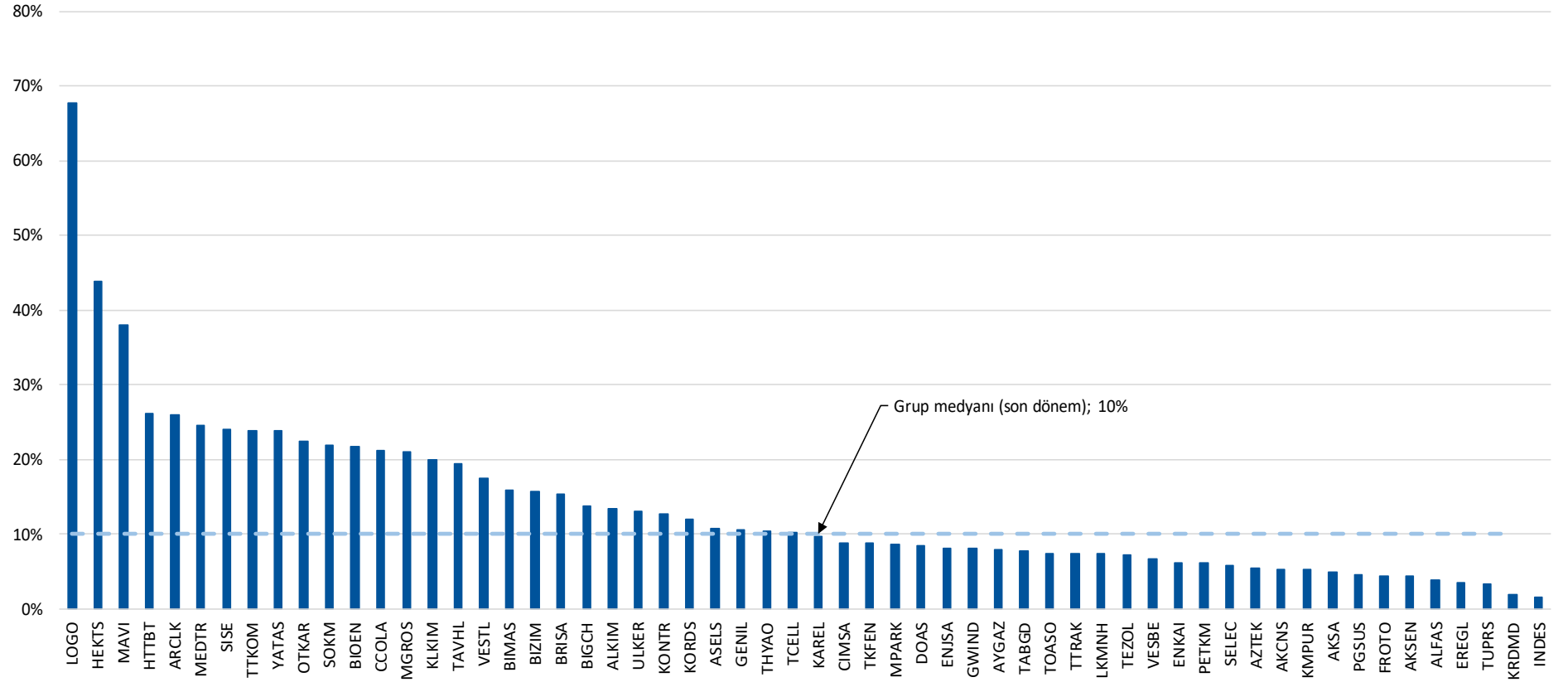
Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait brüt kar marjı durumuna göre sıralanması.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Operasyonel giderler/satışlar

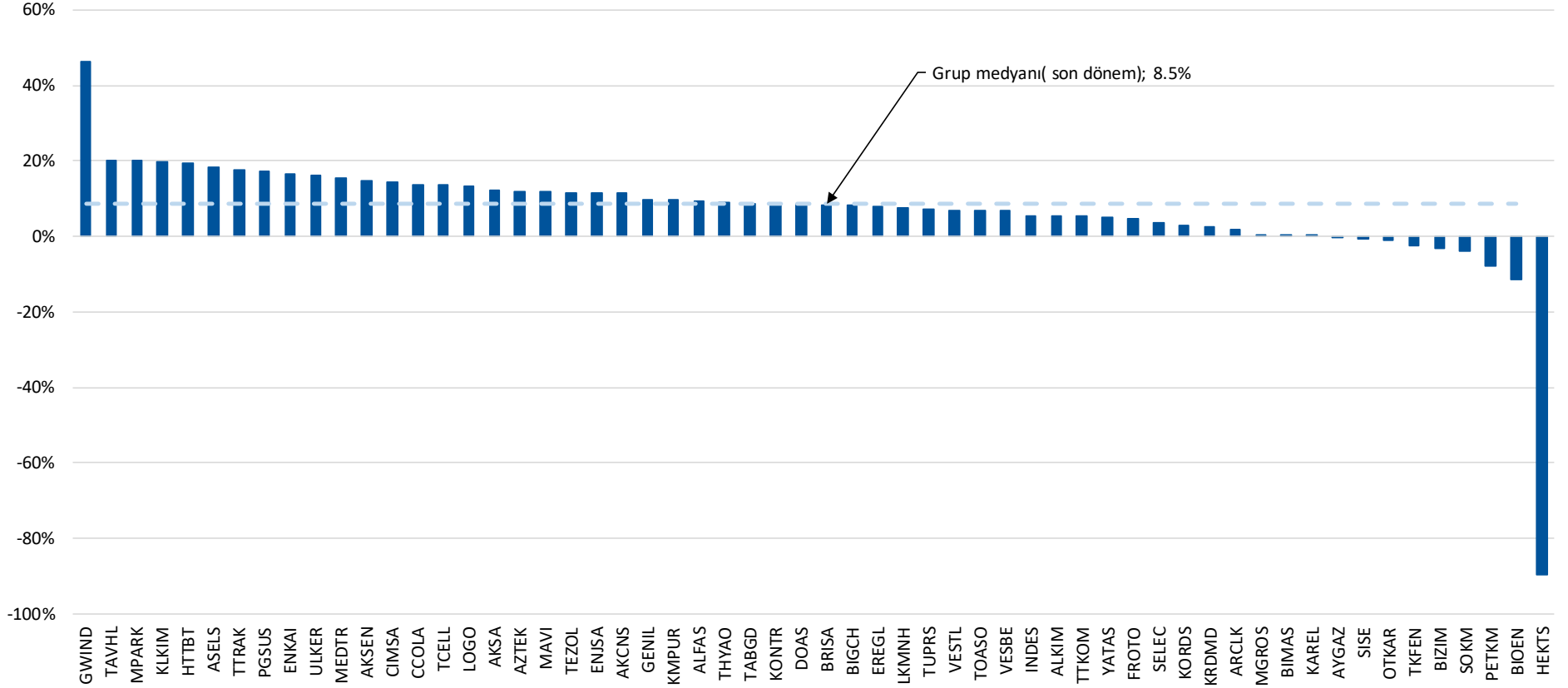


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere ait esas faaliyet kar marjı durumuna göre sıralanması.

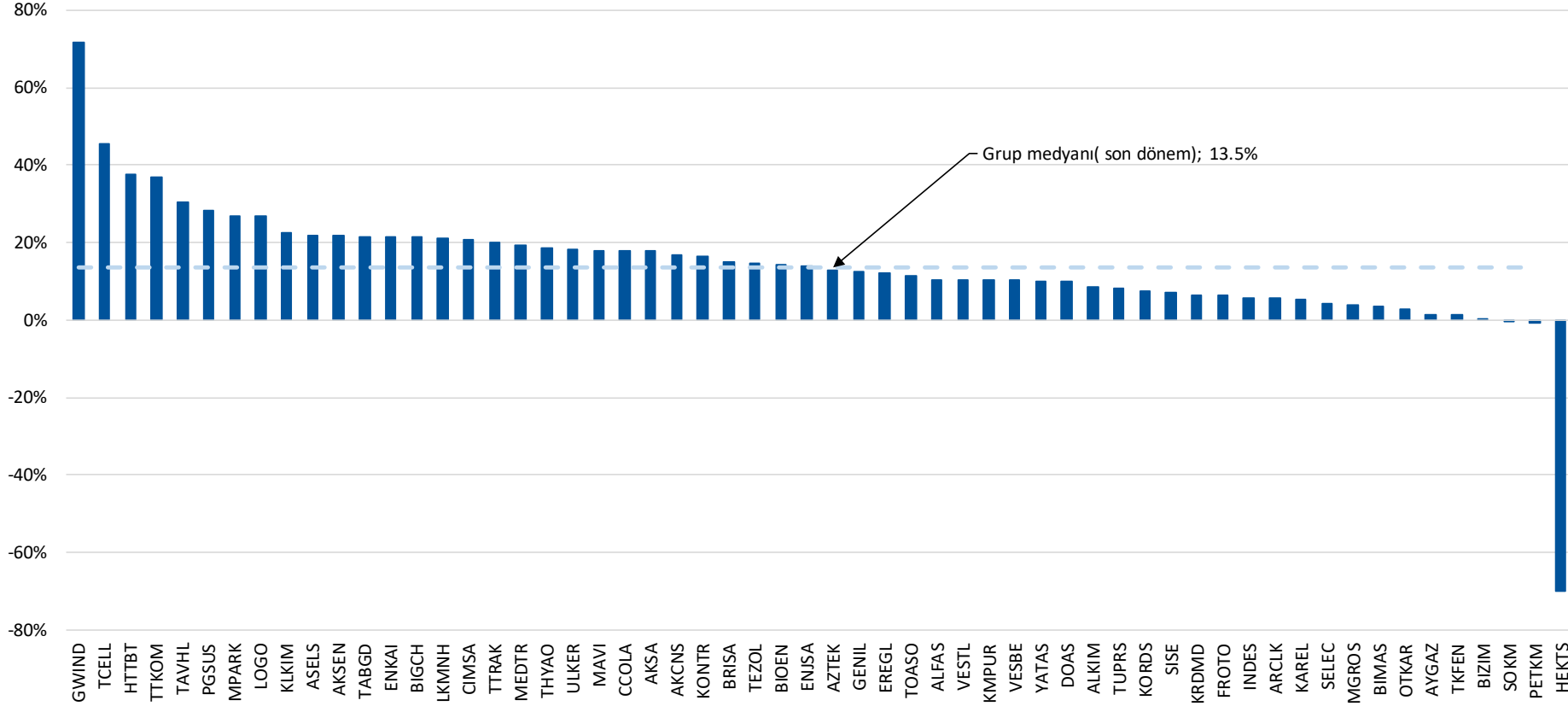
Esas faaliyet kar marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

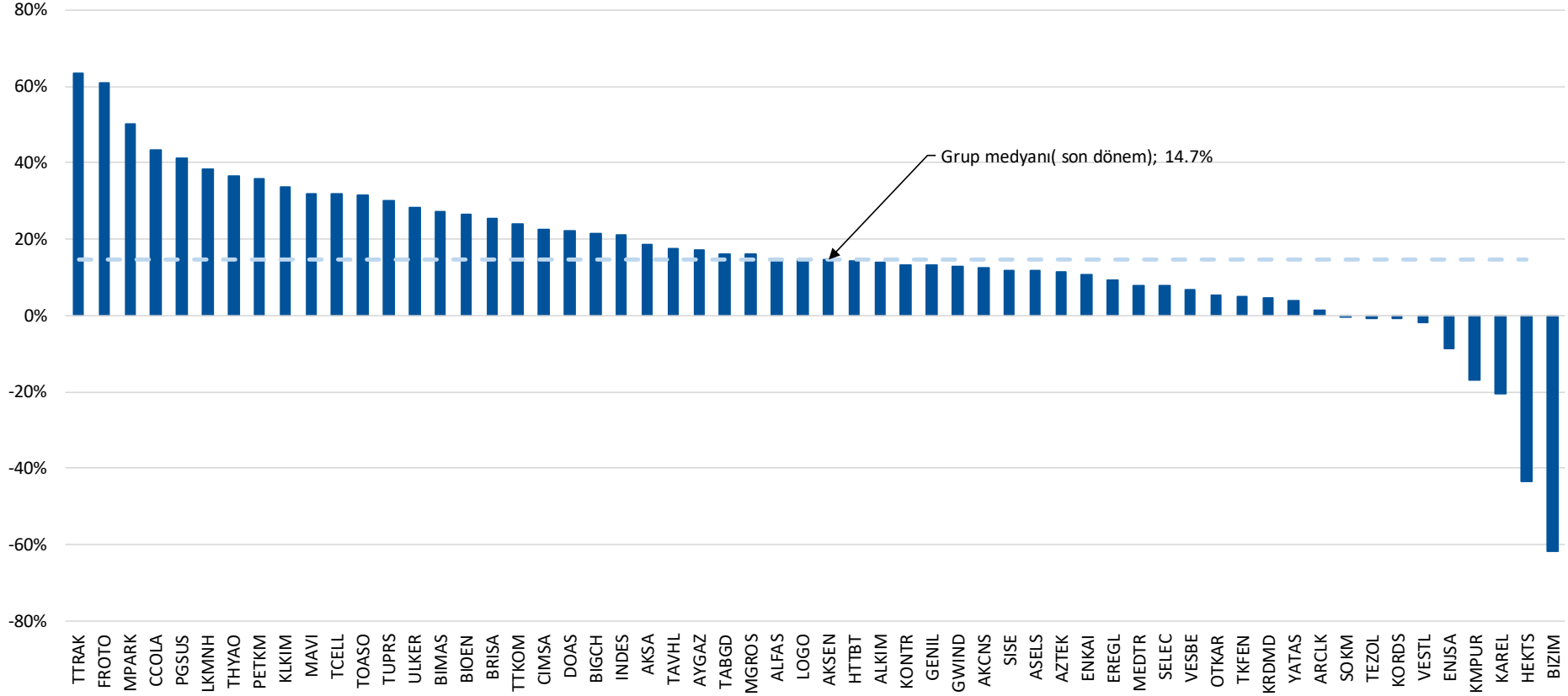
FAVÖK marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

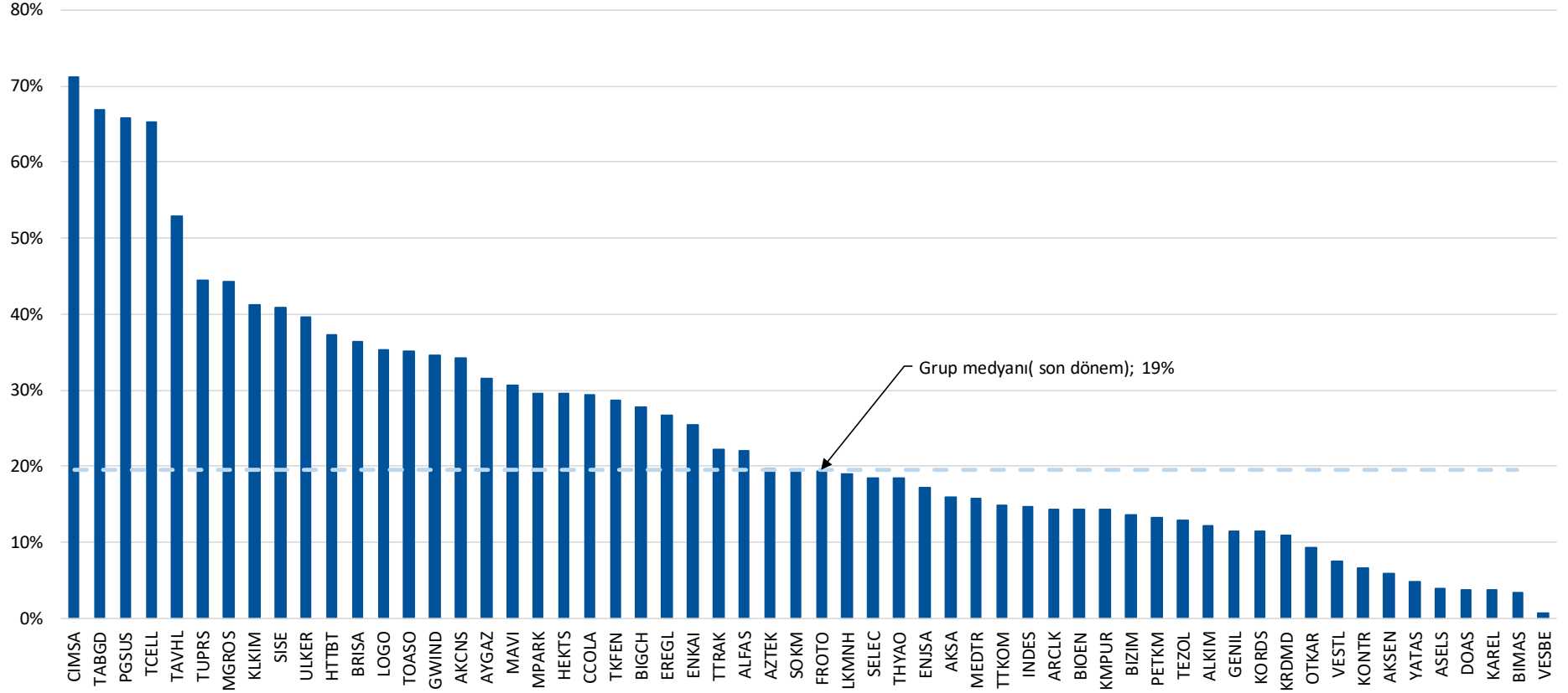
Özsermaye karlılığı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

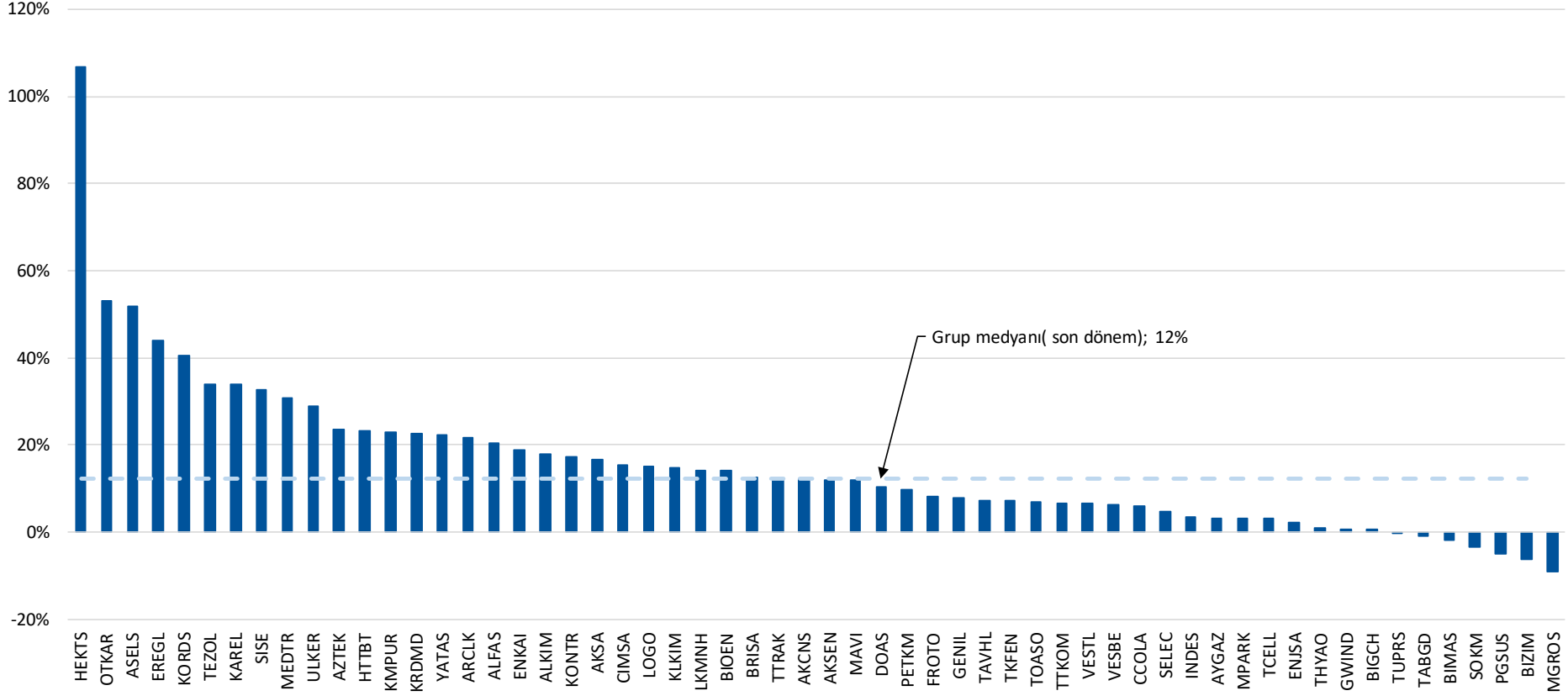
Nakit/dönen varlıklar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

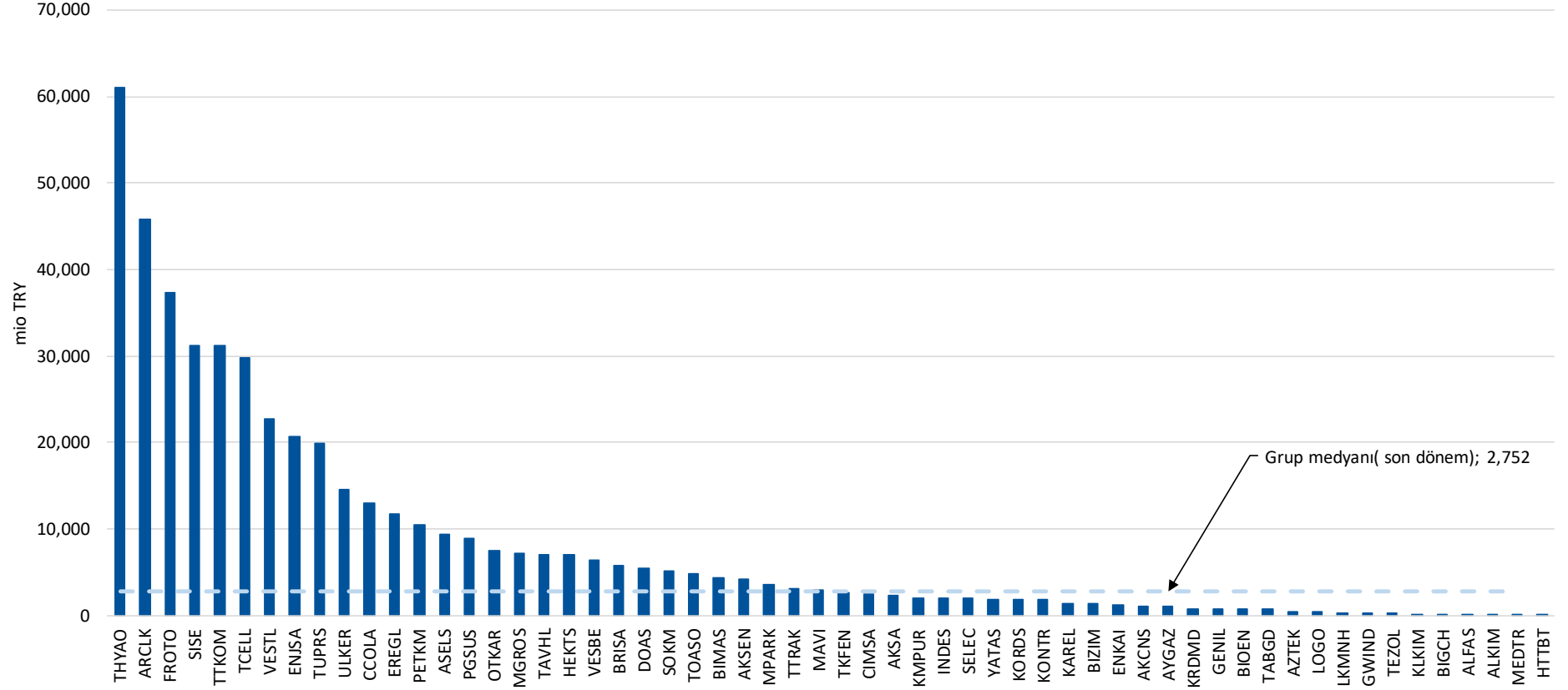
Net işletme sermayesi/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

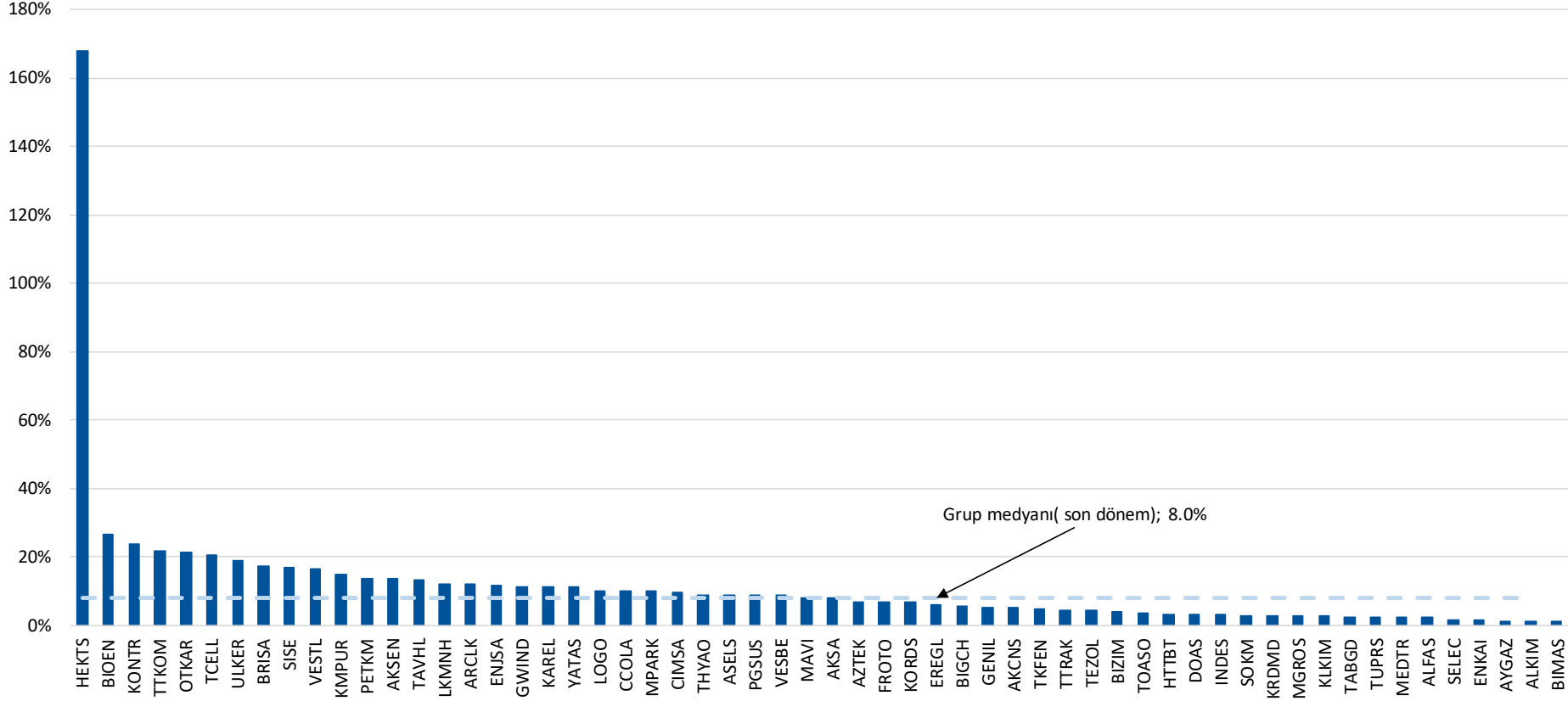
Finansman gideri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

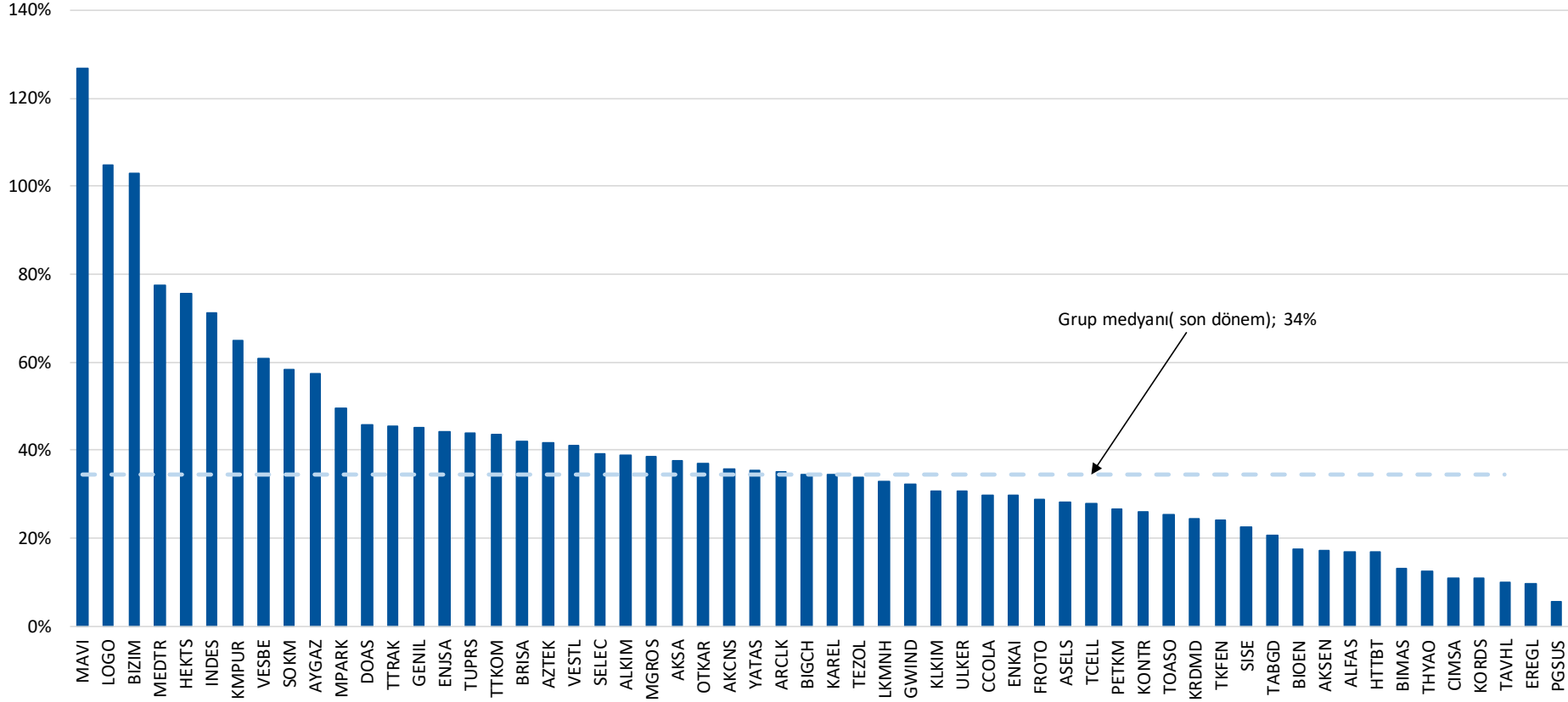
Finansman gideri/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

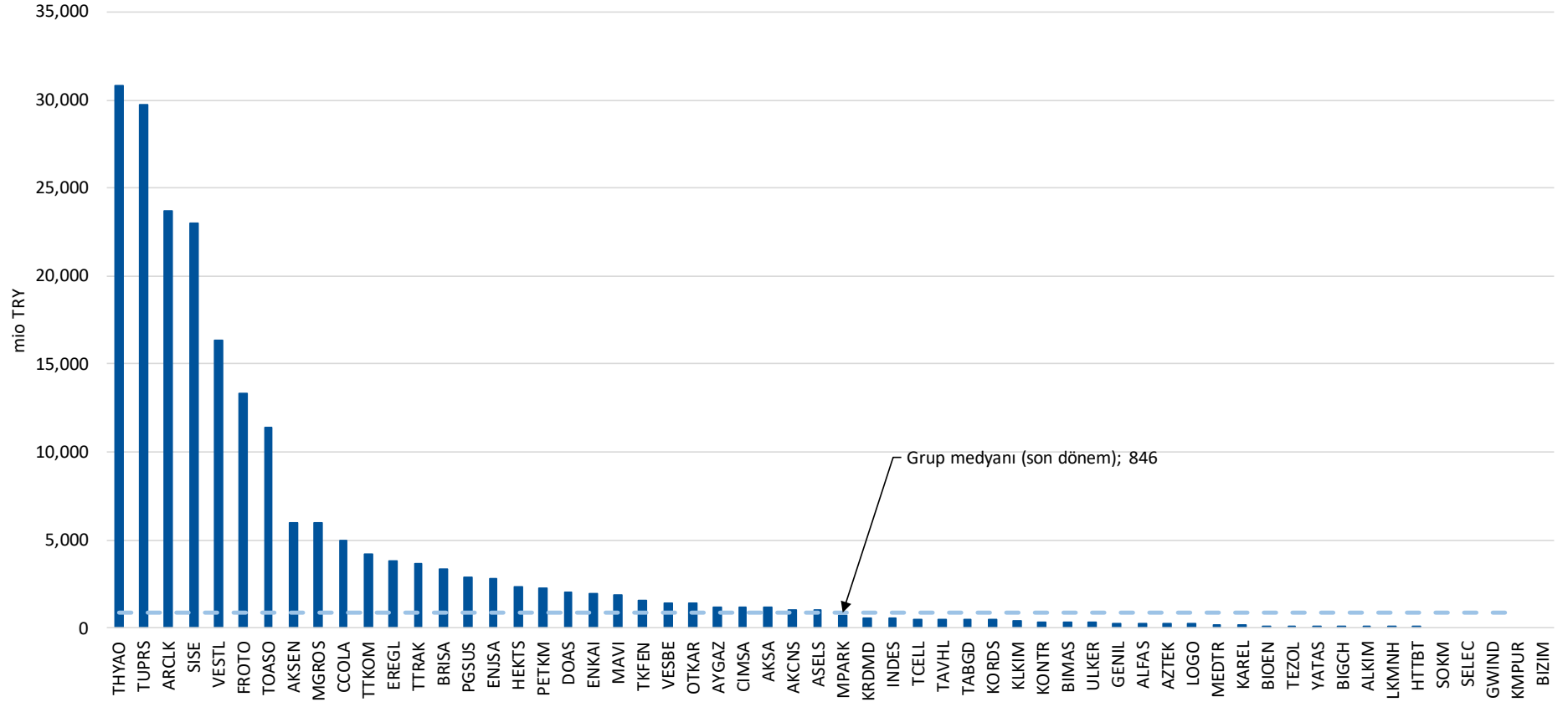
Finansman gideri/borçlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

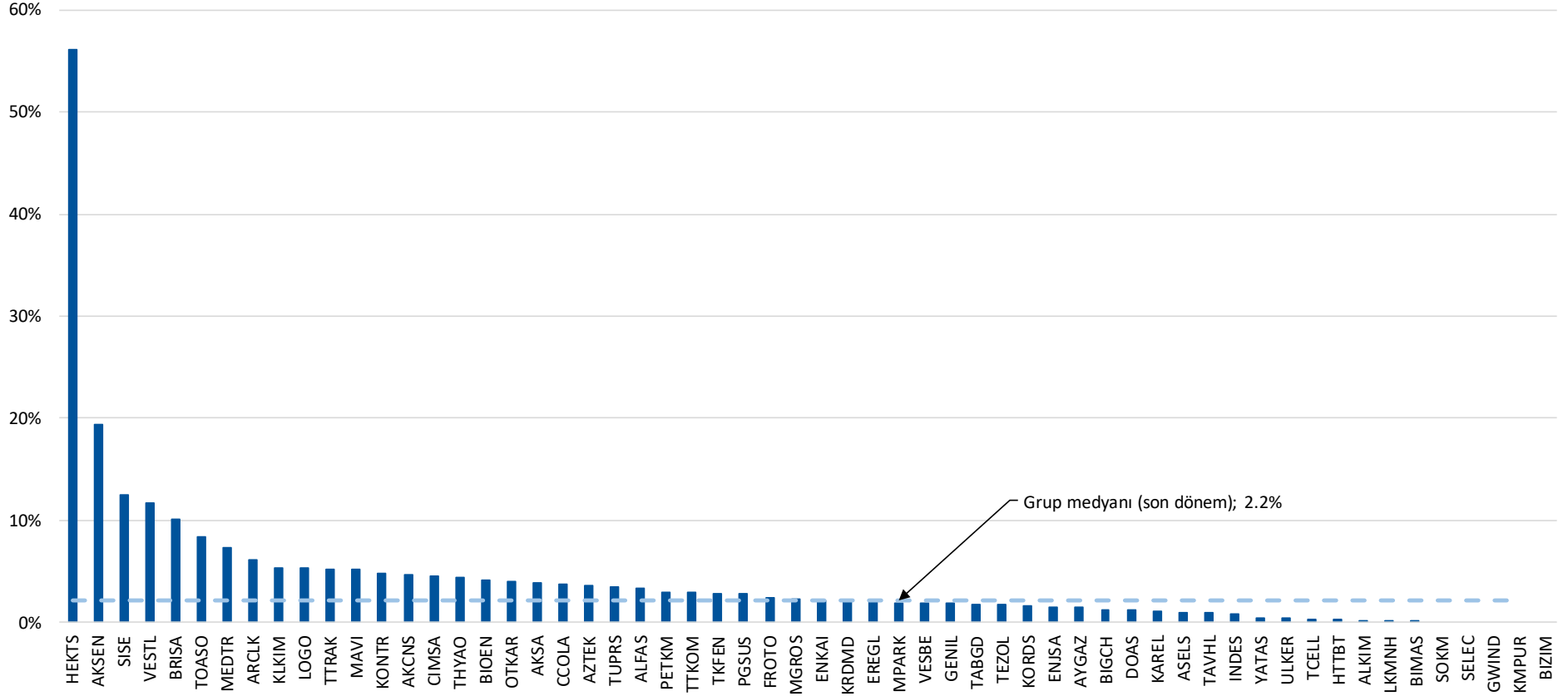
Finansman geliri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

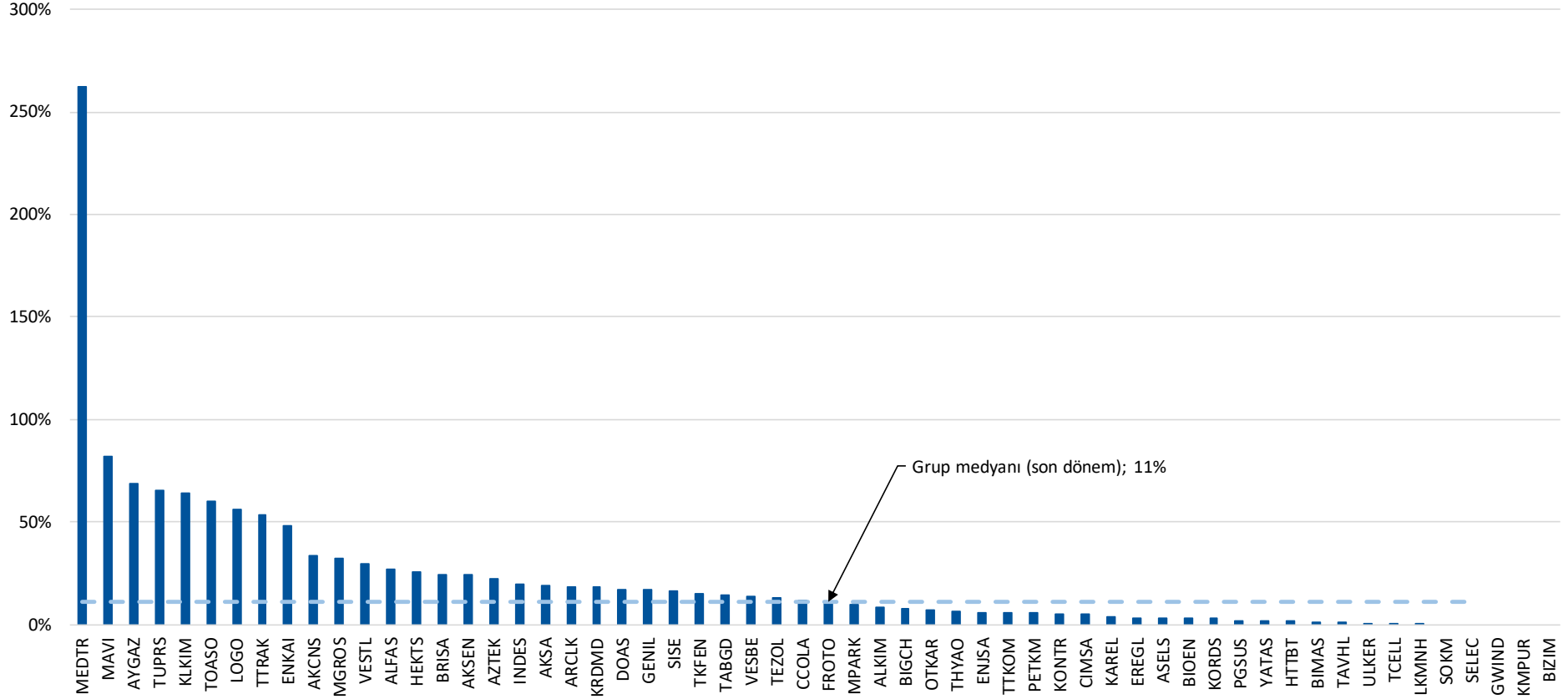
Finansman geliri/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

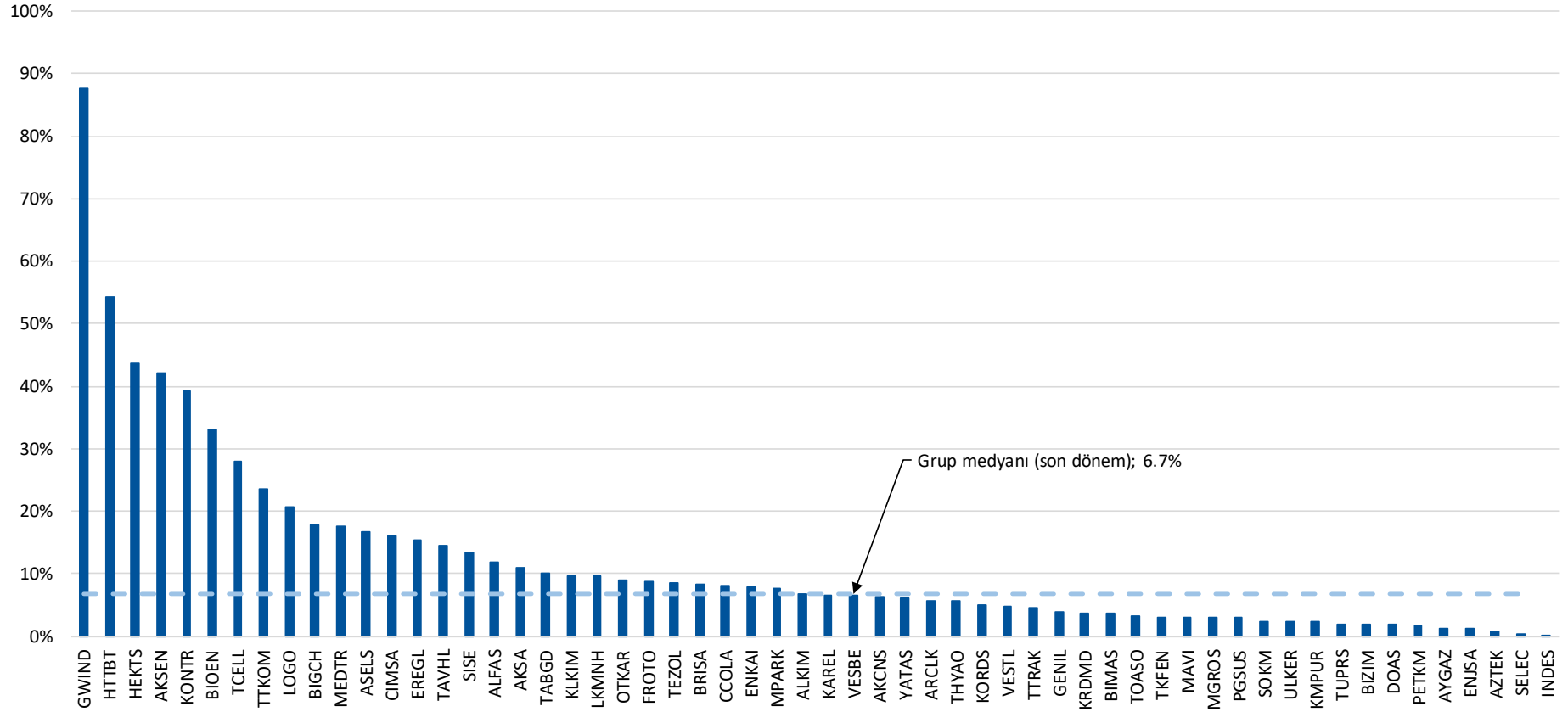
Finansman geliri/borçlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Sabit sermaye yatırımları/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2024 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

■ Bankacılık & sigorta sektörleri düşüncelerimiz

2025 yılı bankacılık sektörü görünümü

- Türk bankacılık sektörü, 2025 yılında, zorlu, ancak, dönüştürücü bir döneme girmeye hazırlanıyor. Zorlu kısmı; Avrupa'da yavaşlayan sanayi faaliyetinin özellikle yılın ilk yarısında Türkiye'de reel sektörün gelir artışını baskılaması, teminatsız bireysel kredilerdeki tahsili gecikmiş alacak artışının sürmesi ve TCMB politika faizinde beklenen düşüğe paralel olarak net ücret ve komisyon gelirlerindeki yavaşlama beklentisinden oluşuyor. Dönüşüm ise, düşen faiz ortamında faiz getirili aktifler ile faiz taşıyan yükümlülükler arasındaki vade uyumsuzluğu sayesinde net faiz marjında iyileşme, enflasyondaki gerileme ile faaliyet gider artış hızının yavaşlaması ve uzun vadeli sürdürülebilirlik için dijital dönüşüm şeklinde ortaya çıkabilir.
- GARAN ve YKBNK Model Portföyümüzde taşımaya devam ederken, Döngüsel Portföyümüzde AKBNK'ın yanına ISCTR eklemeyi tercih ediyoruz. Bankacılık sektöründe enflasyonun üzerine çıkan özsermaye karlılığının önümüzdeki 2 yıl boyunca devam etmesini ve bankaların durasyon farkı nedeniyle faiz marjlarının yüksek seyretmesini bekliyoruz. 2026 yılından itibaren kredi büyümesinin de hızlanması ile karlılıkların yüksek seviyede kalmasını, bunun da F/DD çarpanını daha yüksek seviyelere getirebileceğini tahmin ediyoruz.
- **Kredi büyümesi ve karlılık.** Kredi büyümesinin 2025 yılında TL tarafta yaklaşık %30 seviyesinde gerçekleşerek ılımlı bir artış göstermesini bekliyoruz. Dezenflasyon sürecinde kredi artışının biraz daha ticari krediler tarafında ağırlık kazanması beklenebilir. Ancak, beklenen faiz indirimine rağmen hala yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve ana ihracat bölgemiz olan Avrupa'da devam eden zayıf ekonomik aktivite özellikle 1Y25'te sanayi şirketlerinin kredi talebini baskılayabilir. Bu nedenle yılın ilk yarısında daha yavaş, ikinci yarıda ise daha hızlı bir kredi genişlemesi olabileceğini tahmin ediyoruz.
- **TL'nin istikrarlı seyri, ılımlı kredi genişlemesi ve içsel sermaye oluşumu sayesinde Türk bankalarının sermaye yeterliliği göstergeleri oldukça güçlü.** Tahminlerimize göre, bu destekleyici unsurlar, 2025 yılında da devam edeceğinden, güçlü sermaye yapısının korunmasını ve bunun da kredi genişlemesine yeterli bir alan açmasını bekliyoruz.
- Likidite açısından bakıldığında ise sektörde, mevduatın krediye dönüşüm oranı %84 ile oldukça düşük bir seviyede 2024'ü tamamladı. Bu yüksek likidite seviyesinin de kredi genişlemesine belirgin bir katkısı olabileceği görüşündeyiz.
- **Araştırma kapsamımızda yer alan bankaların 2024 yılını ~%21 özsermaye karlılığı ile tamamlamasını beklerken, bu rakamın 2025 yılında ~%29 seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz.** Net faiz marjındaki toparlanmanın bu iyileşmedeki en önemli etken olabileceğini tahmin ediyoruz. Bankaların plasman ve fonlamaları arasındaki, plasman lehine 7-8 ay olan vade farkının düşen faiz ortamında net faiz marjına olumlu katkısı olabileceğini düşünüyoruz. Enflasyon ve faizdeki düşüşün sadece 2025 ile sınılı kalmayarak takip eden dönemde de devam edeceği varsayımı altında 2025 ve 2026 yıllarında 2023 ve 2024'e kıyasla net faiz marjının daha yukarıda şekillenmesini bekliyoruz. 2023 ortasından itibaren TCMB'nin sıkılaştırma politikası sebebiyle baskılanan marjlarda, 2025 yılında önemli bir genişleme ve faiz oranlarındaki düşüş eğiliminin 2026'da da sürmesiyle devam edebilecek bir iyileşme tahmin edilebilir. Mevduatın krediye dönüşüm oranının düşük olması da fonlama rekabetini sınırlaması anlamında bankaların kar marjına olumlu destek verebilir.

2025 yılı bankacılık sektörü görünümü

- **Varlık kalitesi.** Son yıllarda görece istikrarlı seyreden varlık kalitesinde, 2025 yılında, özellikle bireysel ve KOBİ kredileri portföylerinde tahsili gecikmiş alacak (TGA) oranında hafif bir yükseliş görülebilir. Ancak, güçlü karşılık politikaları ve yüksek teminatlandırma oranları, sistemik riskleri sınırlandırmada etkili olacaktır. 2024 yılını %1.8 takipteki kredi oranı ve takipteki krediler için %75.2 karşılık oranı ile tamamlayan sektörde Net Kredi Risk oranı Ocak-Kasım döneminde 104 baz puan olarak gerçekleşti. Karşılık oranlarının önemli ölçüde değişmeden kalacağı varsayımı altında, bu oranın 2025'te yaklaşık 150 baz puan seviyesinde gerçekleşebileceğini modelliyoruz.
- **Faiz dışı gelir/gider dengesi.** Dijitalleşme, sektörün dönüşümünde kritik bir rol oynamaya devam ediyor. Müşteri deneyimini iyileştirmek ve operasyonel verimliliği artırmak amacıyla bulut teknolojileri, yapay zeka ve mobil bankacılık platformlarına yapılan yatırımlar hız kazanıyor. Bu dijital dönüşüm, özellikle döviz bazlı BT giderleri ve altyapı maliyetlerindeki artışı daha etkin yönetmek adına büyük önem taşıyor. Aynı zamanda şube genişlemesine bağlı kira giderlerindeki artışı da sınırlayan teknolojik ilerlemenin önümüzdeki yıllarda operasyonel gider artış hızını aşağı çekebileceğini düşünüyoruz.
- **Uzun vadedeki bu iyimser beklentimize karşın daha yakın dönem olan 2025 yılında ücret ve kira giderleri üzerinde enflasyon kaynaklı baskı devam edebilir.** Yıl sonundaki enflasyon senaryoları arasında %30'un altına ihtimal veriyor olsak da faaliyet giderlerindeki artışın yıl ortalaması olan enflasyon paralelinde %35 civarında bir artış kaydedebileceğini tahmin ediyoruz.
- **Net ücret ve komisyon gelirleri tarafında ise sektör son 2 yılda ödeme sistemlerinin önemli katkısıyla oldukça güçlü büyüme gösterdi.** 2023 yılında %147'lik artışın ardından 2024 yılı Ocak-Kasım döneminde de %111'lik artış gösteren net ücret ve komisyon gelirlerinin, TCMB'den faiz indirimleri beklentileri nedeniyle 2025 yılında artış hızında baskılanma olabileceğini tahmin ediyor ve bu nedenle de muhafazakar bir tahminle %35-40 bandında ve enflasyonun üzerinde gerçekleşebilecek bir büyüme dinamiği yakalanabileceğini düşünüyoruz.
- **Tahminlerimize yönelik risk faktörleri.** Enflasyondaki aşağı yönlü dinamiği bozarak faiz indirim sürecini sektöre uğratabilecek gelişmeler en önemli negatif risk faktörleri olarak değerlendirilebilir. Faiz seviyesindeki gerilemenin yavaş olması marjlarda beklediğimiz toparlanmanın da daha zayıf kalmasına neden olabilir. Bununla birlikte ekonomik büyümenin beklentimizden daha zayıf olması da kredi riskini yükselterek karşılık giderlerinin beklentimizin üzerinde kalmasına neden olabilir.

Bankacılık hisseleri öneri/hedef fiyat

- ✓ **AKBNK (AL/90,00 TL):** AKBNK son 1 yılda %90 performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %43 üzerinde bir performans göstermiştir. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 3.84x F/K ve 1.06x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %32.3 seviyesindedir. Faiz durasyonu açısından marj avantajı olan bankanın yüksek sermaye yeterliliği ile kredi büyümesi için de önemli alanı bulunmaktadır. Diğer bankalara kıyasla daha cazip çarpan ve daha yüksek özsermaye karlılığı beklentisi ile AKBNK'ı Döngüsel Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.
- ✓ **GARAN (AL/178,50 TL):** GARAN son 1 yılda %136 performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %78 üzerinde bir getiri sağladı. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 4.00x F/K ve 1.21x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %36.1 seviyesindedir. İyi bir marj ve operasyonel gider yönetimi olan bankanın yüksek sermaye yeterliliği ile ön planda kalmaya devam etmesini bekliyor ve Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.
- ✓ **HALKB (TUT/21,10 TL):** HALKB son 1 yılda %42 değer kazanırken, BIST 100 endeksinin %7 üzerinde bir performans gösterdi. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 5.90x F/K ve 0.76x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %14 seviyesindedir. Özel sektör bankalarına göre daha düşük karlılık ile önerimiz TUT yönündedir.
- ✓ **ISCTR (AL/21,30 TL):** ISCTR son 1 yılda %56 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %18 üzerinde bir performans göstermiştir. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 4.20x F/K ve 0.92x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %24.9 seviyesindedir. İştiraklerinin tek bir çatı altında birleştirilmesi ileride önemli bir değer açığa çıkartabileceği için beklentiler olumlu kalmaya devam edebilir. Enflasyona endekli bonolar için uyguladığı farklı muhasebe standardı nedeni ile enflasyon geriledikçe rakipleri ile arasındaki farkı kapatması beklenebilir. AL önerisi ile hisseyi Döngüsel Portföyümüze ekliyoruz.
- ✓ **VAKBN (AL/31,80 TL):** VAKBN son 1 yılda %69 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %28 üzerinde getiri sağlamıştır. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 3.27x F/K ve 0.84x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %30.2 seviyesindedir. Beklediğimiz özsermaye karlılığı iyileşmesi ve cazip çarpanları nedeniyle hisse için AL önerimizi koruyoruz.
- ✓ **YKBNK (AL/46,00 TL):** YKBNK son 1 yılda %67 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %26 üzerinde bir performans göstermiştir. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 4.19x F/K ve 1.04x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %27.9 seviyesindedir. Olumlu marj dinamiği, sektöre görece yüksek verimliliği ve artan karlılığı ile Model Portföyümüzde yer almaktadır.
- ✓ **TSKB (AL/18,20 TL):** TSKB son 1 yılda %86 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %41 üzerinde getiri sağlamıştır. 2025 tahminlerimize göre 3.60x F/K ve 0.90x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %29 seviyesindedir. Son 2 yıldır yavaş büyüyen bankanın önümüzdeki dönemde yüksek sermaye yeterliliği ile daha hızlı büyümesi beklenebilir. AL olan önerimizi korumakla birlikte konvansiyonel mevduat bankalarının düşen faiz döneminde biraz daha ön planda olabileceğini düşünüyoruz.

Bankacılık sektörü beklentilerimiz

| Öneri ve hedef fiyatlar | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|------------|-------|
| Hisse | Son kapanış | Hedef fiyat | Potansiyel | Öneri |
| AKBNK | 64.75 | 90.00 | 39% | AL |
| GARAN | 127.00 | 178.50 | 41% | AL |
| HALKB | 17.26 | 21.10 | 22% | TUT |
| ISCTR | 14.00 | 21.30 | 52% | AL |
| VAKBN | 23.98 | 31.80 | 33% | AL |
| YKBNK | 31.18 | 46.00 | 48% | AL |
| TSKB | 12.91 | 18.20 | 41% | AL |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

| Değerleme çarpanları | | | | | | |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|
| Hisse | F/K | | F/DD | | Karlılık | |
| | 2024T | 2025T | 2024T | 2025T | 2024T | 2025T |
| AKBNK | 7.32 | 3.72 | 1.38 | 1.03 | 20.7% | 32.3% |
| GARAN | 5.72 | 3.92 | 1.62 | 1.18 | 33.0% | 36.1% |
| HALKB | 8.10 | 5.91 | 0.87 | 0.76 | 11.3% | 13.9% |
| ISCTR | 7.14 | 4.16 | 1.15 | 0.91 | 17.2% | 24.9% |
| VAKBN | 6.13 | 3.25 | 1.12 | 0.83 | 20.2% | 30.2% |
| YKBNK | 8.34 | 4.09 | 1.32 | 1.01 | 16.9% | 27.9% |
| TSKB | 3.75 | 3.55 | 1.14 | 0.89 | 36.4% | 28.6% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları
Son kapanış fiyatları ile.

| Net kar tahminleri, BDDK solo, mio TRY | | | | | | |
|--|--------|--------------|--------|--------------|---------|--------------|
| Hisse | 2023 | 2023 değişim | 2024T | 2024 değişim | 2025T | 2025 değişim |
| AKBNK | 66,479 | 11% | 45,986 | -31% | 90,477 | 97% |
| GARAN | 87,332 | 49% | 93,251 | 7% | 136,113 | 46% |
| HALKB | 10,112 | -31% | 15,301 | 51% | 20,968 | 37% |
| ISCTR | 72,265 | 17% | 49,018 | -32% | 84,070 | 72% |
| VAKBN | 25,046 | 4% | 38,760 | 55% | 73,263 | 89% |
| YKBNK | 68,009 | 29% | 31,579 | -54% | 64,318 | 104% |
| TSKB | 7,041 | 74% | 9,631 | 37% | 10,170 | 6% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

| Ana operasyonel beklentiler | | | | | | |
|-----------------------------|----------------|-------|-------|-------------------------|-------|-------|
| Hisse | Net faiz marjı | | | Net kredi risk maliyeti | | |
| | 2023 | 2024T | 2025T | 2023 | 2024T | 2025T |
| AKBNK | 5.1% | 2.4% | 4.4% | 1.6% | 1.4% | 1.6% |
| GARAN | 6.4% | 3.9% | 5.4% | 2.1% | 1.7% | 1.9% |
| HALKB | 1.6% | 0.3% | 2.8% | 0.0% | 0.6% | 2.4% |
| ISCTR | 3.9% | -0.6% | 2.2% | 1.0% | 1.2% | 1.7% |
| VAKBN | 2.2% | 1.9% | 3.9% | 1.9% | 0.4% | 1.6% |
| YKBNK | 6.3% | 1.1% | 3.6% | 1.2% | 0.9% | 1.5% |
| TSKB | 7.0% | 6.0% | 6.1% | 2.7% | 0.7% | 2.3% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Bankacılık sektörüne ait kar tahminlerimiz

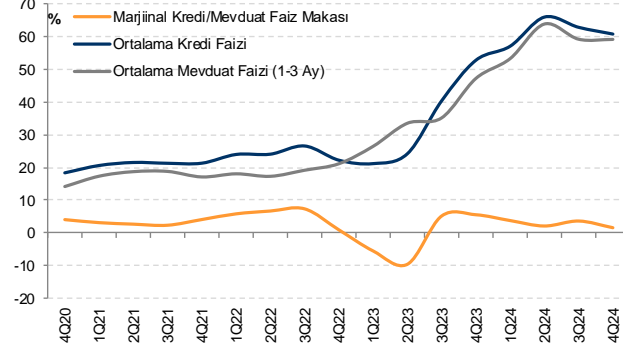
| | AKBNK | | | GARAN | | | HALKB | | | ISCTR | | | VAKBN | | | YKBNK | | | TSKB | | |
|---|--------------|---------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|-------------|
| | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T |
| Net Faiz Geliri | 59.5 | 42.2 | 101.9 | 70.1 | 68.2 | 145.9 | 22.1 | 7.0 | 65.2 | 50.4 | -14.0 | 65.7 | 41.4 | 52.6 | 135.3 | 67.0 | 19.6 | 78.4 | 9.6 | 11.9 | 15.6 |
| y/y | -15.3% | -29.1% | 141.4% | -4.1% | -2.7% | 113.9% | -64.4% | -68.5% | 837.1% | -20.9% | n.a. | n.a. | -41.2% | 27.2% | 157.2% | -10.5% | -70.8% | 300.3% | 48.7% | 24.5% | 30.8% |
| Net Faiz Marjı | 5.1% | 2.4% | 4.4% | 6.4% | 3.9% | 5.4% | 1.6% | 0.3% | 2.8% | 3.9% | -0.6% | 2.2% | 2.2% | 1.9% | 3.9% | 6.3% | 1.1% | 3.6% | 7.0% | 6.0% | 6.1% |
| Net Karşılık Gideri | 11.0 | 15.5 | 22.9 | 16.9 | 22.1 | 32.5 | 0.3 | 8.8 | 38.3 | 9.2 | 17.8 | 31.8 | 25.6 | 8.0 | 34.8 | 8.3 | 10.3 | 21.0 | 3.0 | 1.0 | 4.6 |
| y/y | 165.1% | 40.9% | 47.5% | 12.4% | 30.4% | 47.5% | -99.1% | n.a. | 333.6% | 55.7% | 94.7% | 78.3% | 33.9% | -68.8% | 336.0% | -35.5% | 24.5% | 103.4% | 21.8% | -65.1% | 338.6% |
| Net Kredi Risk Maliyeti | 1.6% | 1.4% | 1.6% | 2.1% | 1.7% | 1.9% | 0.0% | 0.6% | 2.4% | 1.0% | 1.2% | 1.7% | 1.9% | 0.4% | 1.6% | 1.2% | 0.9% | 1.5% | 2.7% | 0.7% | 2.3% |
| Faaliyet Giderleri | 44.8 | 79.3 | 108.2 | 47.7 | 88.2 | 119.1 | 48.1 | 60.7 | 86.0 | 72.2 | 118.0 | 166.0 | 52.5 | 72.0 | 104.2 | 46.5 | 77.3 | 103.6 | 1.2 | 2.1 | 2.8 |
| y/y | 134.0% | 77.0% | 36.5% | 108.1% | 84.9% | 35.2% | 171.6% | 26.1% | 41.7% | 112.3% | 63.4% | 40.6% | 192.8% | 37.1% | 44.8% | 107.3% | 66.3% | 34.0% | 129.7% | 79.0% | 32.9% |
| Net Komisyon Gelirleri | 30.8 | 70.7 | 95.6 | 40.8 | 96.3 | 132.7 | 18.9 | 44.2 | 58.8 | 42.4 | 103.9 | 143.9 | 25.7 | 52.4 | 74.2 | 34.5 | 76.0 | 105.0 | 0.5 | 0.7 | 1.0 |
| y/y | 198.9% | 129.4% | 35.1% | 145.2% | 136.3% | 37.8% | 123.9% | 133.3% | 32.9% | 162.8% | 144.9% | 38.4% | 138.5% | 103.4% | 41.6% | 144.0% | 120.3% | 38.2% | 186.0% | 62.5% | 32.2% |
| Net Komisyon Gelirleri / Faaliyet Giderleri | 68.9% | 89.3% | 88.4% | 85.5% | 109.3% | 111.4% | 39.4% | 72.8% | 68.3% | 58.8% | 88.0% | 86.7% | 49.0% | 72.7% | 71.1% | 74.2% | 98.3% | 101.4% | 39.1% | 35.5% | 35.3% |
| İştirak Gelirleri | 7.3 | 9.4 | 19.0 | 14.0 | 19.8 | 31.2 | 0.4 | 1.1 | 2.1 | 34.1 | 35.4 | 38.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 8.2 | 12.3 | 16.1 | 1.9 | 1.9 | 3.1 |
| y/y | 135.6% | 29.0% | 101.2% | 160.9% | 41.2% | 57.5% | -5.8% | 163.8% | 102.3% | 56.0% | 4.1% | 8.2% | 34.0% | -42.1% | 44.4% | 160.9% | 49.4% | 30.9% | 90.3% | 1.2% | 59.7% |
| Diğer Gelir/Gider | 42.6 | 27.9 | 35.3 | 42.8 | 42.1 | 12.1 | 13.7 | 25.5 | 25.4 | 31.6 | 58.0 | 62.0 | 36.2 | 24.9 | 26.7 | 27.6 | 14.2 | 10.9 | 1.5 | 1.4 | 0.9 |
| y/y | 126.3% | -34.5% | 26.6% | 130.9% | -1.6% | -71.3% | 533.8% | 86.3% | -0.2% | 160.2% | 83.7% | 6.9% | n.a. | -31.2% | 7.2% | 140.9% | -48.7% | -23.4% | 198.0% | -10.0% | -31.9% |
| Vergi Öncesi Kar | 84.4 | 55.5 | 120.6 | 103.0 | 116.2 | 170.1 | 6.7 | 8.2 | 27.2 | 77.1 | 47.5 | 112.1 | 25.4 | 50.0 | 97.3 | 82.6 | 34.4 | 85.8 | 9.3 | 12.8 | 13.2 |
| y/y | 6.5% | -34.3% | 117.5% | 36.3% | 12.7% | 46.5% | -66.8% | 23.0% | 232.8% | 4.2% | -38.4% | 136.2% | -31.8% | 96.8% | 94.6% | 20.8% | -58.3% | 149.3% | 80.7% | 37.9% | 3.1% |
| Net Kar | 66.5 | 46.0 | 90.5 | 87.3 | 93.3 | 136.1 | 10.1 | 15.3 | 21.0 | 72.3 | 49.0 | 84.1 | 25.0 | 38.8 | 73.3 | 68.0 | 31.6 | 64.3 | 7.0 | 9.6 | 10.2 |
| y/y | 10.8% | -30.8% | 96.8% | 49.3% | 6.8% | 46.0% | -31.0% | 51.3% | 37.0% | 17.4% | -32.2% | 71.5% | 4.3% | 54.8% | 89.0% | 28.9% | -53.6% | 103.7% | 73.6% | 36.8% | 5.6% |

Bankacılık sektörüne ait bilanço tahminlerimiz

| | AKBNK | | | GARAN | | | HALKB | | | ISCTR | | | VAKBN | | | YKBNK | | | TSKB | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T | 2023 | 2024T | 2025 T |
| Krediler | 838 | 1,235 | 1,640 | 1,019 | 1,497 | 1,986 | 1,222 | 1,459 | 1,764 | 1,134 | 1,637 | 2,147 | 1,458 | 1,916 | 2,401 | 864 | 1,217 | 1,593 | 122 | 171 | 216 |
| y/y | 55.5% | 47.3% | 32.9% | 61.1% | 46.9% | 32.7% | 54.8% | 19.4% | 20.9% | 51.3% | 44.3% | 31.2% | 59.8% | 31.5% | 25.3% | 51.6% | 40.9% | 30.8% | 63.0% | 40.2% | 26.6% |
| TL | 627 | 887 | 1,188 | 745 | 1,100 | 1,469 | 966 | 1,074 | 1,291 | 735 | 1,094 | 1,439 | 1,008 | 1,227 | 1,554 | 646 | 851 | 1,115 | 9 | 9 | 11 |
| y/y | 60.2% | 41.4% | 33.8% | 56.8% | 47.6% | 33.5% | 57.6% | 11.2% | 20.2% | 56.3% | 48.8% | 31.6% | 61.4% | 21.7% | 26.7% | 57.4% | 31.7% | 31.0% | 29.4% | 0.4% | 25.9% |
| YP, \$ | 7 | 10 | 11 | 9 | 11 | 12 | 9 | 11 | 11 | 14 | 15 | 17 | 15 | 20 | 20 | 7 | 10 | 11 | 4 | 5 | 5 |
| y/y | -9.2% | 37.6% | 8.2% | 10.7% | 21.1% | 8.2% | -7.8% | 25.3% | 2.0% | -9.2% | 13.5% | 8.2% | -0.7% | 27.9% | 2.0% | -13.3% | 40.3% | 8.2% | 5.7% | 19.6% | 5.1% |
| Takipteki Kredi Oranı (grup 3 Oranı) | 2.4% | 3.2% | 3.8% | 2.0% | 2.6% | 3.1% | 1.5% | 2.4% | 3.1% | 2.1% | 2.2% | 3.1% | 1.3% | 2.3% | 3.2% | 3.0% | 3.6% | 3.9% | 3.0% | 2.4% | 3.2% |
| Grup 1 Karşılık Oranı | 1.2% | 0.9% | 0.9% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.9% | 0.6% | 1.0% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 1.3% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 1.0% | 0.6% | 0.6% |
| Grup 2 Karşılık Oranı | 16.6% | 14.0% | 14.0% | 21.9% | 19.5% | 19.5% | 27.9% | 17.0% | 20.0% | 14.4% | 14.0% | 14.0% | 23.9% | 17.5% | 17.5% | 14.8% | 12.7% | 12.7% | 31.1% | 35.0% | 35.0% |
| Grup 3 Karşılık Oranı | 62.1% | 57.5% | 60.5% | 67.6% | 41.4% | 51.8% | 81.6% | 62.6% | 76.6% | 75.6% | 73.1% | 73.3% | 81.4% | 69.9% | 71.9% | 70.5% | 61.2% | 64.7% | 78.0% | 85.2% | 88.8% |
| Toplam Karşılık Oranı | 155.0% | 111.4% | 105.8% | 217.5% | 160.9% | 150.9% | 262.0% | 138.7% | 154.1% | 152.4% | 143.1% | 123.0% | 310.5% | 153.9% | 133.1% | 151.1% | 109.7% | 109.6% | 208.9% | 219.5% | 186.4% |
| Menkul Değerler | 443 | 573 | 759 | 293 | 388 | 714 | 584 | 755 | 799 | 472 | 645 | 845 | 660 | 849 | 1,062 | 404 | 508 | 772 | 29 | 45 | 57 |
| y/y | 66.3% | 29.4% | 32.5% | 55.7% | 32.4% | 84.1% | 56.2% | 29.2% | 5.9% | 69.8% | 36.4% | 31.0% | 77.1% | 28.7% | 25.1% | 66.7% | 25.8% | 51.9% | 21.4% | 55.1% | 26.6% |
| Toplam Aktifler | 1,789 | 2,413 | 3,206 | 1,930 | 2,706 | 4,182 | 2,195 | 2,977 | 3,329 | 2,454 | 3,410 | 4,473 | 2,797 | 3,740 | 4,686 | 1,739 | 2,437 | 3,353 | 177 | 239 | 302 |
| y/y | 66.4% | 34.9% | 32.9% | 67.5% | 40.2% | 54.5% | 57.7% | 35.6% | 11.8% | 74.2% | 39.0% | 31.2% | 66.4% | 33.7% | 25.3% | 56.9% | 40.1% | 37.6% | 53.0% | 35.0% | 26.6% |
| Mevduatlar | 1,218 | 1,599 | 2,121 | 1,384 | 1,881 | 2,956 | 1,873 | 2,417 | 2,698 | 1,662 | 2,190 | 2,884 | 1,962 | 2,411 | 3,005 | 1,036 | 1,319 | 1,826 | 0 | 0 | 0 |
| y/y | 79.3% | 31.2% | 32.7% | 75.0% | 35.9% | 57.2% | 76.5% | 29.1% | 11.6% | 78.5% | 31.8% | 31.7% | 74.0% | 22.9% | 24.6% | 54.1% | 27.3% | 38.4% | n.a. | n.a. | n.a. |
| TL | 768 | 1,067 | 1,415 | 882 | 1,266 | 2,006 | 1,122 | 1,581 | 1,839 | 881 | 1,214 | 1,603 | 1,254 | 1,665 | 2,070 | 641 | 827 | 1,148 | 0 | 0 | 0 |
| y/y | 107.5% | 38.9% | 32.6% | 106.5% | 43.4% | 58.4% | 97.6% | 40.9% | 16.3% | 128.1% | 37.8% | 32.1% | 84.2% | 32.7% | 24.4% | 65.4% | 29.0% | 38.9% | n.a. | n.a. | n.a. |
| YP, \$ | 15 | 15 | 17 | 17 | 17 | 22 | 26 | 24 | 20 | 27 | 28 | 30 | 24 | 21 | 22 | 13 | 14 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| y/y | -7.6% | -1.3% | 10.3% | -12.4% | 2.4% | 28.3% | -3.3% | -7.1% | -14.7% | -8.9% | 4.3% | 8.9% | 0.5% | -12.0% | 4.0% | -11.9% | 3.9% | 14.2% | n.a. | n.a. | n.a. |
| Özsermaye | 211 | 244 | 327 | 245 | 329 | 451 | 128 | 142 | 163 | 268 | 305 | 384 | 171 | 213 | 286 | 179 | 200 | 260 | 21 | 32 | 41 |
| y/y | 37.5% | 15.4% | 34.3% | 60.3% | 34.4% | 37.1% | 42.9% | 10.6% | 14.8% | 39.9% | 13.8% | 26.0% | 60.2% | 24.1% | 34.4% | 41.7% | 11.9% | 29.8% | 67.5% | 48.6% | 27.4% |
| Kaldıraç (Toplam Aktifler / Özsermaye) | 8.5 | 9.9 | 9.8 | 7.9 | 8.2 | 9.3 | 17.1 | 21.0 | 20.4 | 9.2 | 11.2 | 11.6 | 16.3 | 17.6 | 16.4 | 9.7 | 12.2 | 12.9 | 8.3 | 7.5 | 7.5 |

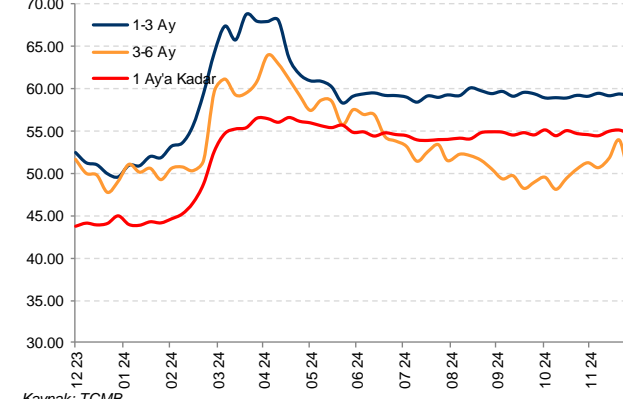
Kredi/mevduat faiz makası yakın dönemde net faiz marjını destekleyebilir

Kredi ve Mevduat Faiz Oranları, Çeyrek Ortalaması, Son Veri 27 Aralık 2024



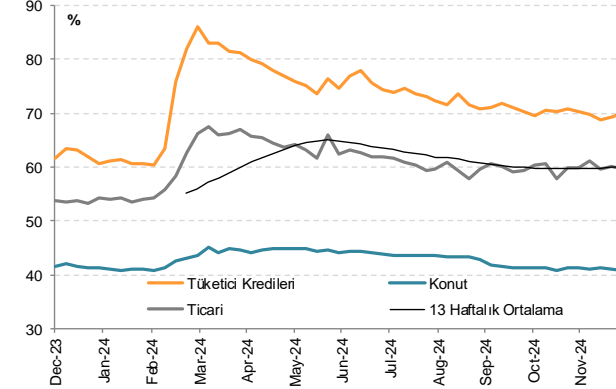
Kaynak: TCMB

Mevduat Faiz Oranları, Son Veri 27 Aralık 2024



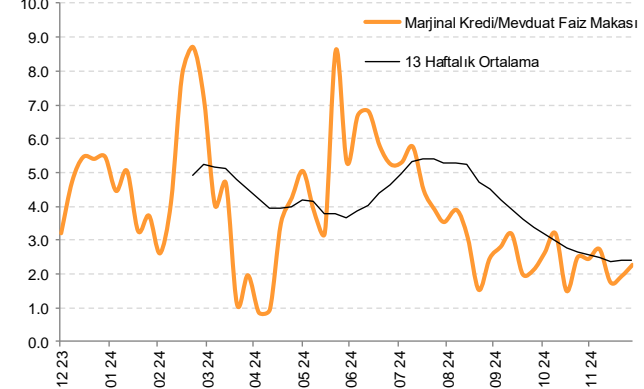
Kaynak: TCMB

Kredi Faiz Oranları, Son Veri 27 Aralık 2024



Kaynak: TCMB

Haftalık Marjinal Kredi/Mevduat Faiz Makası, Son Veri 27 Aralık 2024



Kaynak: TCMB

Özsermaye karlılığı 10 yıllık bono faizinden yüksek olduğu için daha yüksek çarpanları destekliyor

| 12-a ileri F/K | AKBNK | GARAN | HALKB | ISCTR | VAKBN | YKBNK | TSKB | Ortalama |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cari | 3.70 | 3.90 | 5.83 | 4.11 | 3.21 | 4.06 | 3.53 | 3.89 |
| Son 1 Yıl | 4.83 | 3.90 | 7.45 | 5.78 | 4.15 | 4.99 | 3.03 | 4.65 |
| Son 3 Yıl | 2.67 | 2.22 | 5.55 | 3.15 | 3.00 | 2.78 | 2.06 | 2.73 |
| Son 5 Yıl | 2.64 | 2.47 | 5.82 | 2.69 | 3.01 | 2.48 | 2.47 | 2.66 |
| İskonto/Prim | | | | | | | | |
| Cari | -5% | 0% | 50% | 6% | -17% | 4% | -9% | - |
| Son 1 Yıl | 4% | -16% | 60% | 24% | -11% | 7% | -35% | - |
| Son 3 Yıl | -2% | -19% | 104% | 16% | 10% | 2% | -25% | - |
| Son 5 Yıl | -1% | -7% | 119% | 1% | 13% | -7% | -7% | - |
| 12-a ileri F/DD | AKBNK | GARAN | HALKB | ISCTR | VAKBN | YKBNK | TSKB | Ortalama |
| Cari | 1.03 | 1.18 | 0.76 | 0.91 | 0.83 | 1.01 | 0.89 | 0.98 |
| Son 1 Yıl | 1.04 | 1.09 | 0.76 | 0.97 | 0.80 | 1.04 | 0.84 | 0.97 |
| Son 3 Yıl | 0.64 | 0.68 | 0.55 | 0.62 | 0.55 | 0.67 | 0.62 | 0.63 |
| Son 5 Yıl | 0.54 | 0.58 | 0.42 | 0.48 | 0.43 | 0.53 | 0.58 | 0.51 |
| İskonto/Prim | | | | | | | | |
| Cari | 5% | 21% | -23% | -7% | -16% | 3% | -9% | - |
| Son 1 Yıl | 7% | 13% | -22% | 0% | -17% | 7% | -13% | - |
| Son 3 Yıl | 2% | 9% | -12% | -2% | -12% | 8% | -1% | - |
| Son 5 Yıl | 6% | 15% | -17% | -5% | -15% | 4% | 15% | - |
| 12-a ileri Özkaynak Karlılığı | AKBNK | GARAN | HALKB | ISCTR | VAKBN | YKBNK | TSKB | Ortalama |
| Cari | 32.9% | 36.6% | 14.1% | 25.2% | 30.6% | 28.0% | 28.8% | 29.3% |
| Son 1 Yıl | 24.8% | 32.3% | 11.1% | 19.0% | 22.2% | 24.1% | 32.0% | 23.6% |
| Son 3 Yıl | 33.7% | 39.9% | 12.2% | 28.3% | 21.4% | 35.4% | 38.8% | 30.1% |
| Son 5 Yıl | 30.3% | 34.0% | 10.6% | 26.4% | 18.5% | 31.9% | 32.6% | 26.6% |
| İskonto/Prim | | | | | | | | |
| Cari | 12% | 25% | -52% | -14% | 4% | -4% | -2% | - |
| Son 1 Yıl | 5% | 37% | -53% | -20% | -6% | 2% | 36% | - |
| Son 3 Yıl | 12% | 33% | -59% | -6% | -29% | 18% | 29% | - |
| Son 5 Yıl | 14% | 28% | -60% | -1% | -30% | 20% | 23% | - |

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Özsermaye karlılığındaki göreceli iyileşme, enflasyon farklarının da etkisi ile net şekilde ortaya çıkıyor



2024 yılında sigortacılık sektörü görünümü

- Hatırlayacak olursak 2024 yılına, sigorta şirketlerinin, sigorta şirketleri arasından da hayat dışı branşta faaliyet gösteren şirketlerin ön planda olacağı düşüncemizle başlamıştık. Performans açısından baktığımızda, Araştırma kapsamımızda yer alan sigorta şirketleri önemli bir getiri elde ederken, hayat branşında faaliyet gösteren şirketlerin öne plana çıktığını görmekteyiz.

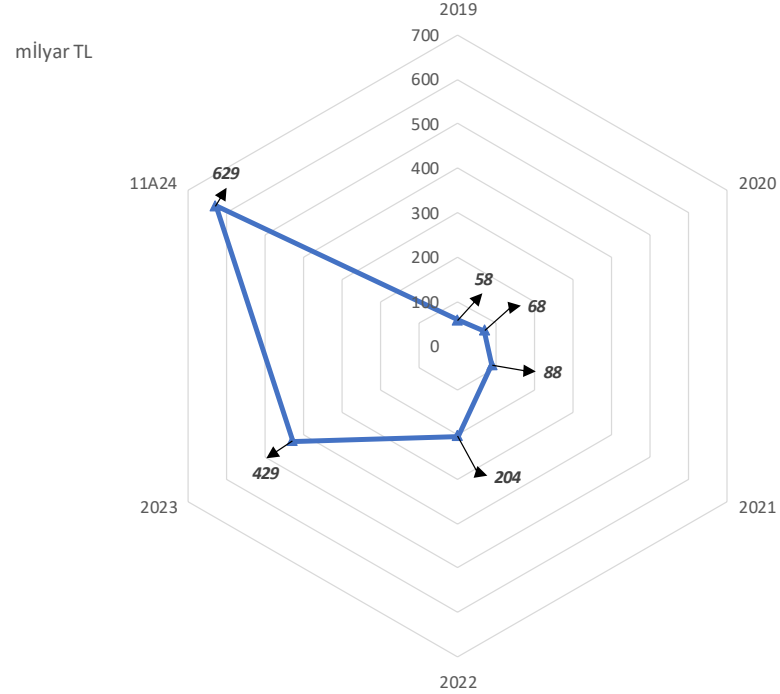
| Yıl | Hayat dışı sigorta şirketleri | | | Hayat sigorta şirketleri | | Ana endeksler | | | |
|------------|-------------------------------|-------|--------|--------------------------|--------|---------------|--------|--------|--------|
| | ANSGR | AKGRT | TURSG | AGESA | ANHYT | XSGRT | XBANK | XUSIN | XU100 |
| 31.12.2022 | 144.9% | 44.4% | 169.3% | 96.6% | 105.8% | 108.5% | 215.1% | 161.6% | 196.6% |
| 31.12.2023 | 273.5% | 34.6% | 225.6% | 56.1% | 76.0% | 166.4% | 73.4% | 29.5% | 35.6% |
| 31.12.2024 | 73.0% | 45.5% | 97.7% | 172.3% | 187.1% | 97.4% | 67.0% | 13.2% | 31.6% |
| 07.01.2025 | -2.6% | -4.2% | -12.8% | -15.8% | -2.7% | -6.7% | 1.8% | 0.6% | 1.4% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

- 2024 yılını kısaca özetleyecek olursak; Türkiye, 74 şirketin hizmet verdiği sigorta sektöründe, 11A24 döneminde toplam yaklaşık 718 milyar TL prim üretimi gerçekleştirmiştir. Söz konusu prim üretiminin %12'si hayat, %88'i ise hayat dışı prim üretimi kaynaklıdır.
 - Hayat dışı prim üretimi, 2023 yılında 429 milyar TL'ye ulaşarak 3 yılda %121, 5 yılda ise %65 YBBO elde etmiştir. 11A24 döneminde geçen yılına aynı dönemine göre **toplam hayat dışı prim üretimi %72,2 artarak 629 milyar TL'nin üzerine çıkmış** durumdadır. Hayat dışı segmentte ilk 5 şirket toplam prim üretiminin yaklaşık %47,4'ünü, ilk 10 şirket ise toplam üretimin %67,4'ünü oluşturmaktadır.
 - **Hayat branşı prim üretimi**, 11A24 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre **%75,5 artış göstererek 88 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır. Fon büyüklüğü**, Kasım ayı verilerine göre, **yıllık bazda %65 artış göstererek 974 milyar TL** seviyesine yükseldi. Bu dönemde katılımcı sayısı ise %10 artarak 9,5 milyon kişiye ulaştı.

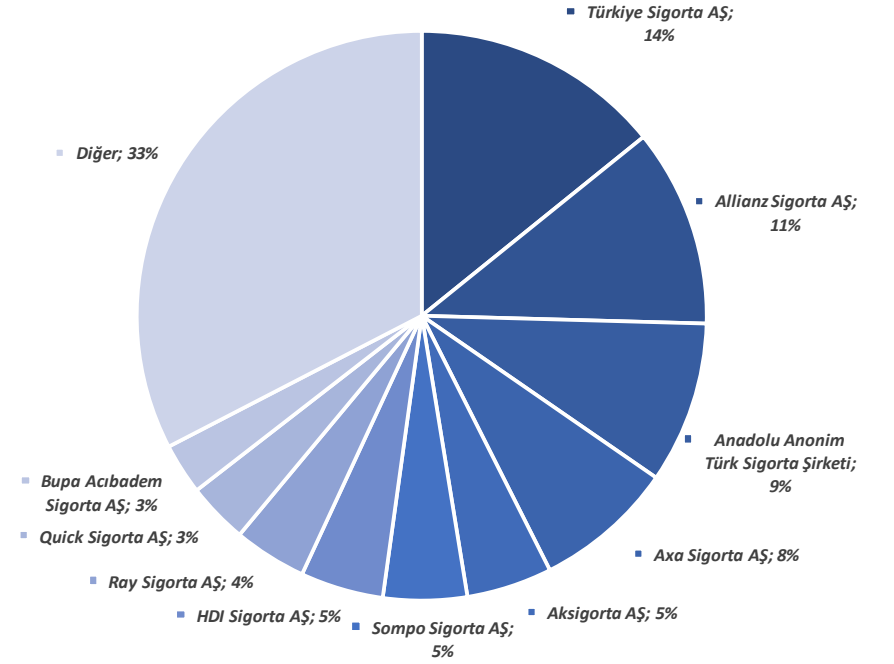
Hayat dışı branş sektörü görünümü | 2024

Yıllara sari prim üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türkiye Sigorta Birliği

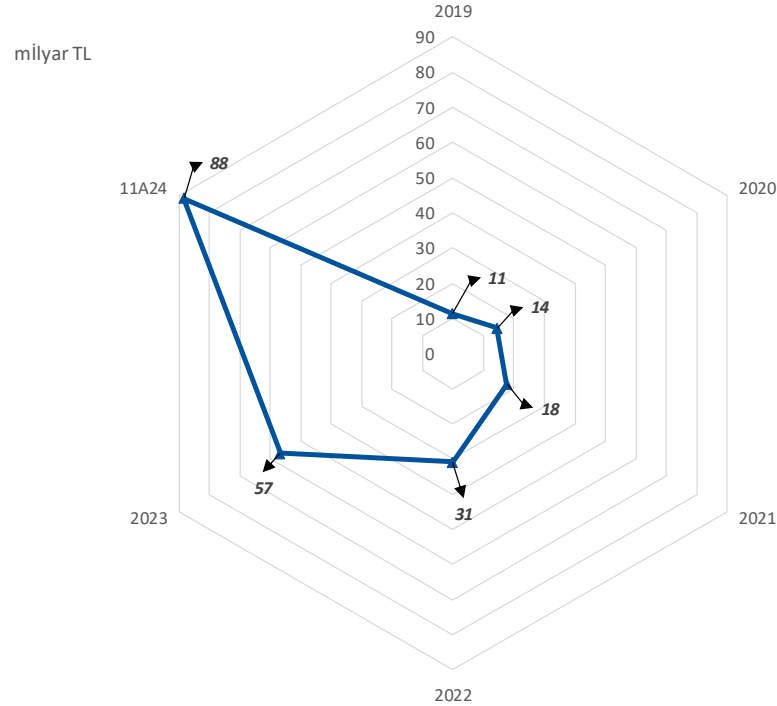
Hayat dışı prim üretimi verilerine göre ilk 10 şirket | 11A24



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türkiye Sigorta Birliği

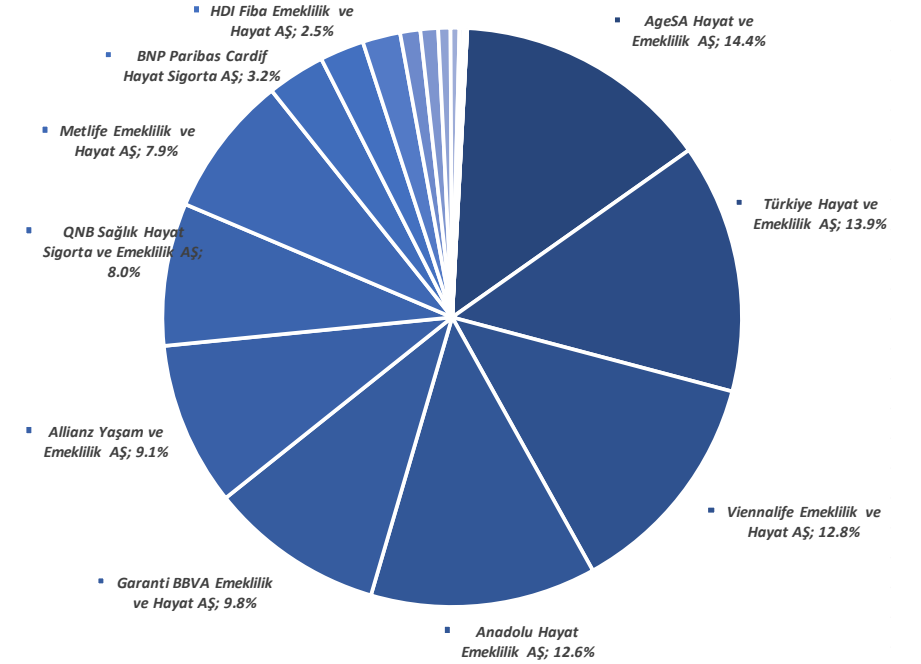
Hayat branşı sektörü görünümü | 2024

Yıllara sari prim üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türkiye Sigorta Birliği

Üretilen prime göre emeklilik şirketleri dağılımı | Kasım 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türkiye Sigorta Birliği

2025 yılında sigortacılık sektörü görünümü

- **2024 yılında sigorta şirketlerinde ön plana çıkardığımız ana temalar;** şirketlerin finansal varlıklarının yüksek faiz ortamında yüksek finansal gelir sağlaması, poliçe fiyatlamalarının hali hazırda yukarı yönlü devam etmesi ve prim artış hızının enflasyonun üzerinde olması yönündeydi.
- **Peki, bu temalar tersine döndü mü? Bizce hayır. 2025 yılında:**
 - %30 olarak açıklanan asgari ücret oranının karlılığı desteklemesi beklenebilir.
 - Faiz indirim sürecine girmiş olsak da devam eden yüksek faiz ortamının şirketlerin finansal varlıkları üzerinde etkili olmaya devam etmesi öngörülebilir.
 - Bunun yanında poliçe fiyatlamalarının yukarı yönlü devam etmesi ve prim artış hızının 2025 yılında da enflasyonun üzerinde olması beklenebilir.
- **Hayat dışı sigorta şirketlerinde:**
 - Asgari ücret artışından karşılık giderleri nedeni ile doğrudan etkilenen sektörde, Araştırma kapsamımızda olan şirketlerin, %30 civarında, asgari ücret artışına göre karşılık ayırdıklarını düşünüyor ve bilanço üzerinde baskı yaratmasını beklemiyoruz.
 - Enflasyondaki düşüş eğilimi dolayısıyla hasar frekansının azalması hasar/prim oranının azalmasına ve operasyonel karlılığın yükselmesine imkan sağlayabilir.
- **Hayat ve emeklilik şirketlerinde:**
 - Bireysel kredi artış hızında beklenen normalleşme krediye bağlı hayat sigortalarının 2025 yılında, 2024'e kıyasla daha hızlı bir prim üretimine neden olabilir.

2025 yılında hayat dışı sigorta şirketleri

- **AKGRT:** Ocak-Kasım döneminde Şirket, yıllık %37 artış ile 30.6 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirdi. Yılı yaklaşık olarak 34 milyar TL brüt prim üretimi ile tamamlamasını bekliyoruz. 2025 yılında ise beklentimiz, enflasyon üzerinde prim üretimi yönünde. Kasko branşında %5.1 pazar payı ile yedinci sırada yer alan, trafik alt branşında ise %4.6 pazar payı olan Şirket'in, asgari ücretteki %30'luk artışı tolere edebileceğini düşünüyoruz. Şirket'in, 2025 yılında bileşik rasyosunda önemli bir iyileşme elde etmesini öngörüyoruz. 3Ç24 döneminde, Aksigorta'nın yönettiği fon tutarı bir önceki yılın aynı dönemine göre %44'lük artışla 12,8 milyar TL'ye ulaşmıştır. Karlı ürünlere odaklanarak sermaye yeterlilik seviyesini güçlü bir konumda tutmayı hedefleyen ve karlılık odaklı stratejisi dolayısıyla, Aksigorta'nın 2025 yılında ön planda olmasını bekliyoruz. **AKGRT için önerimiz AL yönünde korurken, hedef fiyatımız 8.30 TL'den 10.40 TL'ye yükseltiyoruz.**

| Dönem | Aylık prim üretimi (TRY) | Aylık değişim | Yıllık değişim |
|-----------------|---------------------------|----------------|-------------------------------------|
| Eyl.23 | 2,276,148,000 | 1% | 102% |
| Eki.23 | 2,166,339,000 | -5% | 65% |
| Kas.23 | 2,243,062,000 | 4% | 72% |
| Eyl.24 | 3,131,219,000 | 41% | 38% |
| Eki.24 | 3,187,070,000 | 2% | 47% |
| Kas.24 | 2,353,989,000 | -26% | 5% |
| Toplam dönem | Toplam prim üretimi (TRY) | Toplam değişim | 2023 yılı toplam prim üretimi (TRY) |
| Ocak-Kasım 2023 | 22,253,146,826 | | |
| Ocak-Kasım 2024 | 30,560,866,000 | 37% | 27,292,404,826 |
| Çeyrek dönem | Çeyrek prim üretimi (TRY) | Çeyrek değişim | Yıllık değişim |
| 1Ç23 | 5,171,384,293 | | |
| 2Ç23 | 5,945,202,533 | 15% | |
| 3Ç23 | 6,727,159,000 | 13% | |
| 4Ç23 | 9,448,659,000 | 40% | |
| 1Ç24 | 9,551,135,000 | 1% | 85% |
| 2Ç24 | 7,971,124,000 | -17% | 34% |
| 3Ç24 | 7,497,548,000 | -6% | 11% |
| 4Ç24 | 5,541,059,000 | -26% | -41% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

2025 yılında hayat dışı sigorta şirketleri

- **ANSGR:** Ocak-Kasım döneminde Şirket, yıllık %59 artış ile 57,8 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirdi. Yılı yaklaşık olarak 65 milyar TL brüt prim üretimi ile tamamlamasını beklediğimiz Şirket'in, 2025 yılında da enflasyonun üzerinde bir artış ile brüt prim üretim artışı yakalamasını bekliyoruz. 2024 yılında prim üretiminin yanı sıra branş bazında alınan aksiyonların karlılık tarafındaki artışı desteklediği görülmektedir. Regülasyonun oldukça etkili olduğu zorunlu trafik branşında Anadolu Sigorta'nın, portföyündeki trafik branşı prim üretimini ve dolayısıyla sektördeki pazar payını düzenli şekilde azalttığı dikkat çekmektedir. Kaskoda ise daha yüksek paya sahip olması karlılık açısından önem arz etmektedir. Buna ek olarak yangın ve hastalık sağlık branşlarında büyüme döngüsü içerisinde olduğu görülmektedir. 3Ç24 itibari ile toplam finansal varlık büyüklüğü 50 milyar TL civarında olan Şirket'in, 2024 yılını önemli bir getiri ile tamamlamasını öngörüyoruz. 2025 yılında da devam etmesini beklediğimiz fon büyümesinin yine önemli getiri sağlayacağını düşünüyoruz. **ANSGR için önerimiz AL, hedef fiyatımız ise hisse başına 174,30 TL'dir.**

| Dönem | Aylık prim üretimi (TRY) | Aylık değişim | Yıllık değişim |
|-----------------|---------------------------|----------------|-------------------------------------|
| Eyl.23 | 3,463,561,972 | -4% | 49% |
| Eki.23 | 3,443,049,172 | -1% | 57% |
| Kas.23 | 4,381,661,470 | 27% | 78% |
| Eyl.24 | 4,843,365,920 | -6% | 40% |
| Eki.24 | 5,184,904,337 | 7% | 51% |
| Kas.24 | 6,077,525,990 | 17% | 39% |
| Toplam dönem | Toplam prim üretimi (TRY) | Toplam değişim | 2023 yılı toplam prim üretimi (TRY) |
| Ocak-Kasım 2023 | 36,316,586,825 | | |
| Ocak-Kasım 2024 | 57,821,534,588 | 59% | 44,228,418,367 |
| Çeyrek dönem | Çeyrek prim üretimi (TRY) | Çeyrek değişim | Yıllık değişim |
| 1Ç23 | 9,146,603,809 | | |
| 2Ç23 | 9,096,755,911 | -1% | |
| 3Ç23 | 10,248,516,464 | 13% | |
| 4Ç23 | 15,736,542,184 | 54% | |
| 1Ç24 | 16,462,464,206 | 5% | 80% |
| 2Ç24 | 15,082,629,222 | -8% | 66% |
| 3Ç24 | 15,014,010,833 | 0% | 46% |
| 4Ç24 | 11,262,430,327 | -25% | -28% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

2025 yılında hayat dışı sigorta şirketleri

- **TURSG:** Ocak-Kasım döneminde Şirket, yıllık %76 artış ile 89.3 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirdi. Türkiye Sigorta, 2024 yılını güçlü prim üretimi, çeşitlendirilmiş ürün yelpazesi ve stratejik yatırımlarıyla, pazar payını artırarak, lider konumda tamamlama hazırlanmakta. Güçlü banka dağıtım ağı sayesinde 2024 yılında da yakalanan enflasyon üzerinde artışın 2025 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Trafik odağını azaltarak daha karlı segmentlerde büyüme hedefi olan Şirket'in bileşik rasyosunda iyileşme görmeye devam ettik. Hızlı büyüyen sağlık tarafının karlılığı desteklemesini öngörüyoruz. 2025 yılında da iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. Şirket'in net yatırım gelirleri, Eylül 2024'te yıllık %95 büyüyerek 12,3 milyar TL'ye ulaşırken, arbitraj hariç portföyü 49,7 milyar TL'ye yükselmiştir. **TURSG için önerimiz AL yönünde korunurken, hedef fiyatımız 18,60 TL'den 25,00 TL'ye yükseltiyoruz.**

| Dönem | Aylık prim üretimi (TRY) | Aylık değişim | Yıllık değişim |
|---------------------|----------------------------------|-----------------------|--|
| Eyl.23 | 5,157,920,906 | 0% | 288% |
| Eki.23 | 5,547,077,620 | 8% | 238% |
| Kas.23 | 6,603,899,917 | 19% | 170% |
| Eyl.24 | 8,271,886,371 | 9% | 60% |
| Eki.24 | 7,385,804,523 | -11% | 33% |
| Kas.24 | 9,363,727,346 | 27% | 42% |
| Toplam dönem | Toplam prim üretimi (TRY) | Toplam değişim | 2023 yılı toplam prim üretimi (TRY) |
| Ocak-Kasım 2023 | 50,848,225,065 | | |
| Ocak-Kasım 2024 | 89,329,795,370 | 76% | 59,518,179,027 |
| Çeyrek dönem | Çeyrek prim üretimi (TRY) | Çeyrek değişim | Yıllık değişim |
| 1Ç23 | 12,175,330,628 | | |
| 2Ç23 | 12,227,028,702 | 0% | |
| 3Ç23 | 14,294,888,198 | 17% | |
| 4Ç23 | 20,820,931,499 | 46% | |
| 1Ç24 | 28,162,729,848 | 35% | 131% |
| 2Ç24 | 22,247,827,553 | -21% | 82% |
| 3Ç24 | 22,169,706,100 | 0% | 55% |
| 4Ç24 | 16,749,531,869 | -24% | -20% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

2025 yılında hayat ve bireysel emeklilik şirketleri

- **ANHYT:** 2023 yılında 7.068 milyon TL olan toplam prim üretimi, Ocak-Kasım 2024 döneminde 11.108 milyon TL'ye ulaşmıştır. 11A24 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %78'lik artış ile enflasyonun üzerinde prim büyümesi elde etmiştir. Halihazırda açıklanan Ekim-Kasım verileri ise, 4Ç23 döneminin %5 üzerindedir. Güçlü prim üretiminin yanı sıra 2024 yılı hayat branşı teknik karlılığı için güçlü sonuçlara işaret etmektedir. Kasım ayında geçen yılın aynı dönemine göre %63 artan fon büyüklüğü yaklaşık 172 milyar TL'ye ulaşmış durumdadır. %18'e yaklaşan pazar payı ile 3. sırada konumlanmaktadır. 2025 yılında da enflasyon üzerinde prim üretimi gerçekleştirmesini bekliyoruz. Yönetilen fonlarda yapılan çeşitlendirme ve devam eden kar payı ödemesi 2025 yılında Şirket'i ön plana çıkarabilir. **ANHYT için önerimiz AL olarak korurken, hedef fiyatımızı 148,00 TL'den 158,30 TL'ye yükseltiyoruz.**

| Dönem | Aylık prim üretimi (TRY) | Aylık değişim | Yıllık değişim |
|-----------------|---------------------------|----------------|-------------------------------------|
| Eyl.23 | 657,159,901 | -3% | 108% |
| Eki.23 | 695,673,702 | 6% | 94% |
| Kas.23 | 719,021,680 | 3% | 59% |
| Eyl.24 | 1,296,000,485 | 15% | 97% |
| Eki.24 | 1,194,943,404 | -8% | 72% |
| Kas.24 | 1,165,327,158 | -2% | 62% |
| Toplam dönem | Toplam prim üretimi (TRY) | Toplam değişim | 2023 yılı toplam prim üretimi (TRY) |
| Ocak-Kasım 2023 | 6,224,794,395 | | |
| Ocak-Kasım 2024 | 11,108,395,525 | 78% | 7,068,291,234 |
| Çeyrek dönem | Çeyrek prim üretimi (TRY) | Çeyrek değişim | Yıllık değişim |
| 1Ç23 | 1,487,723,783 | | |
| 2Ç23 | 1,406,777,970 | -5% | |
| 3Ç23 | 1,915,597,260 | 36% | |
| 4Ç23 | 2,258,192,221 | 18% | |
| 1Ç24 | 2,419,616,863 | 7% | 63% |
| 2Ç24 | 2,844,026,149 | 18% | 102% |
| 3Ç24 | 3,484,481,951 | 23% | 82% |
| 4Ç24 | 2,360,270,562 | -32% | 5% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

2025 yılında hayat ve bireysel emeklilik şirketleri

- **AGESA:** 2023 yılında 7.484 milyon TL olan toplam prim üretimi, Ocak-Kasım 2024 döneminde 12.897 milyon TL'ye ulaşmıştır. 11A24 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %95'lik artış ile enflasyonun oldukça üzerinde prim büyümesi elde etmiştir. Halihazırda açıklanan Ekim-Kasım verileri ise, 4Ç23 döneminin %14 üzerindedir. Ocak-Kasım dönemi itibarıyla hayat segmentinde %15'e yaklaşan pazar payı ile lider konumdadır. Kasım ayında geçen yılın aynı dönemine göre %73 artan fon büyüklüğü yaklaşık 193 milyar TL'ye ulaşmış durumdadır. %20'ye yaklaşan pazar payı ile 2. sırada konumlanmaktadır. 2025 yılında da enflasyon üzerinde prim üretimi gerçekleştirmesini bekliyoruz. **AGESA için önerimiz AL olarak korurken, hedef fiyatımızı 157,30 TL'den 212,30 TL'ye yükseltiyoruz.**

| Dönem | Aylık prim üretimi (TRY) | Aylık değişim | Yıllık değişim |
|-----------------|---------------------------|----------------|-------------------------------------|
| Eyl.23 | 670,842,671 | -1% | 111% |
| Eki.23 | 689,294,677 | 3% | 89% |
| Kas.23 | 733,992,639 | 6% | 90% |
| Eyl.24 | 1,286,867,653 | 2% | 92% |
| Eki.24 | 1,327,296,669 | 3% | 93% |
| Kas.24 | 1,292,322,242 | -3% | 76% |
| Toplam dönem | Toplam prim üretimi (TRY) | Toplam değişim | 2023 yılı toplam prim üretimi (TRY) |
| Ocak-Kasım 2023 | 6,607,436,676 | | |
| Ocak-Kasım 2024 | 12,896,620,782 | 95% | 7,483,892,924 |
| Çeyrek dönem | Çeyrek prim üretimi (TRY) | Çeyrek değişim | Yıllık değişim |
| 1Ç23 | 1,527,627,364 | | |
| 2Ç23 | 1,672,290,926 | 9% | |
| 3Ç23 | 1,984,231,070 | 19% | |
| 4Ç23 | 2,299,743,564 | 16% | |
| 1Ç24 | 3,217,775,540 | 40% | 111% |
| 2Ç24 | 3,264,512,155 | 1% | 95% |
| 3Ç24 | 3,794,714,176 | 16% | 91% |
| 4Ç24 | 2,619,618,911 | -31% | 14% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin prim üretim performansları

| Seçilmiş Sigorta Şirketlerine Ait Aylık Prim Üretim Rakamları (TRY) | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Dönem | AGESA | ANHYT | ANSGR | AKGRT | TURSG |
| Oca.23 | 500,540,048 | 484,067,609 | 3,185,702,398 | 1,851,626,250 | 3,386,830,944 |
| Şub.23 | 430,164,310 | 404,875,270 | 2,598,921,500 | 1,329,267,063 | 4,040,117,332 |
| Mar.23 | 596,923,006 | 598,780,905 | 3,361,979,911 | 1,990,490,980 | 4,748,382,352 |
| Nis.23 | 577,174,833 | 469,979,742 | 2,638,782,895 | 1,799,479,990 | 4,087,041,559 |
| May.23 | 537,832,121 | 426,163,618 | 2,767,359,552 | 1,717,265,978 | 4,250,719,918 |
| Haz.23 | 557,283,972 | 510,634,610 | 3,690,613,464 | 2,428,456,566 | 3,889,267,225 |
| Tem.23 | 638,407,531 | 579,418,075 | 3,174,729,418 | 2,206,057,000 | 3,983,238,093 |
| Ağu.23 | 674,980,868 | 679,019,284 | 3,610,225,074 | 2,244,954,000 | 5,153,729,199 |
| Eyl.23 | 670,842,671 | 657,159,901 | 3,463,561,972 | 2,276,148,000 | 5,157,920,906 |
| Eki.23 | 689,294,677 | 695,673,702 | 3,443,049,172 | 2,166,339,000 | 5,547,077,620 |
| Kas.23 | 733,992,639 | 719,021,680 | 4,381,661,470 | 2,243,062,000 | 6,603,899,917 |
| Ara.23 | 876,456,248 | 843,496,839 | 7,911,831,542 | 5,039,258,000 | 8,669,953,962 |
| Oca.24 | 993,939,845 | 679,618,572 | 5,843,962,545 | 3,205,037,000 | 10,431,999,146 |
| Şub.24 | 1,140,604,411 | 783,647,686 | 4,708,212,900 | 3,337,614,000 | 8,872,321,888 |
| Mar.24 | 1,083,231,284 | 956,350,605 | 5,910,288,761 | 3,008,484,000 | 8,858,408,814 |
| Nis.24 | 1,051,671,095 | 852,865,841 | 4,616,625,350 | 2,856,096,000 | 8,361,301,066 |
| May.24 | 1,093,155,918 | 974,556,972 | 5,316,789,821 | 2,642,659,000 | 6,656,646,548 |
| Haz.24 | 1,119,685,142 | 1,016,603,336 | 5,149,214,051 | 2,472,369,000 | 7,229,879,939 |
| Tem.24 | 1,245,726,342 | 1,065,555,940 | 5,042,417,520 | 2,151,014,000 | 6,338,015,918 |
| Ağu.24 | 1,262,120,181 | 1,122,925,526 | 5,128,227,393 | 2,215,315,000 | 7,559,803,811 |
| Eyl.24 | 1,286,867,653 | 1,296,000,485 | 4,843,365,920 | 3,131,219,000 | 8,271,886,371 |
| Eki.24 | 1,327,296,669 | 1,194,943,404 | 5,184,904,337 | 3,187,070,000 | 7,385,804,523 |
| Kas.24 | 1,292,322,242 | 1,165,327,158 | 6,077,525,990 | 2,353,989,000 | 9,363,727,346 |
| Ara.24 | | | | | |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

| Seçilmiş Sigorta Şirketlerine Ait Aylık Prim Üretimlerinin Yıllık Performansları (TRY) | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dönem | AGESA | ANHYT | ANSGR | AKGRT | TURSG |
| Oca.23 | 147% | 220% | 117% | 89% | 86% |
| Şub.23 | 101% | 138% | 129% | 105% | 137% |
| Mar.23 | 130% | 158% | 117% | 133% | 122% |
| Nis.23 | 119% | 102% | 85% | 89% | 178% |
| May.23 | 69% | 61% | 114% | 134% | 164% |
| Haz.23 | 73% | 65% | 69% | 81% | 56% |
| Tem.23 | 131% | 161% | 84% | 142% | 78% |
| Ağu.23 | 121% | 132% | 52% | 119% | 300% |
| Eyl.23 | 111% | 108% | 49% | 102% | 288% |
| Eki.23 | 89% | 94% | 57% | 65% | 238% |
| Kas.23 | 90% | 59% | 78% | 72% | 170% |
| Ara.23 | 80% | 61% | 117% | 112% | 74% |
| Oca.24 | 99% | 40% | 83% | 73% | 208% |
| Şub.24 | 165% | 94% | 81% | 151% | 120% |
| Mar.24 | 81% | 60% | 76% | 51% | 87% |
| Nis.24 | 82% | 81% | 75% | 59% | 105% |
| May.24 | 103% | 129% | 92% | 54% | 57% |
| Haz.24 | 101% | 99% | 40% | 2% | 86% |
| Tem.24 | 95% | 84% | 59% | -2% | 59% |
| Ağu.24 | 87% | 65% | 42% | -1% | 47% |
| Eyl.24 | 92% | 97% | 40% | 38% | 60% |
| Eki.24 | 93% | 72% | 51% | 47% | 33% |
| Kas.24 | 76% | 62% | 39% | 5% | 42% |
| Ara.24 | | | | | |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

2025 yılında sigorta, hayat ve bireysel emeklilik şirketleri

- Özetle hayat dışı sigortacılık sektöründe yukarıda değindiğimiz 3 şirketi de beğeniyoruz. Operasyonel karlılık tarafında her 3 şirkette de iyileşme beklerken, **2024 yılında rakiplerinin gerisinde kalan AKGRT'nin 2025'te ön plana çıkmasını bekleyebiliriz.**

| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|------|--------|
| AKGRT | 10.40 | AL | 11,800 | 334 | 46% | 11% | 7.23 | 2.61 |
| ANSGR | 174.30 | AL | 50,650 | 1,436 | 73% | 31% | 6.05 | 1.83 |
| TURSG | 25.00 | AL | 79,950 | 2,266 | 98% | 50% | 7.48 | 3.32 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

- Hayat sigortası ve bireysel emeklilik segmentinde faaliyet gösteren 2 şirketin de ön planda olmasını beklerken, şirketler arasındaki farklılaşmayı temettü ödemesi ve yönetilen varlık portföy çeşitliliği olarak sınıflandırabiliriz. **Temettü ödemesi tarafında AGESA'yı, yönetilen varlık portföy çeşitliliğinde ise ANHYT'ı ön plana çıkarabiliriz.**

| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|--------|
| AGESA | 212.30 | AL | 24,660 | 699 | 172% | 107% | 10.89 | 5.35 |
| ANHYT | 158.30 | AL | 43,516 | 1,234 | 187% | 118% | 12.08 | 5.24 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

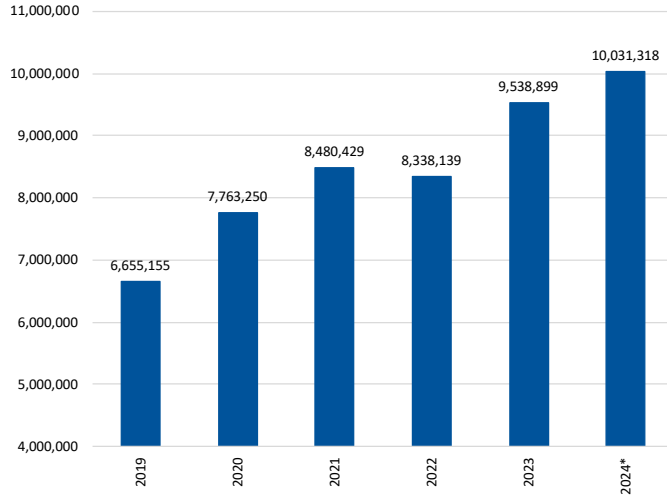
* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

■ Finans dışı sektörlere dair düşüncelerimiz

Beyaz eşya sektörü

- Küresel beyaz eşya sektörünün harcanabilir gelirden artış eşliğinde önümüzdeki yıllarda da büyümeye devam etmesi bekleniyor. Sektörde, tüketici tercihlerinde akıllı ve AI (yapay zeka) entegre ürünler ön plana çıkarken, marka bağımlılığında azalış ve daha düşük ücret karşılığında daha yüksek fonksiyon talebi göze çarpıyor. Bu noktada, Çinli üreticilerin bir adım önde olduğunu, Güneydoğu Asya ve Latin Amerika başta olmak üzere dünya genelinde pazar paylarını artırdıklarını söyleyebiliriz.
- Yurt içine dönecek olursak, **Türkiye beyaz eşya sektörü 2024 yılını iç pazar adetleri açısından artış ancak dış talep açısından azalış ile tamamladı.** Yurt içi satışlar Ocak-Kasım döneminde yıllık bazda %7,2 artış kaydederken, ihracat yıllık %2,6 azalış gösterdi. Diğer yandan, 2024 yılında yüksek faiz ve enflasyon ortamına ek olarak TL'deki reel değerlenme süreci, şirketlerin operasyonel karlılığının zayıflamasına ve finansman giderlerinin yükselmesine neden oldu. 2025 yılı için içeride kademeli faiz indirim süreci ve dezenflasyon sürecinin destekleyici unsurlar olarak karşımıza çıktığını, ancak, söz konusu unsurların daha çok yılın ikinci yarısında etkili olacağını tahmin ediyoruz. Dışarıda ise Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirim adımlarının ana ihracat pazarımız olan Avrupa, Çin'in büyümeyi teşvik edici hamlelerinin de Asya'da destekleyici olacağını ve ihracatta toparlanma görülebileceğini öngörüyoruz. Ancak, pazar çeşitlendirmesi ile son dönemde etkisi azalsa da sektör şirketleri açısından önemli olmaya devam eden ve mevcut durumda zayıf seyrini koruyan EURUSD paritesinin de yakından takip edilmesi gerektiğinin altını çizmek isteriz.

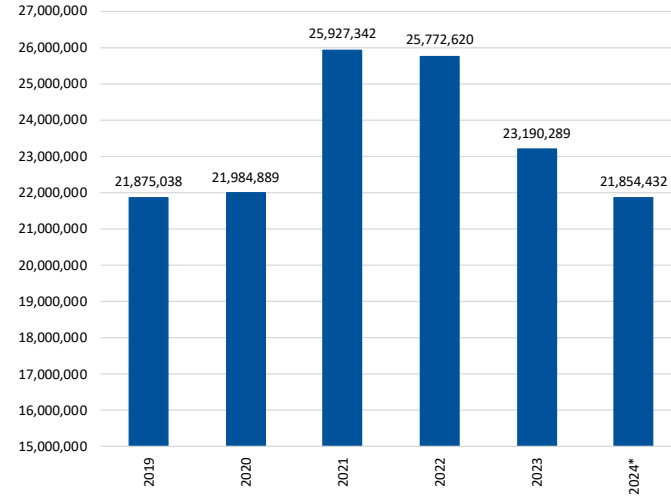
İç satışlar 2024 yılını tüm zamanların en yüksek yıllık rakamı ile tamamlamaya hazırlanıyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜRKBEED

* 2024 yılı rakamı son açıklanan Kasım ayı verilerine göre yıllıklandırılmıştır.

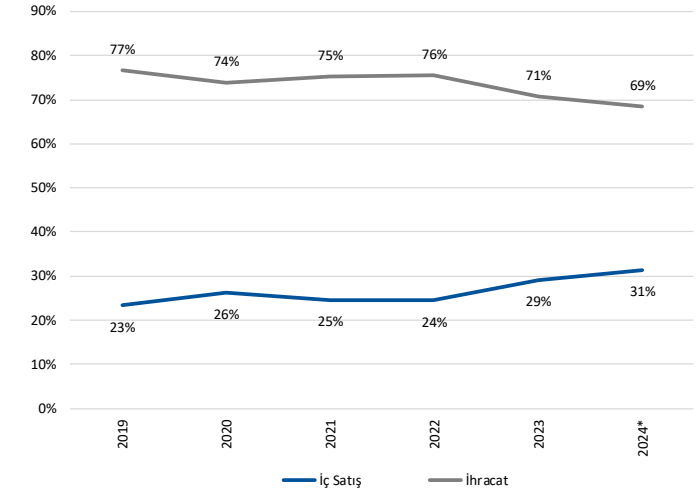
İhracatta 2022'de başlayan ve 2023'te devam eden daralma eğilimi 2024 yılında da sürüyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜRKBEED

* 2024 yılı rakamı son açıklanan Kasım ayı verilerine göre yıllıklandırılmıştır.

Zayıflayan ihracatla yurt içi satışların payı artıyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜRKBEED

* 2024 yılı rakamı son açıklanan Kasım ayı verilerine göre yıllıklandırılmıştır.

Beyaz eşya sektörü

- Arçelik, yılı zayıf relatif performans ile tamamlayan sektör hisselerinin başında geldi. **Notlarımızda, zayıflayan iç tüketim ve konsolide karlılıkta düşürücü etkiye neden olan Whirlpool operasyonlarına ilişkin çekimser düşüncelerimizi paylaşıyorduk. Bu anlamda, Şirket, yılı beklentilerimizle uyumlu geçirdi.** 9A24 döneminde Whirlpool operasyonlarının etkisiyle %14 reel ciro büyümesi elde etmesine karşılık %27 FAVÖK daralması ve geçen yılın aksine net zarar kaydetti. Sonuç olarak, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %16 altında performans gösterdi. 2025 yılı için iç tüketimin gelişimi, Whirlpool operasyonlarının yeniden yapılandırılması ve finansallara etkisi, Avrupa tarafındaki toparlanmanın boyutu ve Mısır fabrikasının katkısının önemli olacağı düşüncesindeyiz.
- Vestel Beyaz Eşya, 2024 yılını nominal performans olarak olumlu, ancak, relatif performans olarak olumsuz geçiren bir diğer sektör hissesi konumunda bulunuyor. **Yılın başında, kapasite artışı, ihracat kısı, güçlü bilanço yapısı ve düzenli temettü ödemeleri ile öne çıkabileceğini düşünürken, yılın ikinci yarısında, zayıflayan tüketim ve operasyonel performansın sınırlayıcı unsurlar olabileceğine yönelik düşüncelerimizi paylaşıyorduk. Bu noktada, Şirket, yılı düşüncelerimizle kısmen uyumlu geçirdi.** 9A24 döneminde %41 FAVÖK ve %94 net kar daralması kaydeden Şirket, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %17 altında performans gösterdi. 2025 yılında, iç tüketim ve operasyonel performansın gelişimi, pazar çeşitlendirmesi ve ihracat tarafında beklenen toparlanmanın hızı ve boyutunun Vestel Beyaz Eşya açısından yakından takip edileceğini düşünüyoruz.
- Vestel Elektronik, hem nominal hem de relatif performans olarak yılı güçlü geçiren sektör hissesi oldu. **Yılın başında, beyaz eşya üretimindeki kapasite artışı ve cazip çarpanlarının yanı sıra otomotiv elektroniği, elektrikli araç şarj cihazları ve batarya çözümleri alanlarında büyüme potansiyelini öne çıkarırken, yılın ikinci yarısında sektördeki zayıflamaya dikkat çekmiştik. Bu noktada, operasyonel performanstan ziyade hisse performansının arkasındaki nedenler noktasında farklılaşmalar yaşandı. Özellikle Şubat ayında yüksek tutarda tazminat kazanıldığına yönelik açıklama performans ayrışmasında etkili oldu.** 9A24 döneminde %5 FAVÖK büyümesi, ancak, geçen yılın belirgin bir şekilde üzerinde net zarar kaydetti. Buna rağmen, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %17 üzerinde performans gösterdi. 2025 yılı için beyaz eşya ihracatında artış beklentisi ve mobilite tarafındaki büyüme hedefleri önemli olacak.

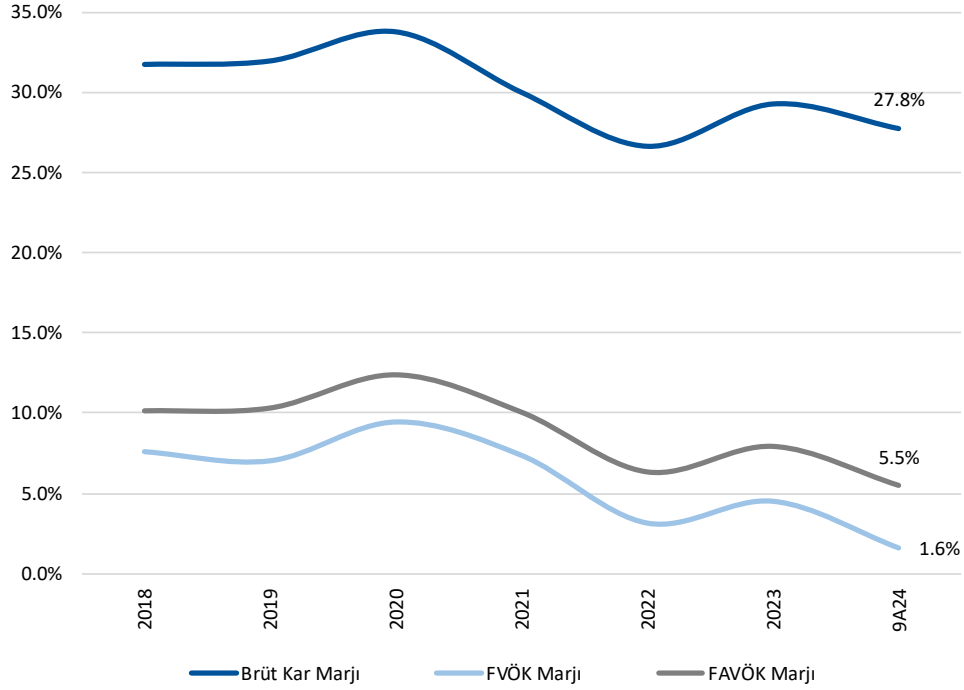
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|-------------------------|-------|--------------------------|---------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------|-----------|--------|
| ARCLK | 196.00 | TUT | 98,116 | 2,781 | 11% | -16% | 110.06 | 9.03 | 1.30 |
| VESBE | 24.50 | TUT | 27,168 | 770 | 9% | -17% | 17.08 | 4.99 | 0.95 |
| VESTL | 87.00 | TUT | 23,700 | 672 | 54% | 17% | --- | 5.22 | 0.54 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

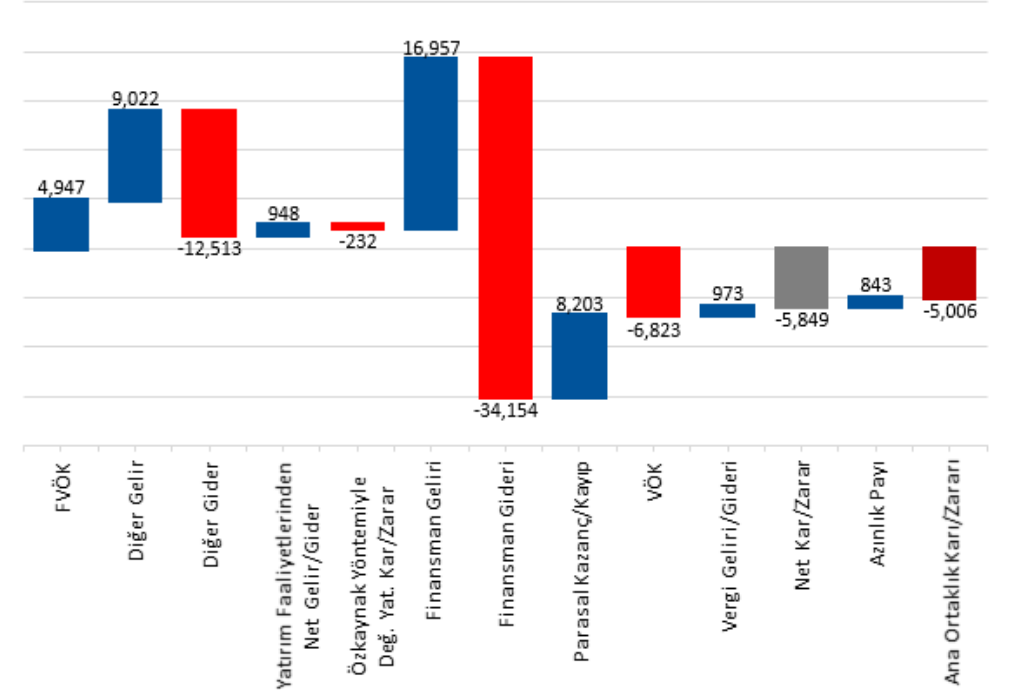
Arçelik

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

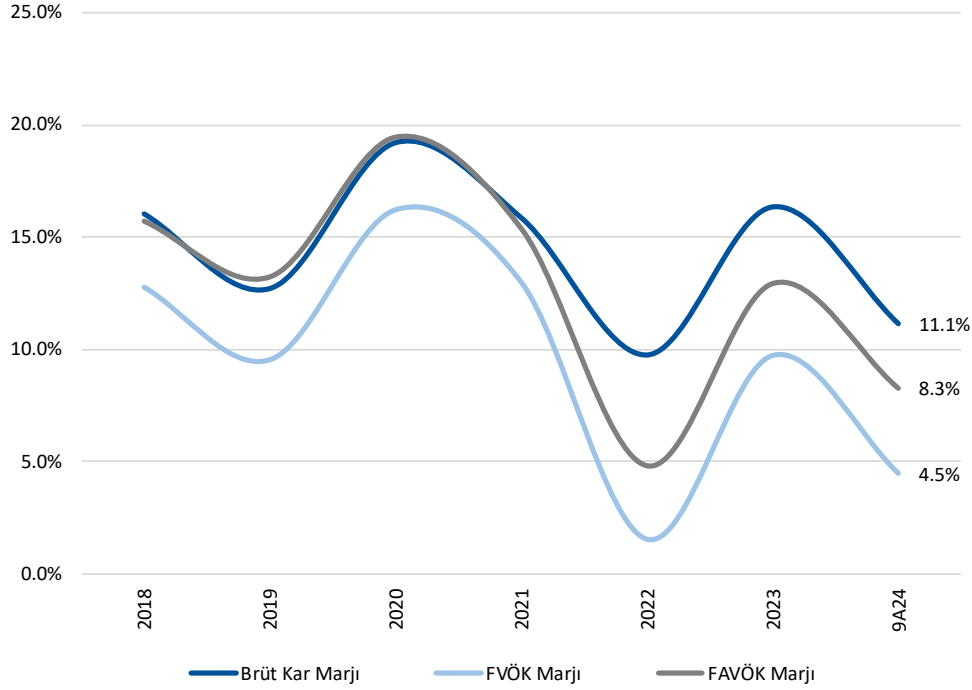
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

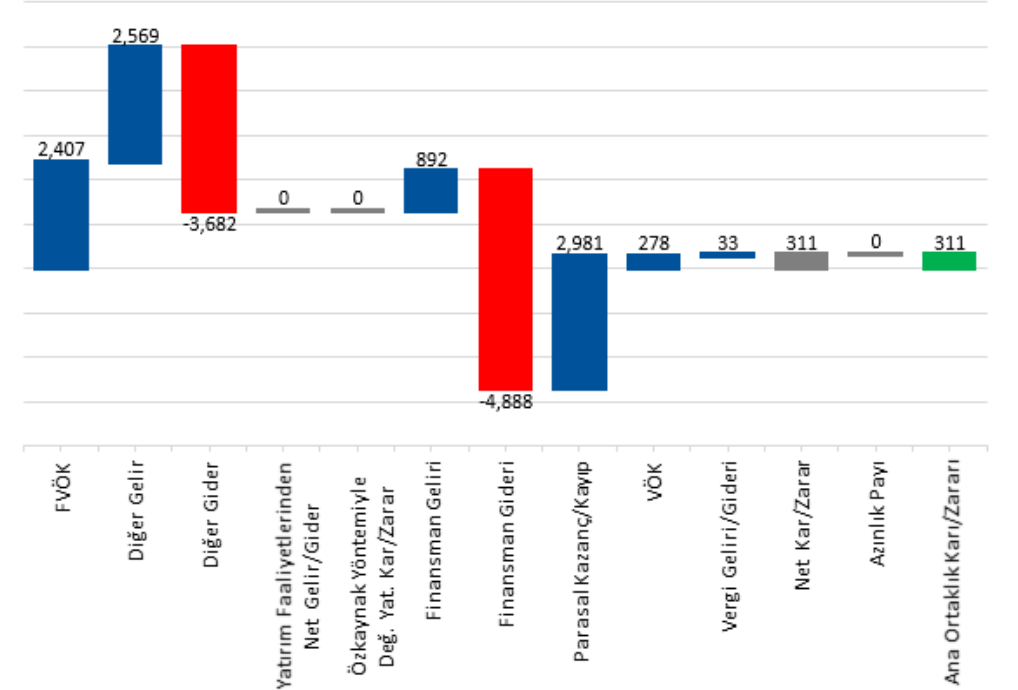
Vestel Beyaz Eşya

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

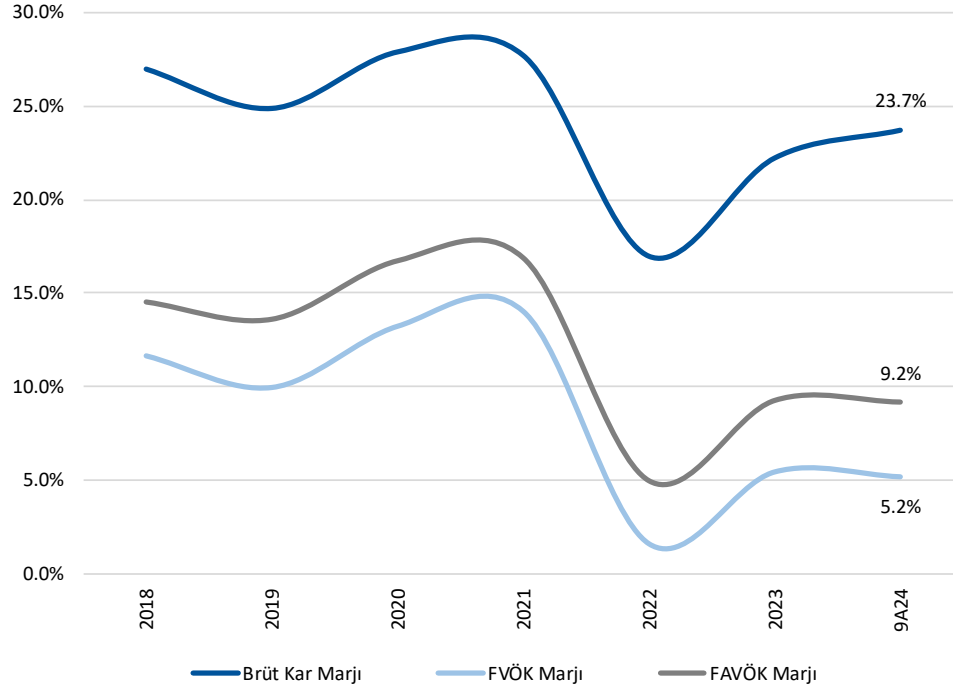
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

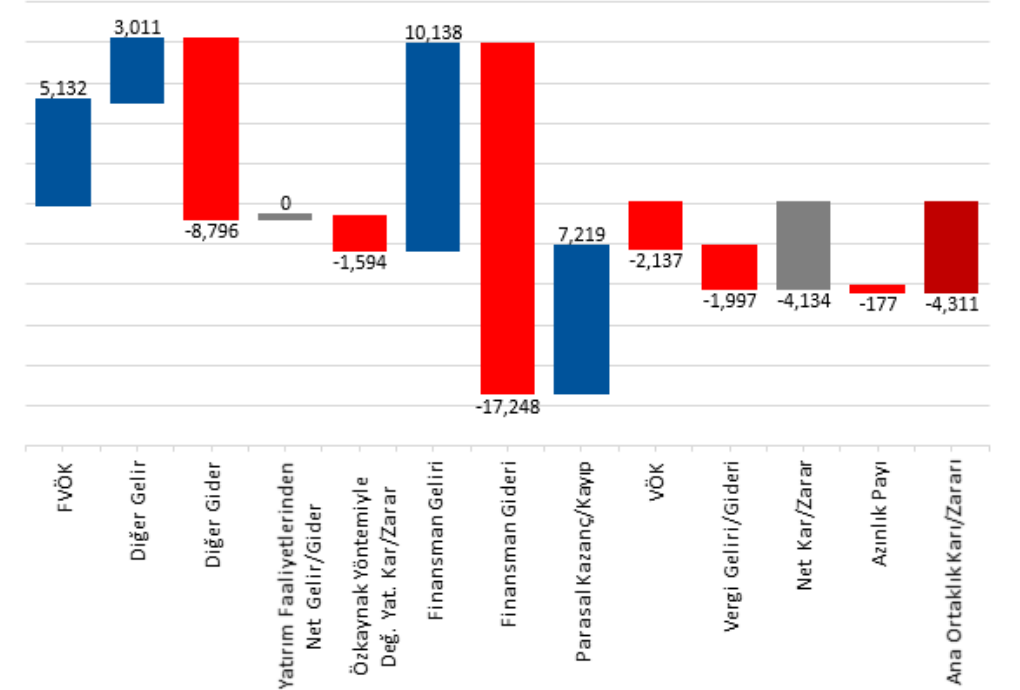
Vestel Elektronik

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)

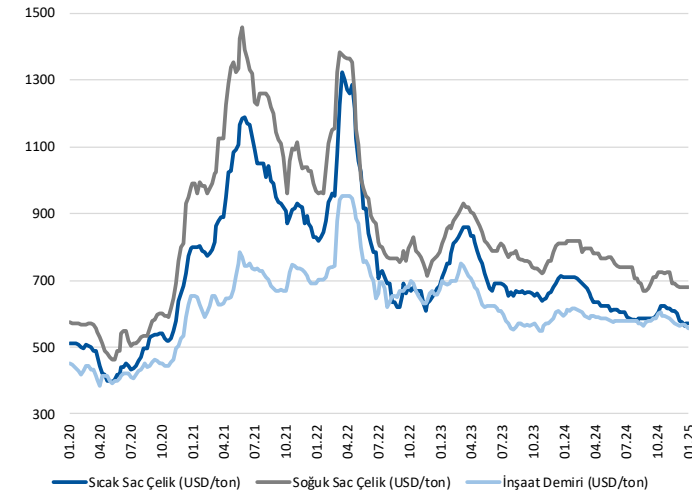


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Demir çelik sektörü

- Alım gücünde azalış, sıkı para politikası ve artan jeopolitik belirsizlikler gibi zorluklarla karşı karşıya gelen küresel imalat sanayi nedeniyle 2024, çelik talebi açısından zor bir yıl oldu. Sıkı finansman koşulları ve yüksek maliyetlerin olumsuz etkilediği yılda, konut inşaatında devam eden zayıflık da bir diğer baskı unsuru oldu. Bloomberg verilerine göre 2024 yılında Çin'de sıcak sac çelik fiyatı ortalamada %10 geriledi. Yurt içinde ise çelik fiyatları (sıcak sac, soğuk sac ve inşaat demiri) ortalamada %9 gerilerken, demir cevheri, kömür ve hurda fiyatları ise sırasıyla %9, %18 ve %4 düşüş kaydedtiler.
- 2025 yılına ilişkin beklentiler ise daha olumlu yönde.** Dünya Çelik Birliği (worldsteel), küresel çelik talebinde son üç yılda yaşanan azalışın ardından 2025 yılında %1,2 artış olacağını tahmin etmektedir. Dünyanın en büyük üreticisi ve tüketicisi olan Çin'in tüketiminde önemli bir değişiklik öngörülmezken, söz konusu büyümede özellikle Hindistan'da devam eden talep ile ABD ve AB'deki ekonomik toparlanmanın etkili olması beklenmektedir. Ayrıca, son dönemde sürecin gelişimine yönelik endişeler gündeme gelmesine karşılık majör gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreci de sektör açısından başlıca destekleyici unsur konumunda bulunuyor. Ek olarak, ithalat baskısındaki azalış beraberinde Türkiye, AB, Brezilya ve Hindistan çelik üreticilerinin marjlarında toparlanma olacağı tahmin ediliyor. **Bizim beklentimiz de Araştırma kapsamımızda bulunan Ereğli Demir Çelik ve Kardemir'in 2025 yılında 2024'e kıyasla daha yüksek karlılık seviyeleri yakalayacakları yönünde.**

Yurt içi çelik fiyatlarında zayıflık devam ediyor



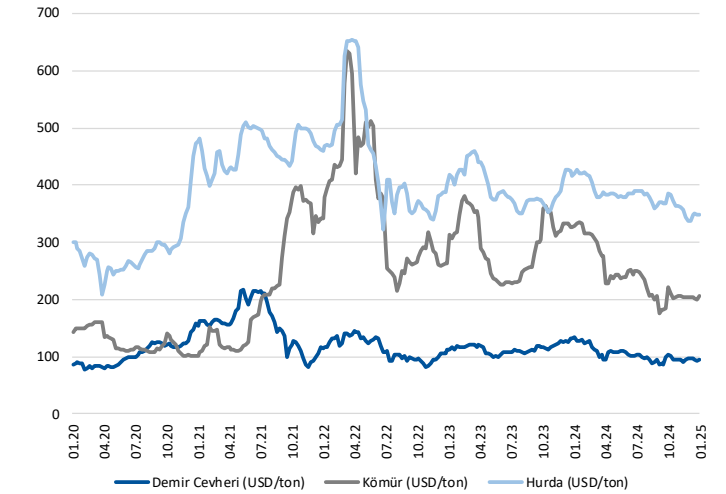
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Çin'de fiyatlar ortalama bazda 2023 yılının altında kaldı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Çelik piyasasındaki zayıf görüntü ham madde fiyatlarına da yansımış durumda



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Demir çelik sektörü

- Yurt içine bakacak olursak, Ocak-Kasım döneminde dünya ham çelik üretimindeki %1,4'lük azalışa karşılık yurt içi ham çelik üretimi %11 artış gösterdi. Yurt içi tüketim %0,3 azalırken, ihracat %29 büyüme kaydetti ve geçen senenin aynı döneminde %54,5 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2024 yılının aynı döneminde %74,2 seviyesine yükseldi.
- **Ereğli Demir Çelik, 2024 yılını zayıf relatif performans ile tamamladı. 2024 Strateji raporumuzda, Şirket'in satış temposunun eski seviyelere dönmesi ve döviz bazlı gelir yapısı beraberinde öne çıkabileceği şeklindeki düşüncelerimizi paylaşıyorduk. Ancak, sektördeki zayıflık nedeniyle hisse performansının baskı altında kaldığını izledik.** 9A24 döneminde deprem hadisesi kaynaklı oluşan düşük baz etkisi nedeniyle %77 FAVÖK büyümesi ve geçen yılın aynı döneminin aksine net kar kaydeden Şirket, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %8 altında performans gösterdi. 2025 yılı için çelik fiyatlarının gelişimi oldukça önemli olacak. Ereğli Demir Çelik'i daha yüksek ton başına FAVÖK beklentimiz, yeşil dönüşüm kapsamındaki uzun vadeli yatırım planı ve maden yatırımı sonucunda beklenen maliyet avantajı dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz. Ayrıca, yurt içinde ithalat baskısının azalmasının da yassı çelik ağırlığı yüksek olan Şirket'e fayda sağlayacağını düşünüyoruz.
- **Kardemir, yılı zayıf relatif performans ile tamamlayan bir diğer sektör şirketi oldu. Hem 2024 Strateji raporumuz hem de bilanço notlarımızda, devam eden yatırımları dolayısıyla Şirket'i beğendiğimize ilişkin düşüncelerimizi paylaşıyorduk. Ancak, zayıf karlılık nedeniyle hisse senedi performansında baskılanma gözlemledik.** 9A24 döneminde %17 FAVÖK daralması kaydeden ve net zarar pozisyonunu sürdüren Şirket, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %13 altında performans gösterdi. 2025 yılı için enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisinde azalışın yanı sıra daha yüksek ürün fiyatları ve ılımlı ham madde fiyatları eşliğinde güçlü FAVÖK ve net kar büyümesi bekliyoruz. Kardemir'i haddelenmiş ürün ağırlığında artış beraberinde daha karlı ürün karması, ham madde tedarikindeki maliyet avantajı, beklenen Filyos Limanı projesi, devam eden yatırımları ve cazip çarpanları dolayısıyla uzun vadede beğeniyoruz. Ek olarak, kentsel dönüşüm ve faizlerin düşmeye başlamasıyla desteklenebilecek inşaat aktivitesinin de uzun çelik ağırlığı yüksek olan Şirket'e fayda sağlayacağını öngörüyoruz.
- Bu kapsamda, Ereğli Demir Çelik karşısında daha cazip bulduğumuz ve uzun vadede hikayesini beğendiğimiz **Kardemir'i** Döngüsel Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.

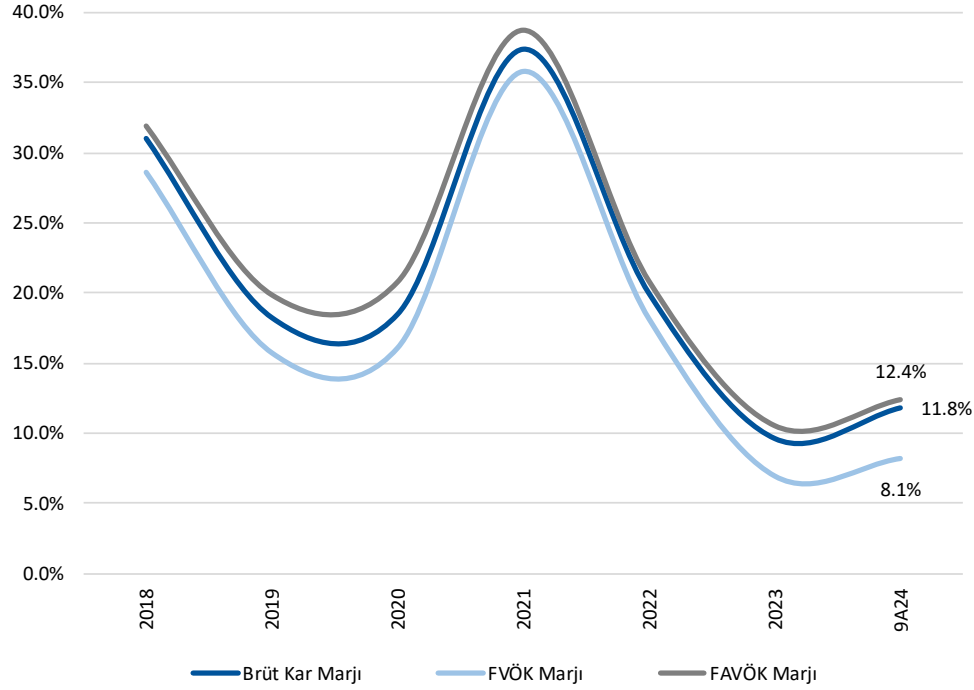
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| EREGL | 37.00 | AL | 168,560 | 4,778 | 20% | -8% | 9.02 | 10.06 | 0.75 |
| KRDMD | 43.00 | AL | 32,121 | 911 | 14% | -13% | 17.55 | 12.55 | 0.66 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

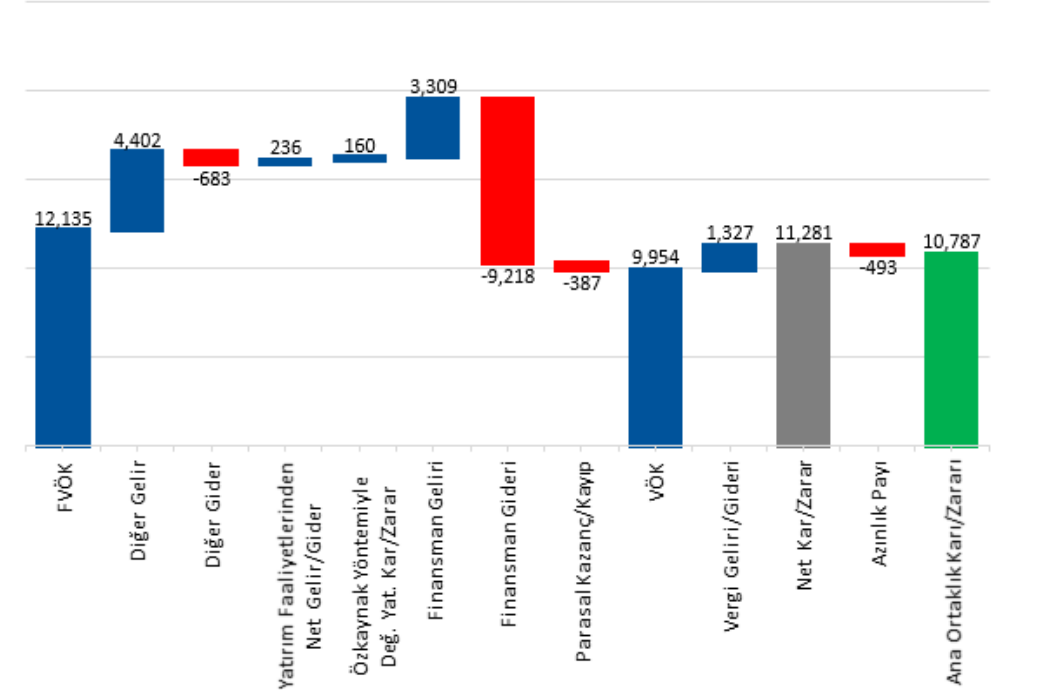
Ereğli Demir Çelik

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

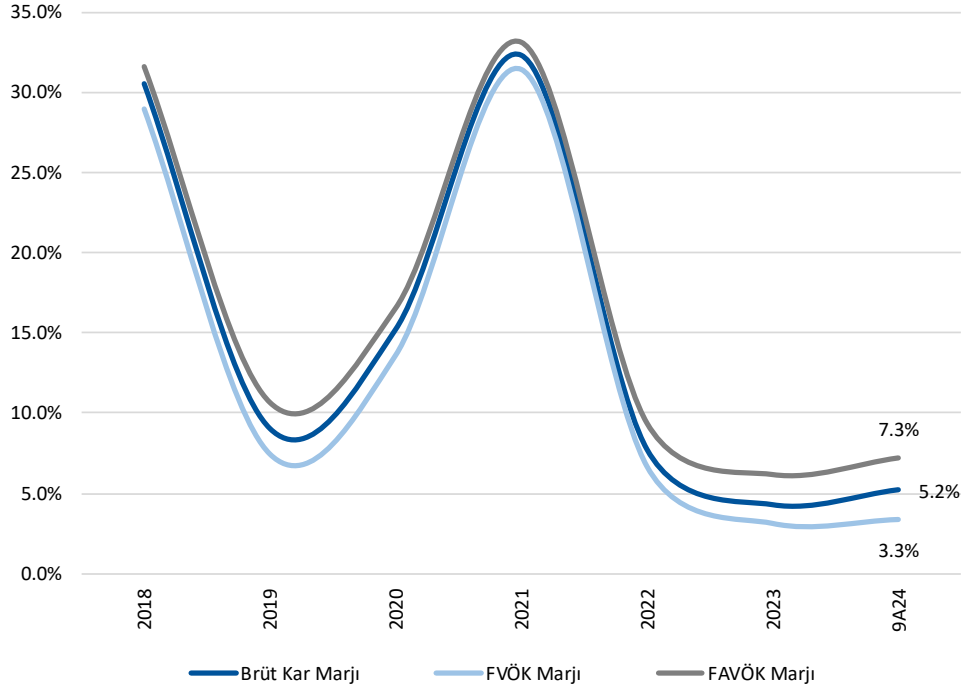
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

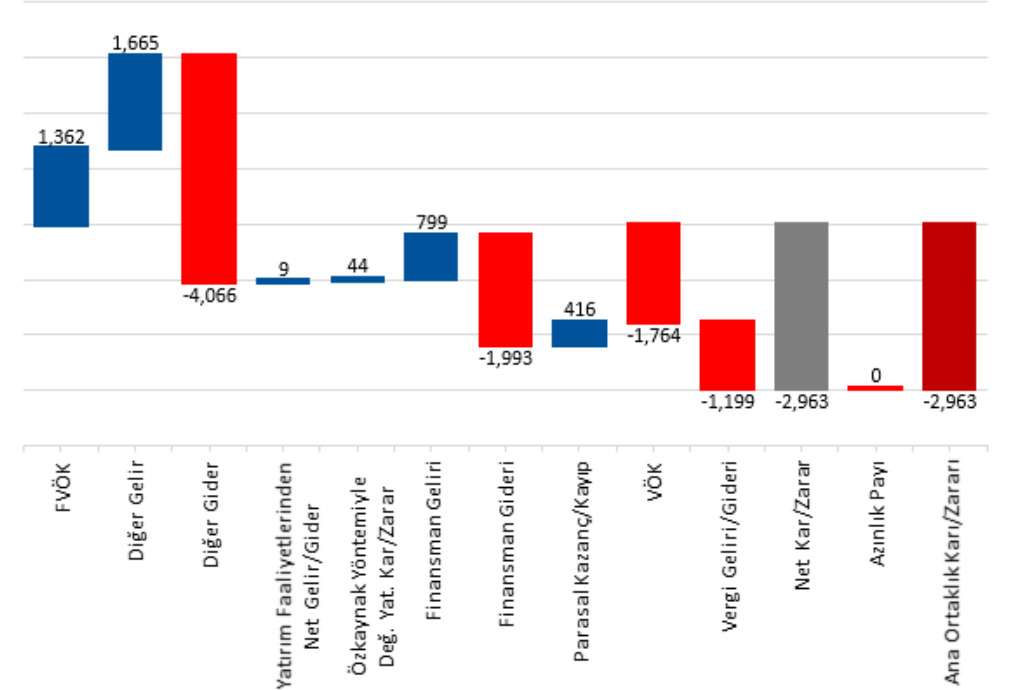
Kardemir

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Enerji sektörü

- **2024 yılında enerji sektörünün gelişimini incelemek adına kurulu güç, üretim ve enerji fiyatlarının yönelimini gösteren veriler aşağıda verilmiştir.**
- **Kurulu güç tarafında;** T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı verilerine göre, 2024 yılı Kasım ayı sonu itibarıyla ülkemizin kurulu gücü **115.144 MW**'a ulaşmıştır. 2024 yılı Kasım ayı sonu itibarıyla kurulu gücün kaynaklara göre dağılımı ise; *%28'i hidrolik enerji, %21,4'ü doğal gaz, %19'u kömür, %16,8'i güneş, %10,9'u rüzgar, %1,5'i jeotermal ve %2,3'ü ise diğer kaynaklar* şeklindedir. Ülkemizde elektrik enerjisi üretim santrali sayısı, 2024 yılı Kasım ayı sonu itibarıyla 32.799'a (lisanssız santraller dâhil) yükselmiştir.
- Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ) verilerine göre baktığımızda ise, 2024 Aralık ayında Türkiye'nin kurulu gücünün **115.353 MW**'a ulaştığını, toplam santral sayısının da **33.165 adet** olduğunu görmekteyiz.
- **Üretim tarafında;** Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ) verilerine göre, Ocak-Kasım 2023 döneminde 302,834 GWh olan brüt elektrik üretimi, 2024 yılı aynı döneminde **%5 artarak 317.987 GWh** olarak gerçekleşti. Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre, elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyelerine ulaşması beklenmektedir.
- **Enerji fiyatları tarafında;** hatırlanacağı üzere, 2022 yılında yüksek seyreden enerji fiyatları dolayısıyla AUF mekanizması getirilmiş ve Eylül 2023 tarihinde ise sonlandırılmıştı. Jeopolitik risklerin etkisini azaltması ile enerji fiyatlarının düşüş eğilimine girdiği bir süreci takip etmiştik. 2024 yılına geldiğimizde zaman zaman yükseliş görsek dahi fiyatların belirgin bir yükseliş göstermemesi ve belirli bir seyirde hareket etmesi, şirket finansalları üzerinde baskı yaratan ana unsur olarak karşımıza çıktı. Yılın ilk çeyreğinde 65 USD seviyesinde olan PTF'nin, son çeyrekte 70 USD seviyesine yükseldiğini görüyoruz. 2024 yılını ortalama 68 USD PTF ile tamamlayan enerji sektörünün, 2022 yılında ortalama 147 USD ve 2023 yılında ortalama 98 USD olan fiyatların oldukça altında kalmaya devam ettiği görülmektedir.
- 2024 yılında enerji sektörü açısından önemli bir gelişme **yenilenebilir enerjide 2035 yol haritasının** açıklanması oldu. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanı Alparslan Bayraktar, bugün 30 bin olan rüzgâr ve güneş kurulu gücünün 4 katına çıkararak, 2035 yılında rüzgâr ve güneşte 120 bin megavatlık kurulu güce ulaşmayı hedeflediklerini belirtirken, yarışma modeliyle her yıl 2 bin megavatlık RES ve GES ihalesine çıkacaklarını açıkladı. Artan tüketim paralelinde oluşturulan yeni planlar enerji sektörünün büyüme dinamiklerini gösterirken yenilenebilir enerji ön planda kalmaya devam etmektedir.

Enerji sektörü

- Araştırma kapsamımızda yer alan ve ayrıca Model Portföyümüzde taşıdığımız Galata Wind Enerji'nin Türkiye'nin yenilenebilir enerji yolculuğunda önemli bir rol almasını bekliyoruz. Artan kurulu gücü sayesinde elektrik fiyatlarındaki zayıflığı, 2025 yılında da tolere edebileceğini düşünüyoruz. Galata Wind Enerji'ye ek olarak, bir süredir çeyreklik enerji bültenimizde yer verdiğimiz, Galata Wind Enerji ile oldukça benzer iş modeline sahip olan ancak Araştırma Kapsamımızda yer almayan, **Tatlıpınar Enerji**'nin de benzer hikayelerle 2025 yılında öne çıkabileceğini düşünüyoruz. Bu gelişmelerin yanı sıra, yenilenebilir enerjiye dönüşüm sürecinin ağır yatırım gerektirmesi dolayısıyla şirket bilançoları üzerinde yaratacağı olumsuz etkiyi de göz ardı etmiyoruz. Hatırlayacak olursak, Galata Wind Enerji, 2024 yılına net nakit pozisyonuyla başlamıştı. Devam eden yatırımları ve 1.000 MW'a ulaşma hedefi doğrultusunda yılı net borç pozisyonunda tamamlamasını ve 2025 yılı ve sonrası borç pozisyonunun yatırımlar doğrultusunda artmasını bekliyoruz.
- 2024 yılında, perakende satış ve dağıtım kollarının iş modeli sayesinde kendine doğal bir koruma sağlayacağını düşündüğümüz **Enerjisa**, endeks paralelinde getiri elde ederek yılı tamamladı. Son çeyrek finansallarında öngördüğümüz toparlanma ile temettü ödemesi yapmaya devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılında fonlama maliyetinin düşmesi, yüksek enflasyon döneminde yapılan yatırımların karlılığını artıran unsur olarak karşımıza çıkacaktır.
- Döviz bazında garantili satış yapan ve 2026 yılı itibarıyla yurt dışı operasyonlarının katkısının karlılık anlamında daha güçlü görülmesini beklediğimiz **Aksa Enerji**'yi, 2024 yılında sektördeki arz fazlasına rağmen etkin finansal yönetimi & pazardaki güçlü konumuyla **Alfa Solar**'ı, kapasite artışlarıyla birlikte karbon kredisi tarafında gelir yaratma potansiyeli ve tesislerinin yüksek oranlarda YEKDEM'den faydalanması ile **Biotrend Enerji**'yi beğenmeye devam ediyoruz.

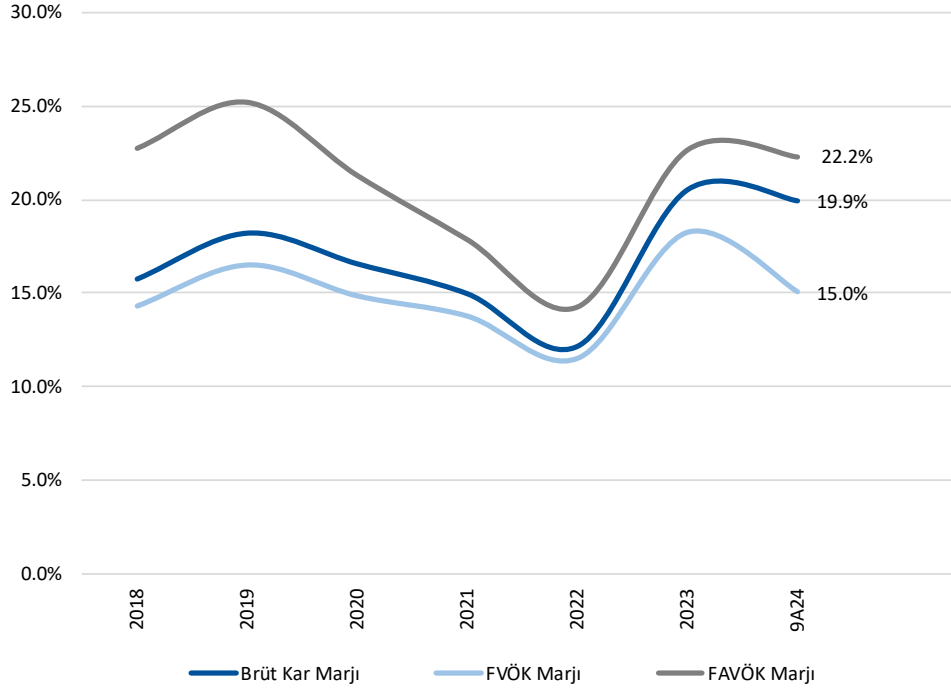
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| AKSEN | 52.20 | TUT | 50,329 | 1,427 | 36% | 3% | 9.69 | 11.07 | 1.31 |
| ALFAS | 82.00 | TUT | 25,723 | 729 | -18% | -38% | 56.48 | 31.07 | 7.31 |
| BIOEN | 24.20 | AL | 8,440 | 239 | -1% | -25% | 10.12 | 32.10 | 2.16 |
| ENJA | 97.60 | AL | 72,636 | 2,059 | 35% | 2% | --- | 4.36 | 1.03 |
| GWIND | 44.60 | AL | 16,686 | 473 | 60% | 22% | 16.80 | 10.69 | 1.73 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

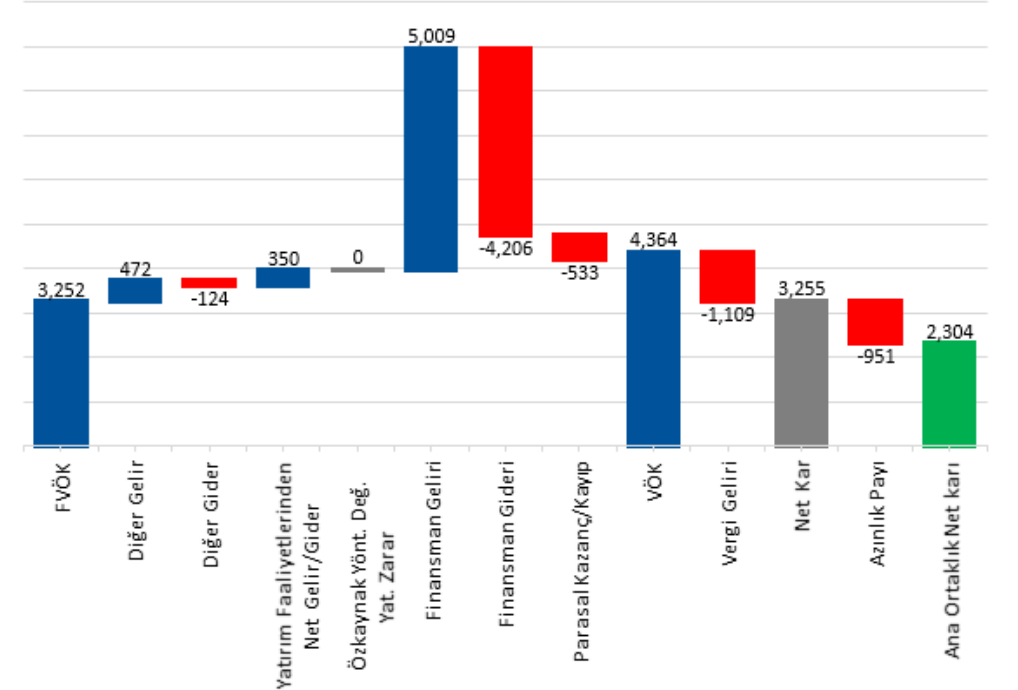
Akse Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

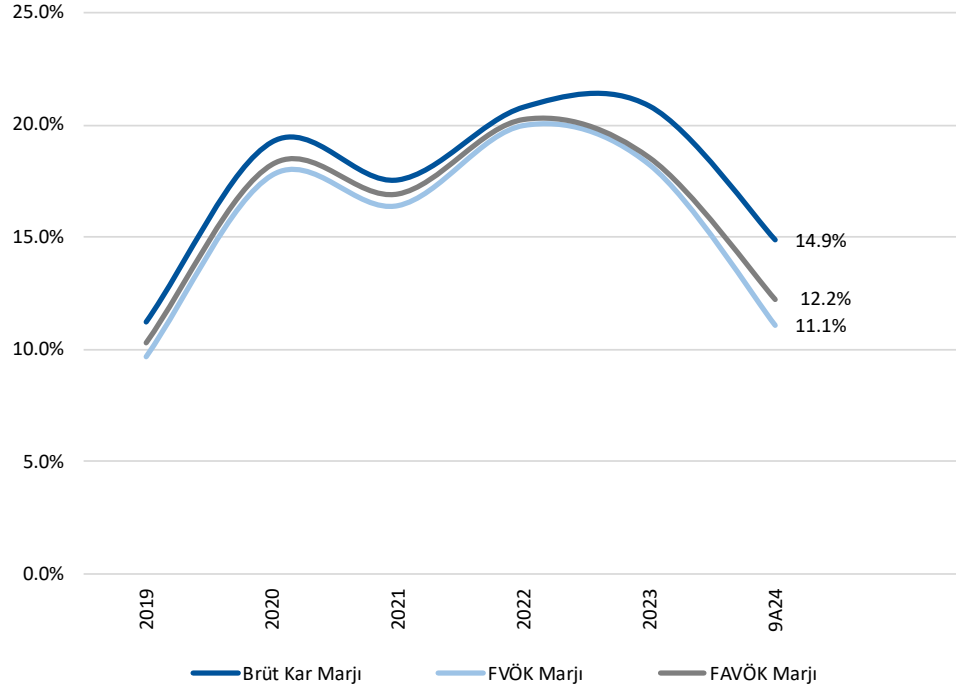
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

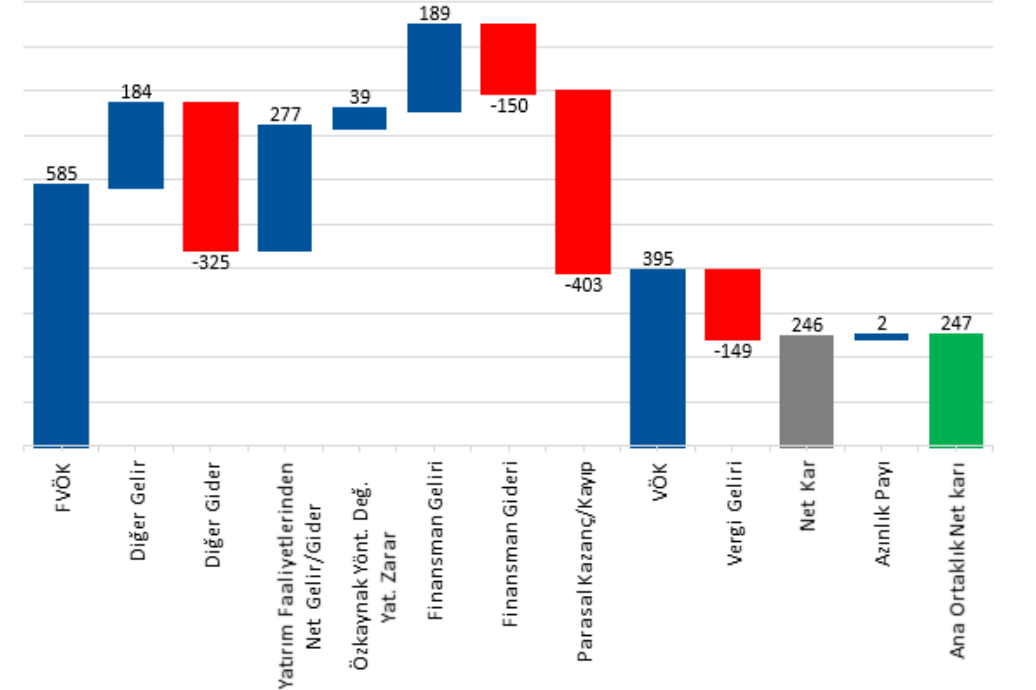
Alfa Solar Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

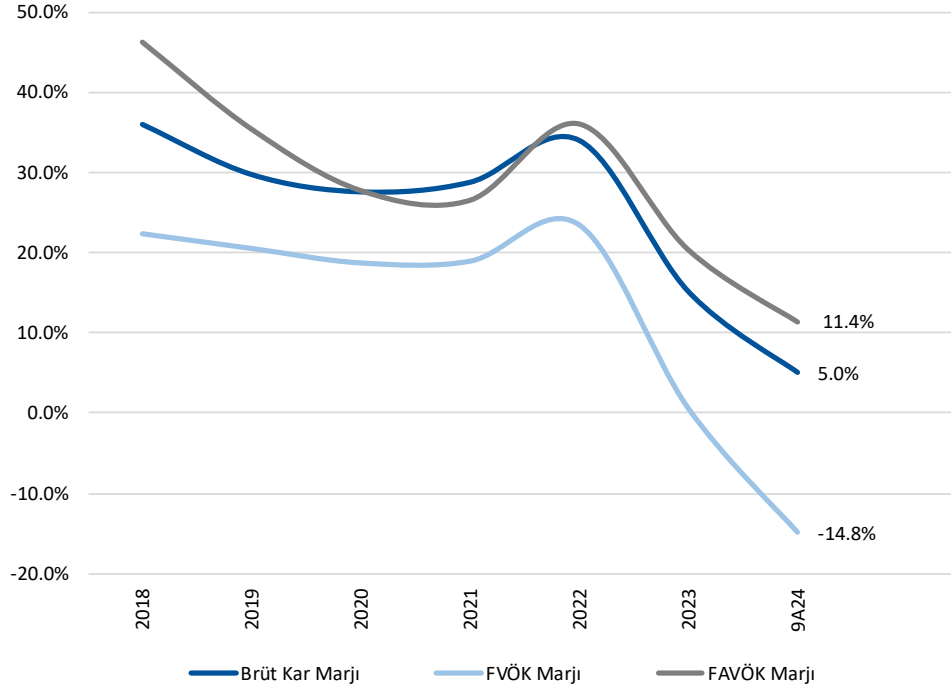
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

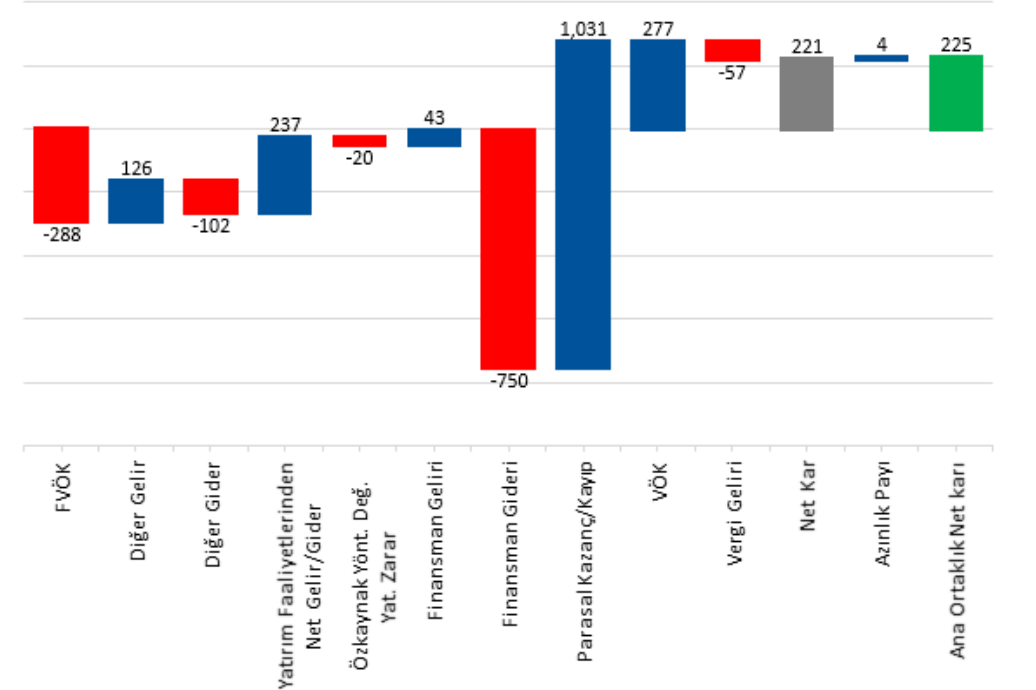
Biotrend Çevre ve Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

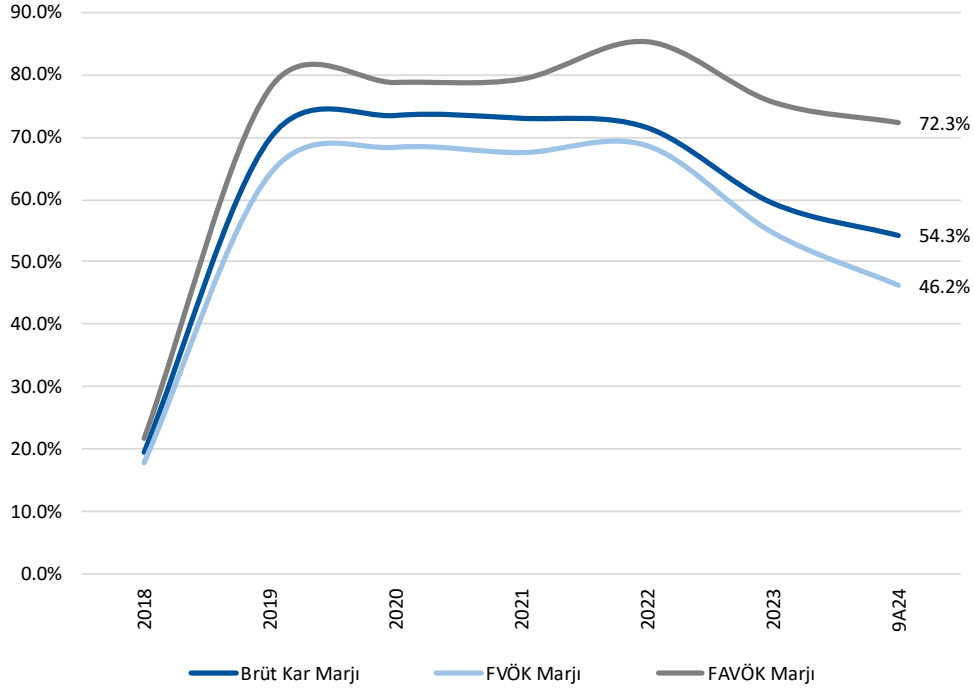
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

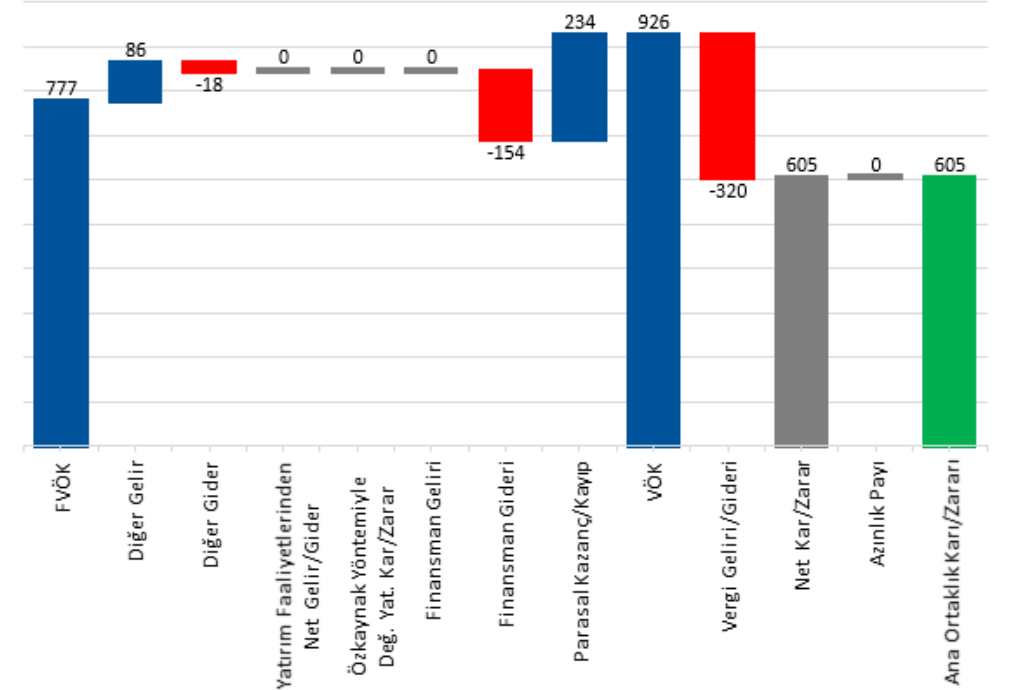
Galata Wind Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

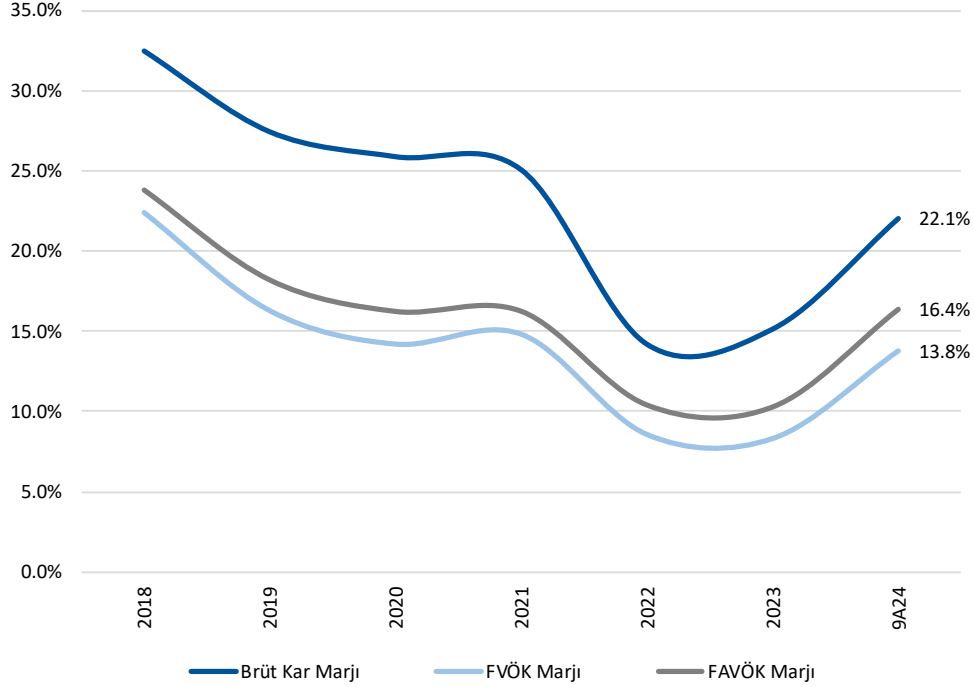
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

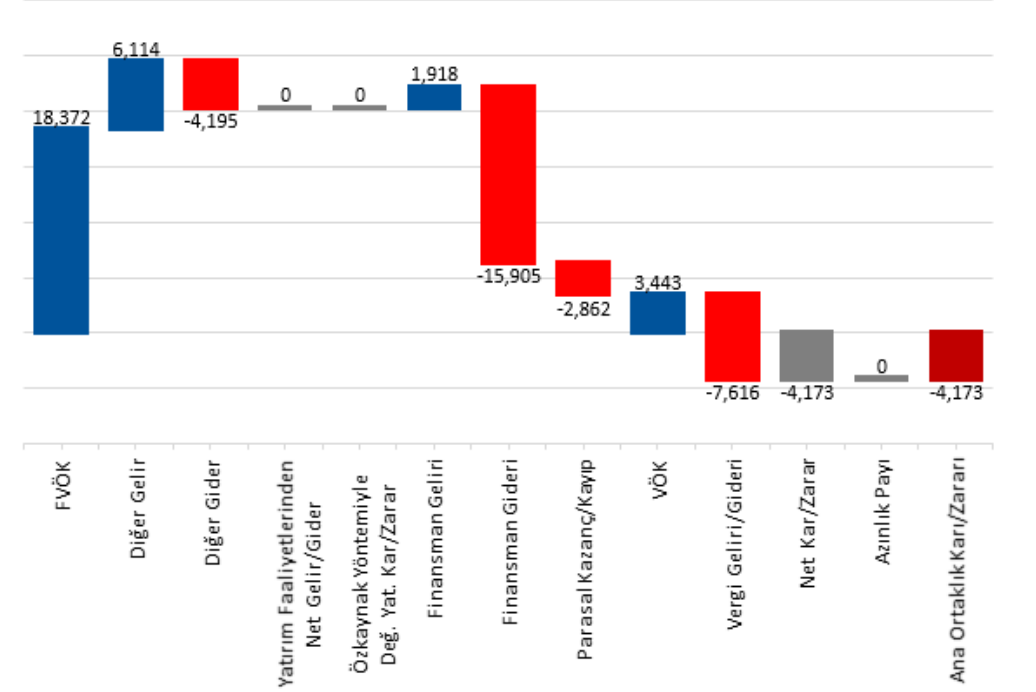
Enerjisa Enerji

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Gıda & İçecek sektörü

- Gıda & İçecek sektörü, 2024 yılının ilk yarısında, artan faizlerle birlikte harcama dinamiklerinin yavaşlama gösterme aşamasının başında olması ve enflasyonist etkilerin görünür biçimde hissedilmesi sebebiyle ciro yaratma kabiliyetini koruyabildi. Ek olarak, yılın ilk yarısında yapılan ücret düzeltmeleri sayesinde harcanabilir gelirin korunması da şirket performansları için olumlu gelişen bir başka kriter oldu. Diğer taraftan, ücret düzeltmelerinin olumlu katkısı ağırlıklı olmakla birlikte, şirketlerin operasyonel maliyetleri üzerinde yukarı yönlü baskılar yaratarak karlılık üzerine kısmi etkide bulundu. Aslında, bu kısmi etki, sektördeki paydaşlara göre şekillendi diyebiliriz. Daha açık bir ifadeyle, fiyatlama stratejisi geliştirebilen, ürün çeşitliliğine sahip olan, marka gücü ve dolayısıyla pazara hakim olan sektör paydaşları maliyet yönetiminde fark yaratabildiler.
- Yılın ikinci yarısında ise müşteri harcama dinamikleri dalgalanma gösterdi. Harcanabilir gelirden görülen düşüş ve jeopolitik gelişmelerin olumsuz yansımaları, şirketlerin ciro yaratma yeteneğini sınırladı. Bu sınırlama, sektördeki paydaşlar üzerinde yatırımcı algısının bozulmasını pekiştirerek fiyat-değer arasındaki anomalilerin derinleşmesine sebep oldu.
- **Gıda & içecek sektörü için 2025 yılına fiyat-değer arasındaki makasın oldukça açık olmasıyla başlıyoruz.** En azından kapsamımızda bulunan şirketler için bunu söyleyebiliriz. Bu durum başlı başına bir fırsat yaratırken, ek olarak, yapılan ücret düzeltmesinin alım gücünü desteklemesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında ise ekonomik aktivitenin hızlanması ile birlikte, özellikle de fiyatlama gücü olan & pazara hakim yüksek marjlarla çalışan sektör paydaşlarının ana endeksten ayrışabileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, şirket değerleri üzerinde jeopolitik olumsuz gelişmeler ve piyasada görülecek olan olası etkisizlik risk yaratmaya devam ediyor.
- **TAB Gıda'yı,** güçlü markaları, pazar hakimiyeti, sürdürülebilir FAVÖK marjı ve özellikle değerlendirme açısından oldukça cazip bulduğumuz için beğeniyoruz. **BigChef'i,** üst segment müşteriyi hedeflemesi, yeni konsept restoranlar geliştirme sürecinde olması, düşük net işletme sermayesine sahip olması ve değerlendirme açısından cazip bulduğumuz için beğenmeye devam ediyoruz. **Coca Cola İçecek'i** ise yüksek pazar payı desteğiyle maliyetlere karşı güçlü fiyatlama stratejisi, halihazırda satış ve dağıtım operasyonları gerçekleştirilen pazarlardaki büyüme stratejisi temalarıyla beğenmeye devam ediyoruz. Son olarak **Ülker Bisküvi'yi,** pazar payı ve marka bilinirliği, güçlü ihracat konumuna ek olarak döviz açık pozisyonunu kapatması için atılan adımlar ile beğenmeye devam ediyoruz.

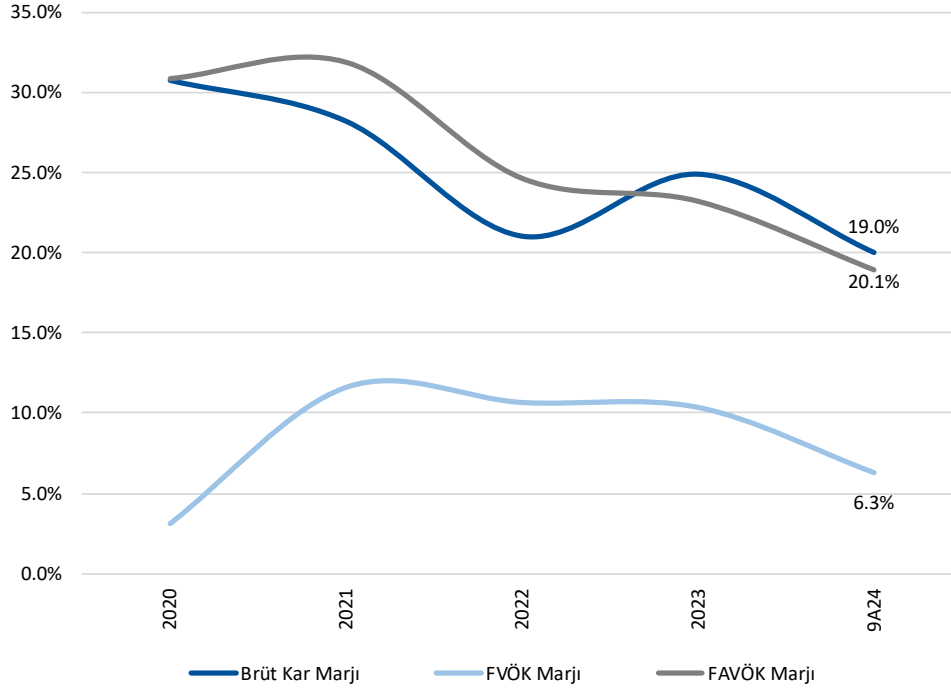
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| BIGCH | 52.46 | AL | 3,242 | 92 | 38% | 5% | 16.42 | 5.35 | 2.92 |
| CCOLA | 82.40 | AL | 157,812 | 4,474 | 27% | -4% | 7.82 | 7.80 | 2.95 |
| TABGD | 320.00 | AL | 40,683 | 1,153 | 28% | -3% | 23.14 | 6.45 | 2.78 |
| ULKER | 167.90 | AL | 42,651 | 1,209 | 44% | 9% | 7.10 | 4.68 | 1.58 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

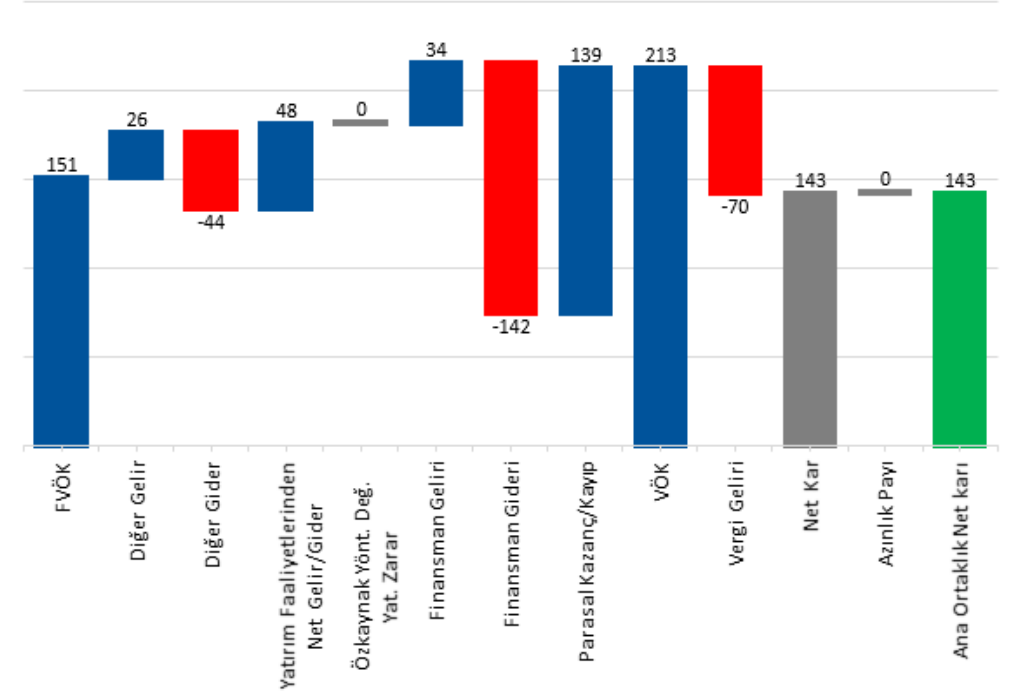
Büyük Şefler Gıda

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

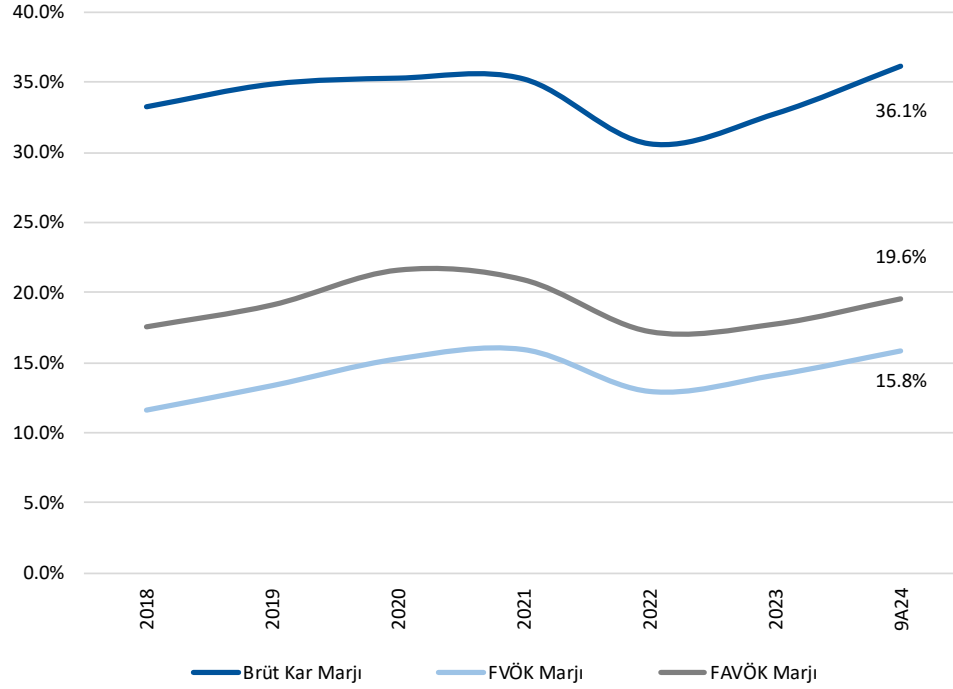
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

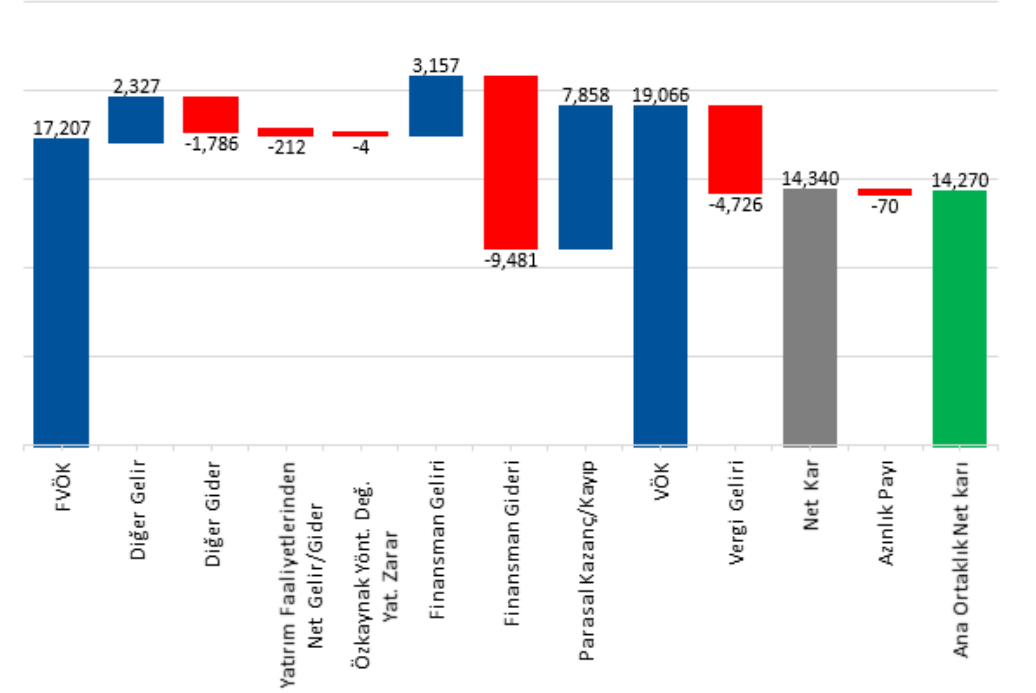
Coca Cola İçecek

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

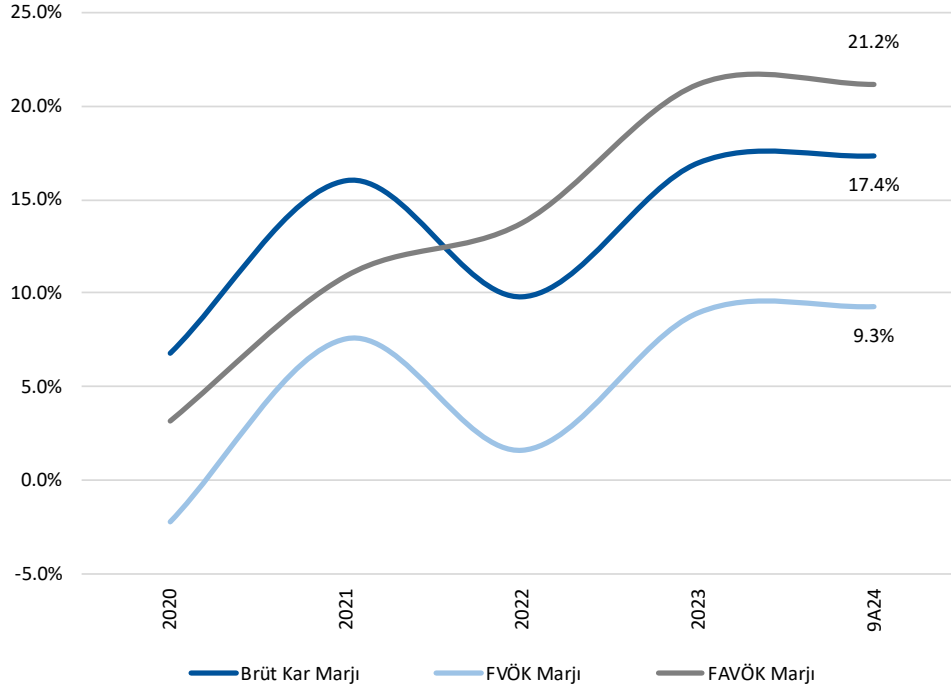
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

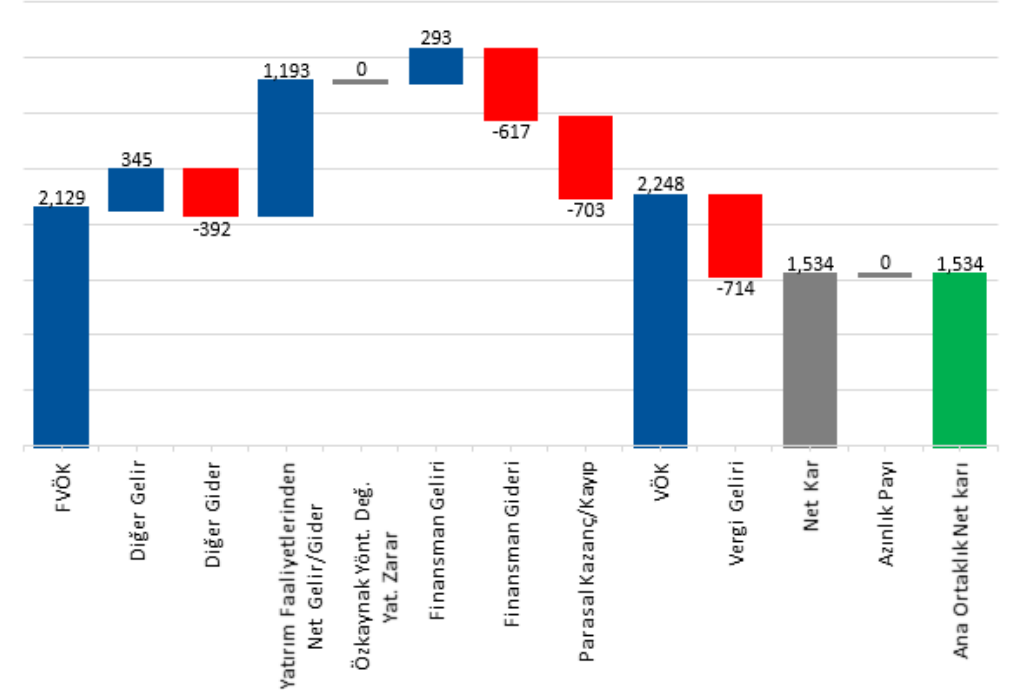
TAB Gıda

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

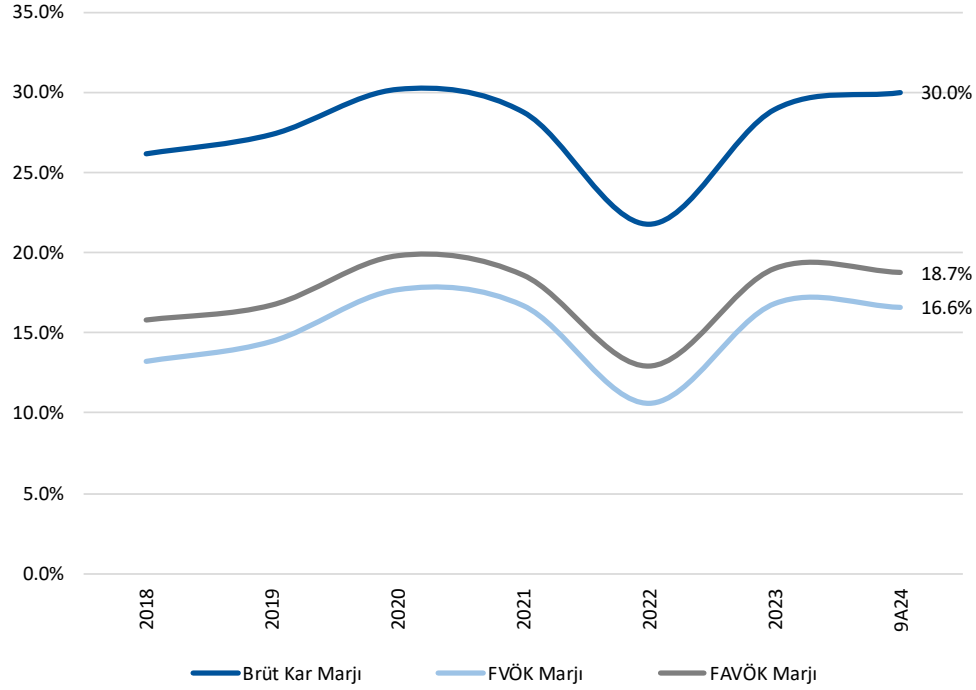
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

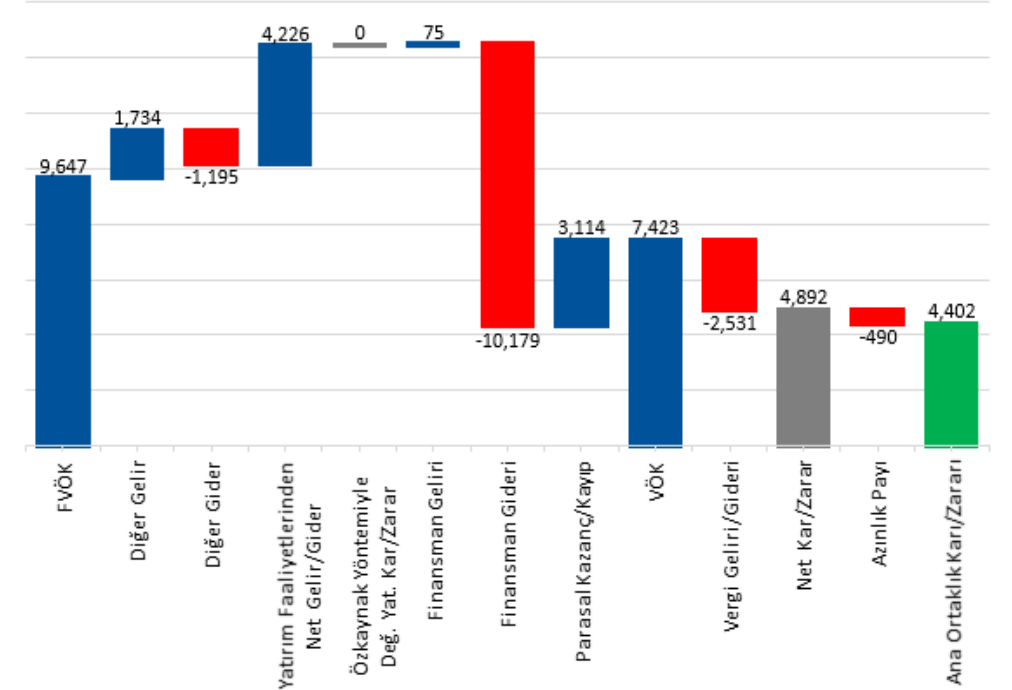
Ülker

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Hastane sektörü

- Defansif yapısıyla öne çıkan sektörde gelirleri destekleyen ve maliyetleri yönlendiren birden fazla faktör bulunmaktadır. SUT (Sağlık Uygulamaları Tebliği) fiyatlandırmasına ek olarak satışları yönlendirmede son dönemlerde tamamlayıcı ve özel sağlık sigortaları, sağlık turizmi gibi etkenler de öne çıkmaktadır. **2024 yılı hisse senedi piyasası için fazlasıyla zorlu olmasına rağmen, hastane sektöründeki halka açık ve bizim Araştırma kapsamımızda yer alan MPARK ve LKMNH sırasıyla BIST 100 endeksine kıyasla %79 ve %29 rölatif getiri elde ettiler.** MPARK yıl başlangıcında güçlü momentum sergilerken, LKMNH *small mcaplerin* fiyatlama bakımından zayıf performans göstermesine rağmen BIST100 endeksinden güçlü ayrışmayı başardı.
- **2024 yılı içerisindeki gelişmeleri incelediğimizde, sektörde paydaş olarak güçlü marka yaratamayan ve kurumsal yönetim altında organize olmamış katılımcıların zorlandığını gözlemliyoruz.** Birçok iş alanında olduğu gibi burada da marka gücü ve güçlü organizasyon yapısı, şirketlerin konumunu koruması ve hatta daha avantajlı olması noktasında destek oldu. Kasım 2024'ün prim üretimi verilerine göre, geçen yılın aynı dönemine kıyasla hastalık-sağlık prim üretimi nominal olarak %97, reel olarak ise %34 artış gösterdi. Toplam prim üretimi içerisindeki payı ise 2,2 puan artarak %18,24 seviyesine çıktı. Bu sonuçlar, sağlık sektöründe hizmet sağlayan katılımcılara hem pazarın gelişmesi bakımından hem de karlılık bakımından pozitif yansıdı.
- **2025 yılında yukarıda bahsettiğimiz aynı parametrelerin belirleyici olacağını değerlendiriyoruz.** Ayrıca, tamamlayıcı ve özel sağlık sigortalarının öneminin kullanıcılar tarafından daha fazla idrak edilmesi sonucunda bu alanda gelişmeyi ve prim üretimlerinde reel bazda artışın devam edeceğini değerlendiriyoruz. 2024 yılı, önceki senelerle karşılaştırıldığında, sağlık turizminin zorlandığı bir sene oldu. 2025 yılının da, bu alanda, döviz kurlarının rekabet üzerindeki olumsuz etkisi sebebiyle zorlayıcı olabileceğini değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, Türkiye'nin yüksek standartlardaki sağlık hizmetleri sayesinde yurt dışına kıyasla rekabet avantajını orta-uzun vadede devam ettireceğini öngörüyoruz. Diğer taraftan, maliyetlerini yönetebilen şirketlerin, sınırlı sayıda bulunan hastane ruhsatı nedeniyle M&A işlemlerinde avantaj sağlamasının devam edebileceğini değerlendiriyoruz.
- **MLP Sağlık Hizmetleri'ni,** 2025 yılında portföyüne eklemeyi planladığı Topkapı ve Bursa hastaneleri ile yatırımlarına devam etmesi, yurt içinde ve yurt dışında yapılan yatırımlara ait dönüşlerin ciro ve FAVÖK tarafındaki etkisinin daha fazla görünür olması beklentimiz, potansiyel hastane M&A işlemleri için fırsatları değerlendirme ve dolayısıyla büyümeye odaklanmış olması nedeniyle; **Lokman Hekim'i** ise İstanbul'daki hastanenin operasyonel katkısının görülmesi & 2025 yılında daha fazla finansallara güçlü yansıtacağı beklentimiz çerçevesinde, değerlendirme çarpanlarının cazip fırsatları sunması açısından ve payların geri alımında 2025 yılında da aktif olacağını düşünerek beğeniyoruz.

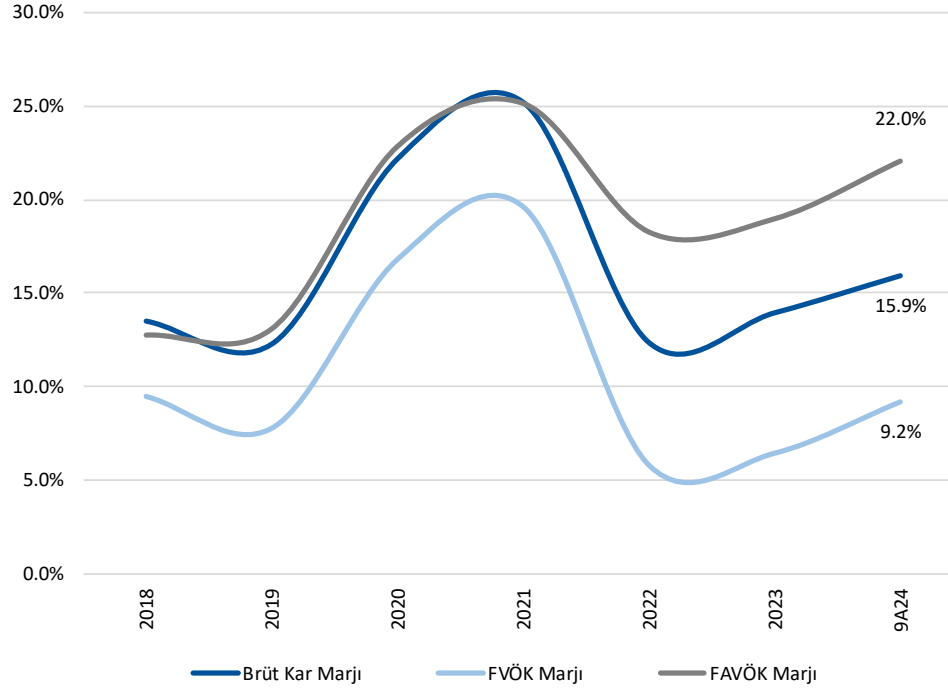
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|------|-----------|--------|
| LKMNH | 27.00 | AL | 4,123 | 117 | 70% | 29% | 7.78 | 8.45 | 2.37 |
| MPARK | 532.30 | AL | 69,433 | 1,968 | 135% | 79% | 9.57 | 7.49 | 3.39 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

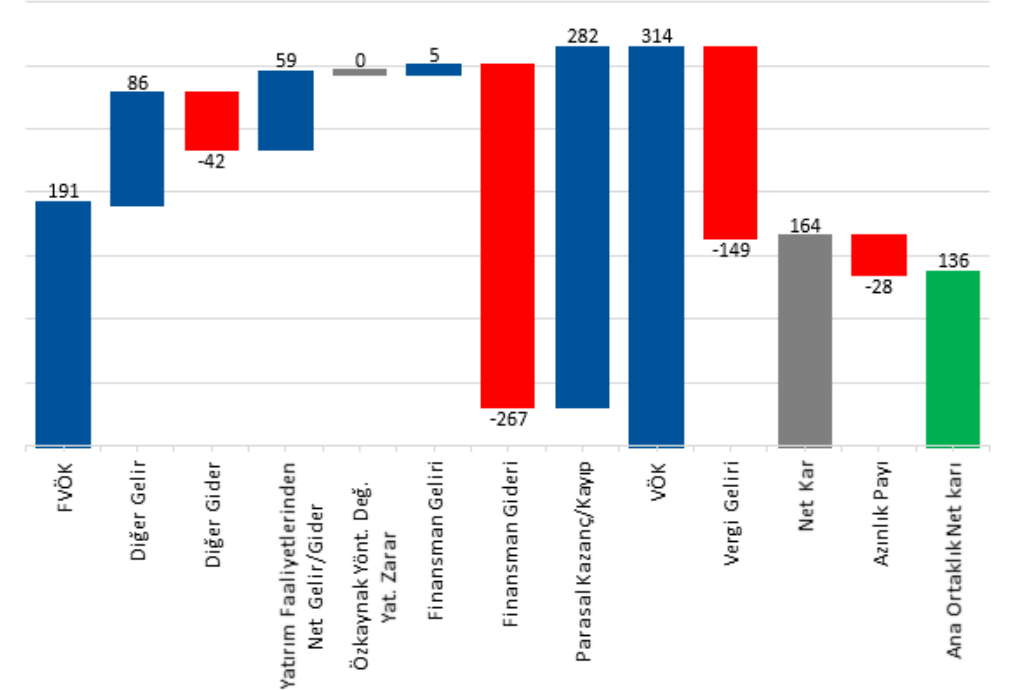
Lokman Hekim Hastaneleri

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

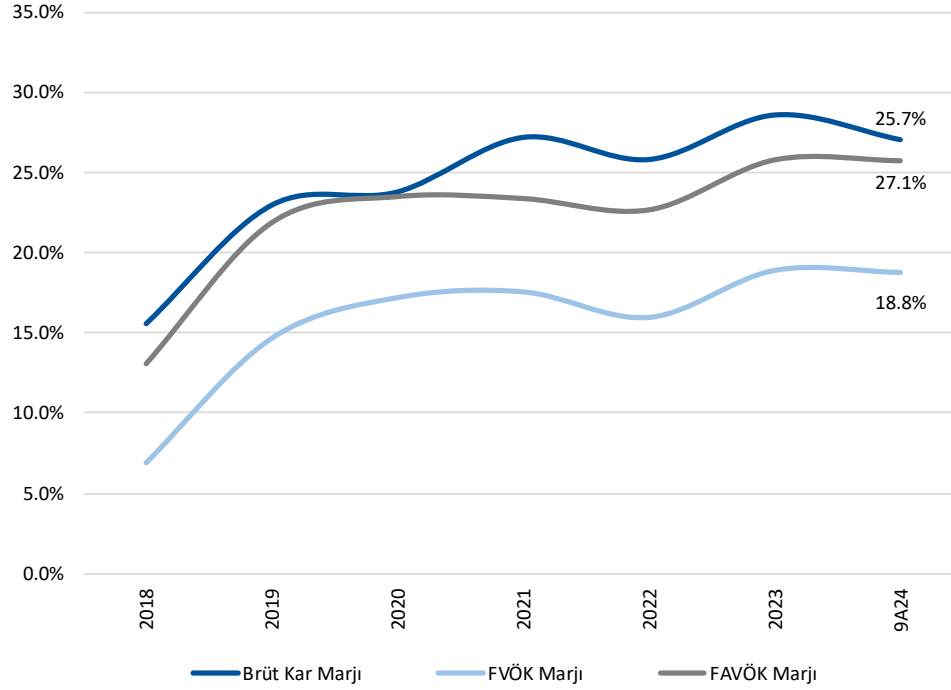
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

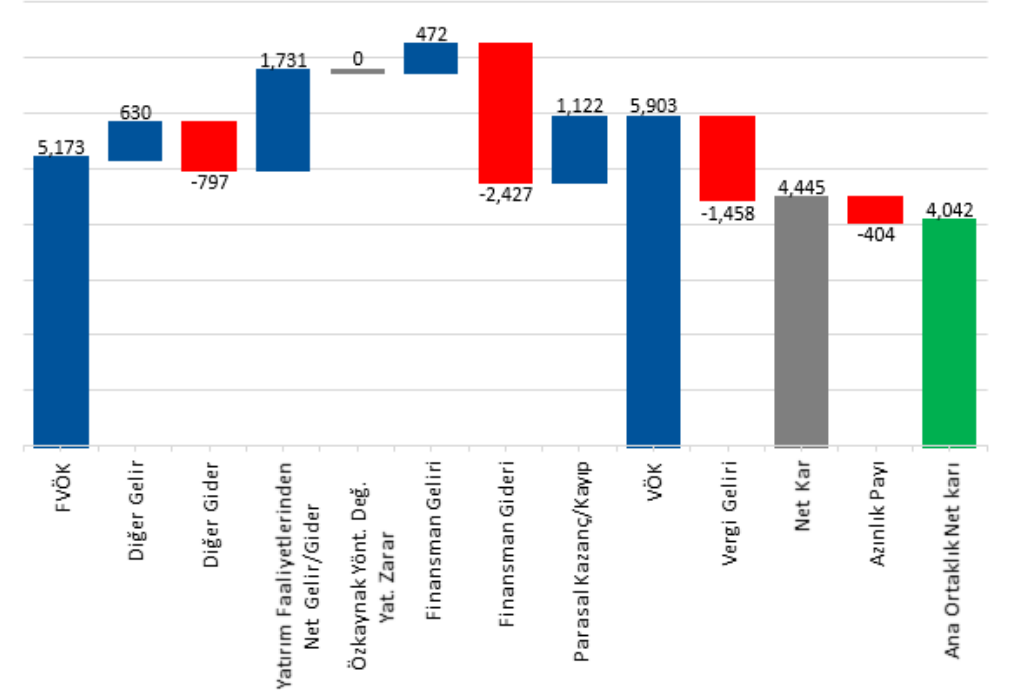
MLP Sağlık Hizmetleri

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Havacılık sektörü

- **Artan jeopolitik risklere rağmen 2024 yılı Türkiye’de, yeni rekorlar gördüğümüz bir yıl olarak tamamlandı.** Hatırlayacak olursak, 2024 yılı Strateji Raporumuzun temellerini de artan büyüme üzerine kurmuştuk. 2024 yılı büyümelerini rakamlarla destekleyecek olursak:
 - DHMİ verilerine göre, 2024 yılında Türkiye geneli havalimanları iç hat yolcu trafiğinin 95.293.038, dış hat yolcu trafiğinin 134.694.726 olduğunu ve bu dönemde **direkt transit yolcular ile birlikte toplam 230.224.611 yolcuya hizmet verildiğini gördük.**
 - Yıl sonu itibarıyla ise; havalimanlarında iniş-kalkış yapan uçak trafiği, iç hatlarda 902.078, dış hatlarda 866.779 oldu. **Böylece üst geçişler ile birlikte toplam 2.290.581 uçak trafiğine ulaşıldı.**
 - Eurocontrol verilerine ait 1 Ocak istatistiklerine göre; İstanbul Havalimanı (İGA İstanbul) ortalama günlük 1.401 uçuşla ilk sırada yer almıştır. **Ortalama günlük uçuş sayısı 2023 yılına göre %2 artış göstermiştir.**
 - Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre, 2024 yılı Ocak-Kasım dönemindeki turist sayısı 2019 yılı rakamlarının **%16,6**, geçen yılın aynı döneminin ise **%7,1** üzerinde gerçekleşerek **50.040.427** kişiye ulaşmıştır.
- Yaşanan jeopolitik gerginliklerin etkilerini ise Kültür ve Turizm Bakanlığı verileri doğrultusunda görebildik. Ülkemize en çok ziyaretçi gönderen ilk 5 ülke, sırasıyla; Rusya, Almanya, İngiltere, İran ve Bulgaristan oldu. Rusya her ne kadar ilk sırada yer alsada geçmişte elde ettiği paya ulaşamadığını görmekteyiz. 2019 yılında ülkemizi ziyaret eden turistlerin yaklaşık %20’sini Rusya oluştururken, 2024 yılında bu oran %13’lerde seyretmektedir. 11A24 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre en çok azalış gösteren 5 ülke; İsrail (-%90), Tacikistan (-%56), Kuveyt (-%28), Sudan (-%25), Ürdün (-%23) olarak karşımıza çıkmaktadır.
- **Aralık 2024 IATA raporuna göre, havacılık sektörü 2024 yılında en fazla büyüyen pazarlardan biri olmuştur.** Kuzey Afrika, Doğu Avrupa, Orta Avrupa ve Orta Asya’daki ülkeler sektör ortalamasının üzerine çıkarken, Asya Pasifik bölgesi ise ortalamanın oldukça üzerinde performans göstermiştir. Buna karşılık, Orta Doğu, küresel hava trafiğinin önemli bir parçası haline gelmiş olsa da 2024 yılında uluslararası yolcu sayısında sadece mütevazı bir büyüme kaydetmiştir. Bu sınırlı artışın başlıca nedeni, İsrail ve komşu ülkelerle ilgili trafikteki düşüş olarak açıklanmıştır.

Havacılık sektörü

| 1 Ocak - 31 Aralık 2024 tarihleri arası ortalama günlük uçuş rakamları | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|
| | Günlük uçuş | 2023'e göre | 2019'a göre |
| Ryanair Group | 3,044 | 8% | 31% |
| easyJet Group | 1,553 | 5% | -7% |
| Türk Hava Yolları | 1,435 | 0% | 8% |
| Lufthansa Airlines | 1,144 | 1% | -23% |
| Air France Group | 999 | 1% | -17% |
| KLM Group | 860 | 8% | 0% |
| Wizz Air Group | 838 | 3% | 42% |
| British Airways Group | 827 | 5% | -9% |
| SAS Group | 611 | -1% | -25% |
| Vueling | 609 | 3% | 1% |
| Pegasus | 519 | 10% | 10% |
| Eurowings Group | 454 | 5% | -31% |
| SWISS Group | 445 | 9% | -3% |
| Norwegian Group | 415 | 7% | -31% |
| Iberia Group | 400 | 4% | 9% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

| 1 Ocak -31 Aralık 2024 tarihleri arası ortalama günlük uçuş rakamları | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|
| | Günlük uçuş | 2023'e göre | 2019'a göre |
| iGA İstanbul | 1,401 | 2% | 57% |
| Amsterdam | 1,336 | 6% | -4% |
| London Heathrow | 1,302 | 4% | -1% |
| Paris Charles de Gaulle | 1,275 | 2% | -8% |
| Frankfurt | 1,204 | 2% | -14% |
| Madrid Barajas | 1,148 | 8% | -2% |
| Barcelona | 951 | 9% | 1% |
| Munich | 887 | 8% | -22% |
| Rome Fiumicino | 862 | 18% | 2% |
| London Gatwick | 725 | 3% | -7% |
| Athens | 721 | 11% | 19% |
| Zurich | 705 | 6% | -4% |
| Vienna | 678 | 5% | -12% |
| Dublin | 666 | 1% | 2% |
| Palma de Mallorca | 661 | 6% | 11% |
| Copenhagen | 658 | 6% | -9% |
| İstanbul Sabiha Gokcen | 639 | 6% | 2% |
| Lisbon | 626 | 1% | 3% |
| Antalya | 624 | 4% | 12% |
| Oslo | 600 | 1% | -13% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Havacılık sektörü

- 2025 yılında ana stratejimiz «hala ve yine» büyümenin devam etmesi yönünde. Büyüme beklentimizin dinamiklerini; *i) açıklanan DHMİ 2024-2028 Stratejik Planı ve halihazırda ulaşılan rakamlar ii) henüz 2025 beklentileri açıklanmasa da hava taşımacılığı yapan şirketlerin uçak siparişleri ve orta-uzun vade çizdikleri yol haritaları iii) yakından takip ettiğimiz IATA ve Eurocontrol öngörülleri* oluşturmaktadır.
- DHMİ 2024-2028 Stratejik Planı'nda «Bölgesel hava ulaşım merkezi olmak» amacı altında, Türkiye geneli havalimanlarında toplam yolcu ve uçak trafiği ile satış hasılatının, 2028 yılı sonuna kadar her yıl artırılması hedeflenmiştir. 2024 yılını geride bıraktığımızda, en agresif büyüme hedefi 2025 yılında planlanmıştır. 2025'te bir önceki yıla göre, toplam yolcu sayısı ve uçak sayısında %3'lük, satış hasılatında ise %20'lik artış öngörülmüştür.

| Performans Göstergeleri | Plan Dönemi Başlangıç Değeri (2023) | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Toplam uçak sayısı (üstgeçiş dahil adet) | 2,162,679 | 2,296,588 | 2,369,887 | 2,430,148 | 2,485,523 | 2,536,980 |
| Toplam havalimanı yolcu sayısı (Direkt transit dahil kişi) | 208,991,586 | 222,024,715 | 229,383,673 | 235,548,398 | 241,118,513 | 246,332,590 |
| Satış hasılatı (Bin TL) | 50,900,169 | 92,547,646 | 111,204,146 | 125,790,555 | 149,367,126 | 172,387,727 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, DHMİ 2024-2028 Stratejik Plan

- **Türk Hava Yolları'nın 10 yılı kapsayan stratejisini ele aldığı ana hedefler arasında yer alan «yolcu kapasitesini yıllık ortalama %7,7 artırarak 2023 yılına göre 2 katına çıkması» yönündeki hedefi, 2025 için önemli bir büyüme hedefine işaret etmektedir.** 9A24 dönemine baktığımızda yolcu kapasitesinin %8,5 arttığını görmekteyiz.
- **Pegasus**, 2024 yılı için toplam AKK'de %12-%14 büyüme öngörüsünü paylaşmıştı. 9A24 döneminde baktığımızda ise %15 büyüme elde ettiğini görmekteyiz. İleriye dönük büyüme beklentilerini ise sipariş verilen uçak sayılarından anlayabilmekteyiz. **Yıl ortasında paylaştığımız sektör raporunda Airbus sipariş takvimi ile Pegasus'un 2029 yılına kadar her yıl ortalama %6-7 kapasite büyümesi elde edeceği bilgisine yer vermiştik.** Buna ek olarak Pegasus, 2024 yılının son günlerinde dikkat çeken uçak sipaşi anlaşmasını açıkladı. 2028 yılından itibaren 100 adet Boeing 737-10 uçak için kesin sipariş vermiş olup, ilerleyen yıllarda kesin siparişe çevrilebilir ilave 100 adede kadar Boeing 737-10 uçak için opsiyon siparişinde bulunduğunu açıkladı. Teslimat detaylarının henüz belirli olmamasına karşın, 2028 yılı ve sonrası için önemli bir kapasite artışına işaret etmektedir.
- **Özetle her iki şirketin de 2025 yılında, sektör ortalamasının üzerinde büyüme hedeflediklerini görmekteyiz.**

Havacılık sektörü

- IATA, devam eden maliyet ve tedarik zinciri zorlukları arasında karlılığın bir miktar güçlendiğini gösteren 2025 yılı öngörülerini yayımladı. IATA'nın 2025 yılı beklentileri:
 - 2025 yılında, **yolcu sayısının 5,2 milyara** ulaşması beklenmektedir; bu rakam 2024 yılına kıyasla %6,7'lik artış anlamına gelirken, yolcu sayısı ilk kez 5 milyar sınırını aşmaktadır.
 - **Toplam sektör gelirlerinin 1.007 trilyon dolar** olması beklenmektedir. 2024 yılına kıyasla %4,4'lük artış beklenirken, 2025 yılı, sektör gelirinin 1 trilyon dolar sınırını aştığı ilk yıl olacaktır.
 - **Yolcu gelirlerinin 705 milyar \$'a** (toplam gelirin %70'i) ulaşması ve **yan hizmetlerden de 145 milyar \$** (toplam gelirin %14,4'ü) gelir elde edilmesi beklenmektedir.
 - Birim gelirlerin, daha ılımlı bir şekilde, %2,5 oranında düşmesi beklenmektedir.
 - **Yolcu talebinin (RPKs) %8,0 oranında artması** beklenmektedir.
 - **Kargo hacminin 2024 yılına göre %5,8 artışla 72,5 milyon tona** ulaşması beklenmektedir.
 - **Kargo gelirlerinin, 157 milyar dolara** (toplam gelirlerin %15,6'sı) ulaşması beklenmektedir. Süveyş Kanalı üzerinden devam eden jeopolitik belirsizliğin ve Asya kaynaklı e-ticaretteki büyümenin hava kargo taşımacılığını desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir.
- **Giderlerin %4,0 oranında artarak 940 milyar \$'a** ulaşması beklenmektedir.
 - Yakıt dışı birim maliyet artışlarının **%0,5 ile sınırlı kalarak 692 milyar \$'a** ulaşması beklenmektedir. Yakıt dışı maliyet tarafında en büyük kalem olan işgücünün 2025'te 2024'e kıyasla sınırlı artış göstermesi beklenmektedir.
 - **Jet yakıtının ortalama 87 dolar/varil** olması beklenmektedir (2024'te 99 dolar/varil). Havayollarının kümülatif yakıt harcamasının, tüketilmesi beklenen yakıt miktarındaki %6'lık artışa rağmen %4,8'lik düşüşle 248 milyar dolar olması beklenmektedir.
- 2025 yılında, **faaliyet kârının, %6,7 net faaliyet marjı ile 67,5 milyar dolar** olması beklenmektedir (2024'te beklenen %6,4).
- **Yolcu başına ortalama net kârın 7\$** olması beklenmektedir (2023:7,9\$, 2024'te beklenen 6,4\$).
- Net karın **%3,6 net kâr marjı ile 36,6 milyar dolar** olması beklenmektedir. 2024 yılında beklenen 31,5 milyar dolarlık net kar (%3,3 net kâr marjı) rakamına kıyasla hafif iyileşmeye işaret etmektedir.
- Küresel sektör için **yatırılan sermaye getirisinin (ROIC) %6,8** olması beklenmektedir (2024'te beklenen %6,6).

Havacılık sektörü

- Ekim 2024'te yayımlanan Eurocontrol raporunda, hava trafiğindeki büyüme geçmişi ve 2030 yılına kadar baz senaryo büyüme tahmini paylaşılmıştır. **2025 yılında baz senaryoda ,Türkiye'nin büyüme beklentisi %4,1 iken, ECAC (Avrupa Sivil Havacılık Konferansı'na üye olan 44 ülke) ülkelerinin büyüme beklentisi %3,7'dir.**

| Eurocontrol ECAC üye ülkelere göre 2024 - 2030 büyüme tahminleri | | | |
|--|----------------|-------------|---------------|
| | Yüksek senaryo | Baz senaryo | Düşük senaryo |
| 2019 | . | 0.8% | . |
| 2020 | . | -55.0% | . |
| 2021 | . | 25.0% | . |
| 2022 | . | 48.0% | . |
| 2023 | . | 9.8% | . |
| 2024 | 5.8% | 5.1% | 4.5% |
| 2025 | 5.2% | 3.7% | 1.8% |
| 2026 | 4.0% | 2.1% | 0.2% |
| 2027 | 3.5% | 2.1% | 0.5% |
| 2028 | 3.5% | 2.3% | 0.7% |
| 2029 | 2.6% | 1.7% | 0.1% |
| 2030 | 2.8% | 1.7% | 0.2% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

| Eurocontrol Türkiye 2023 - 2030 büyüme tahminleri | | | |
|---|----------------|-------------|---------------|
| | Yüksek senaryo | Baz senaryo | Düşük senaryo |
| 2019 | . | 1.1% | . |
| 2020 | . | -55.0% | . |
| 2021 | . | 46.0% | . |
| 2022 | . | 38.0% | . |
| 2023 | . | 18.0% | . |
| 2024 | 4.8% | 4.4% | 3.9% |
| 2025 | 5.6% | 4.1% | 2.4% |
| 2026 | 5.6% | 3.4% | 1.2% |
| 2027 | 5.0% | 3.2% | 1.3% |
| 2028 | 5.2% | 3.4% | 1.5% |
| 2029 | 4.4% | 2.9% | 1.0% |
| 2030 | 4.7% | 3.1% | 1.2% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

- Özetleyecek olursak, «*var olan ve hala devam eden*» büyüme dinamikleri doğrultusunda, enflasyon muhasebesinin yarattığı kafa karışıklığını barındırmayan havacılık sektörünün 2025 yılında da ön planda olmasını bekliyoruz. Model Portföyümüzde Pegasus, TAV Havalimanları ve Hitit Bilgisayar'ı, Döngüsel Portföyümüzde ise Türk Hava Yolları'nı taşımaya devam ediyoruz.

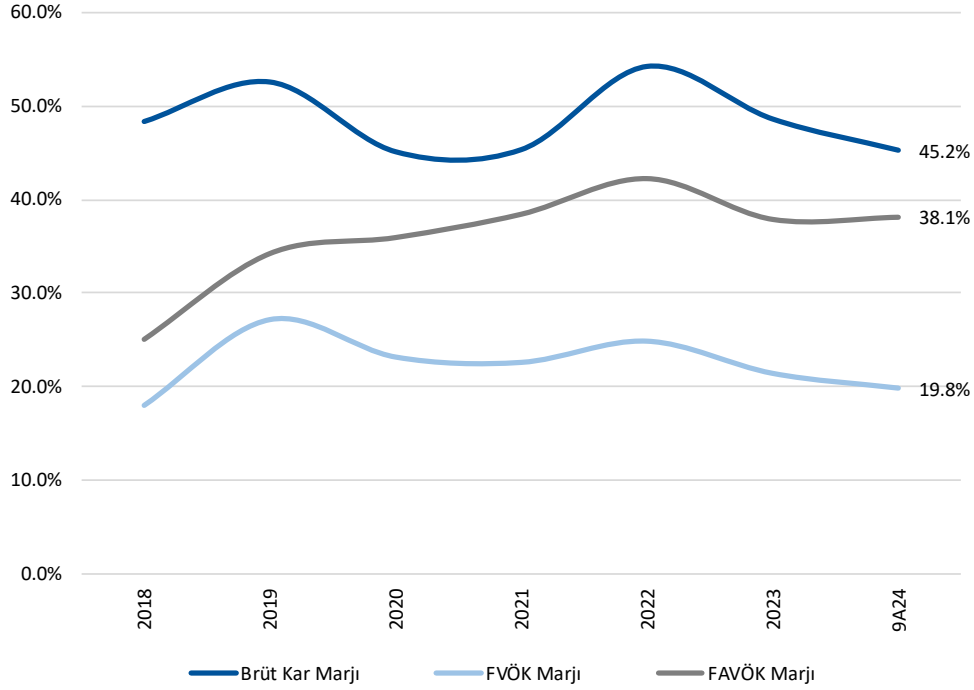
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| HTTBT | 73.50 | AL | 12,528 | 355 | 113% | 62% | 52.72 | 33.48 | 6.46 |
| PGSUS | 362.50 | AL | 109,300 | 3,098 | 60% | 22% | 4.71 | 7.31 | 1.45 |
| TAVHL | 460.00 | AL | 100,266 | 2,842 | 155% | 94% | 11.41 | 8.52 | 1.65 |
| THYAO | 454.00 | AL | 405,030 | 11,482 | 23% | -7% | 2.22 | 5.26 | 0.65 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

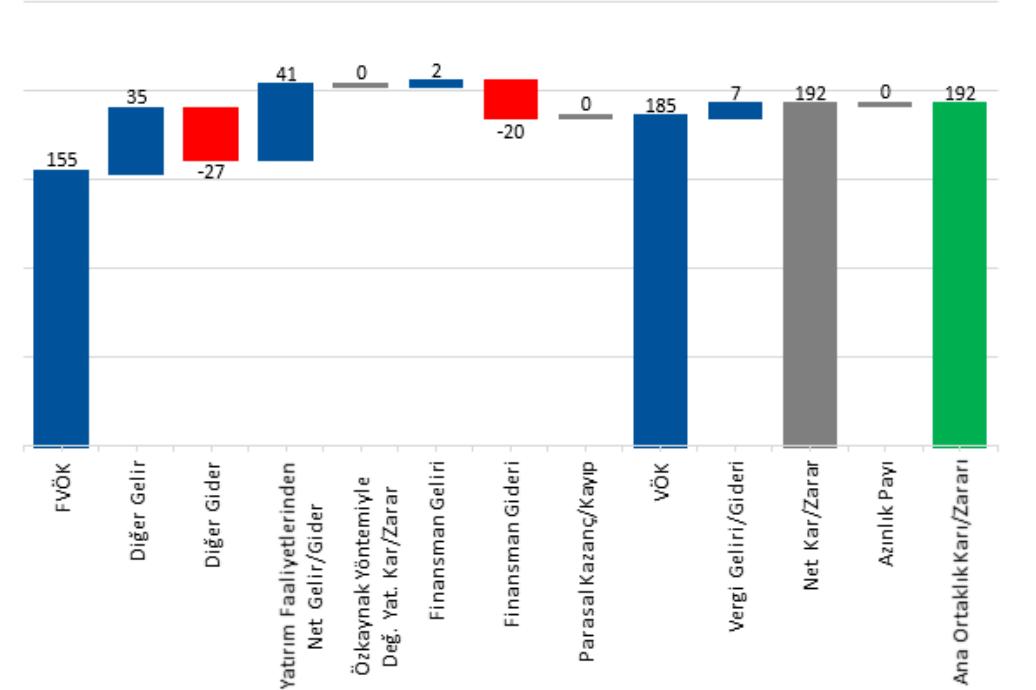
Hitit Bilgisayar

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

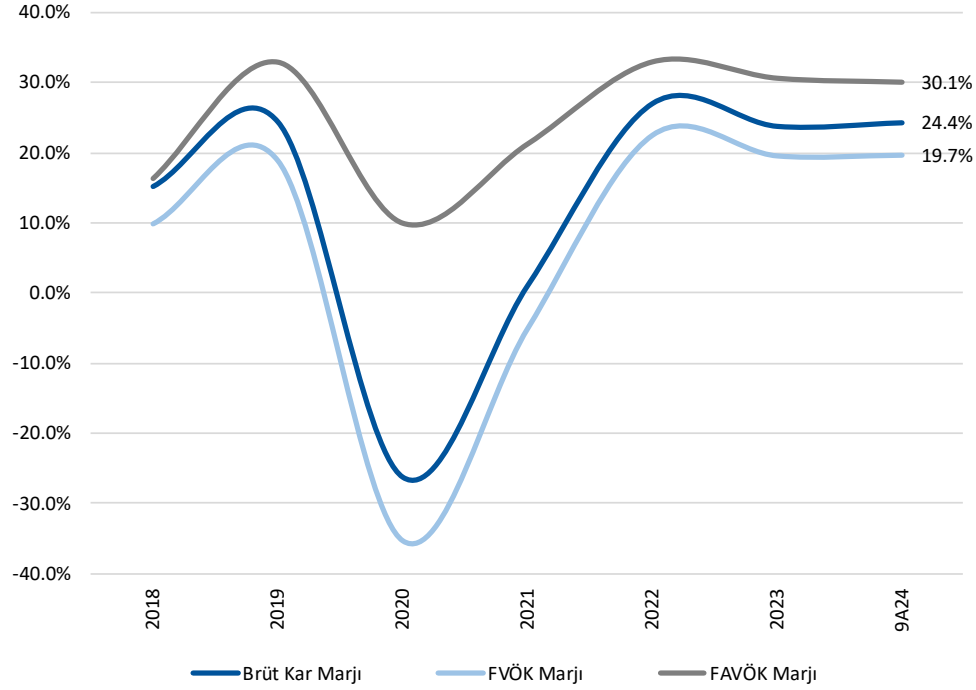
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

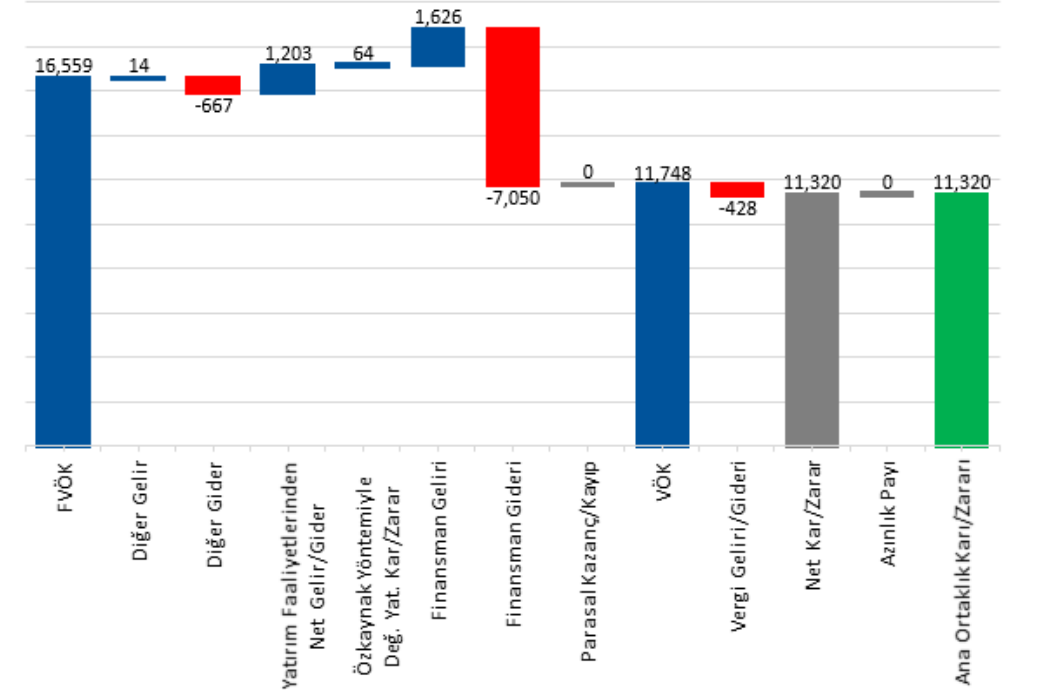
Pegasus

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

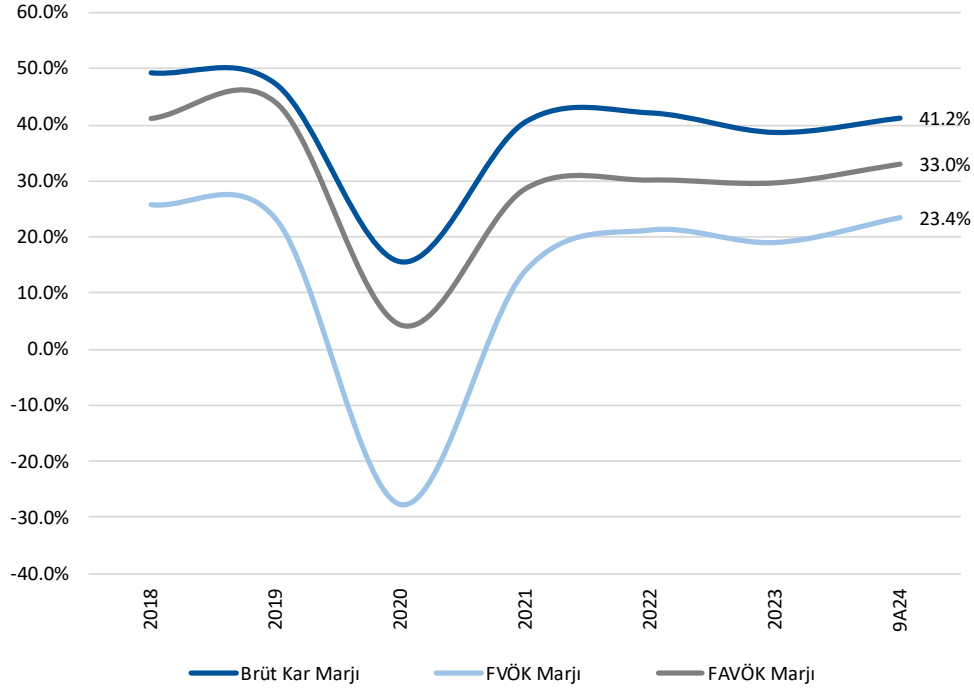
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

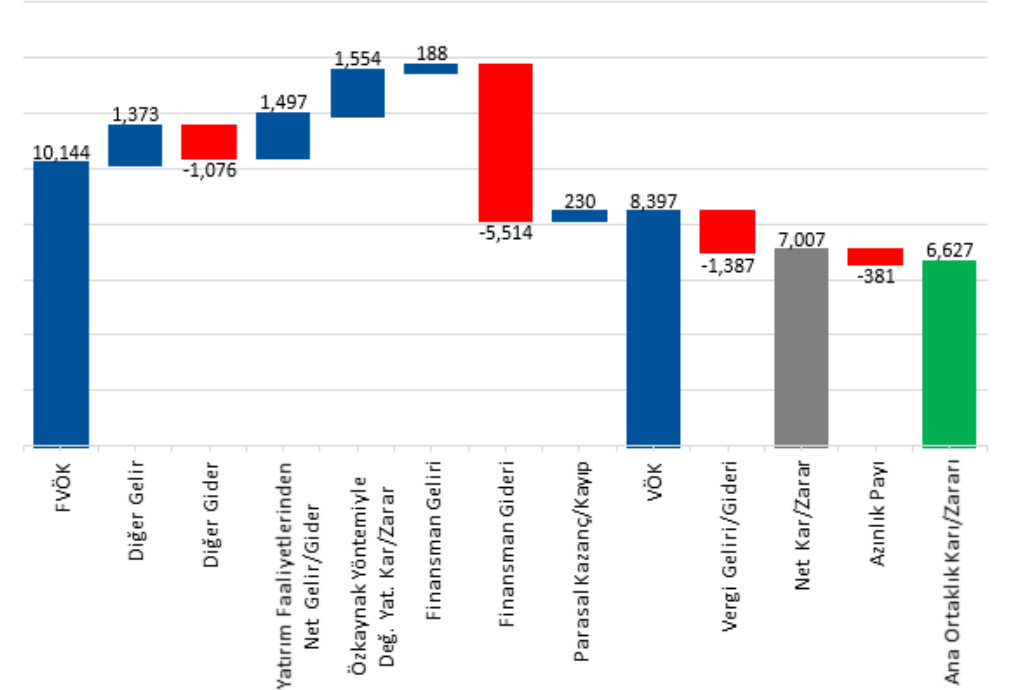
TAV Havalimanları

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

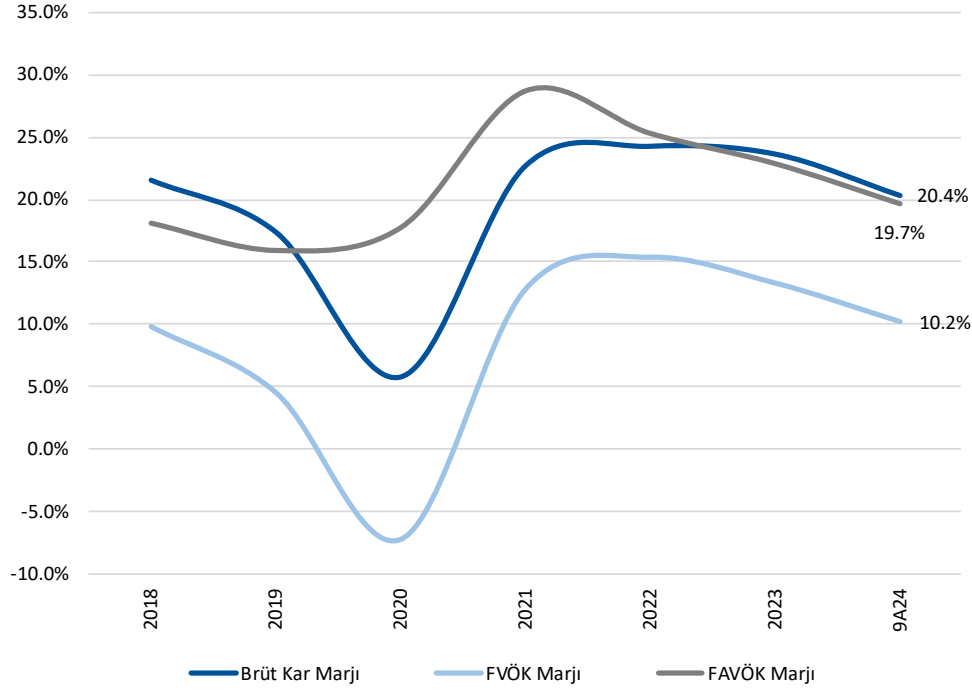
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

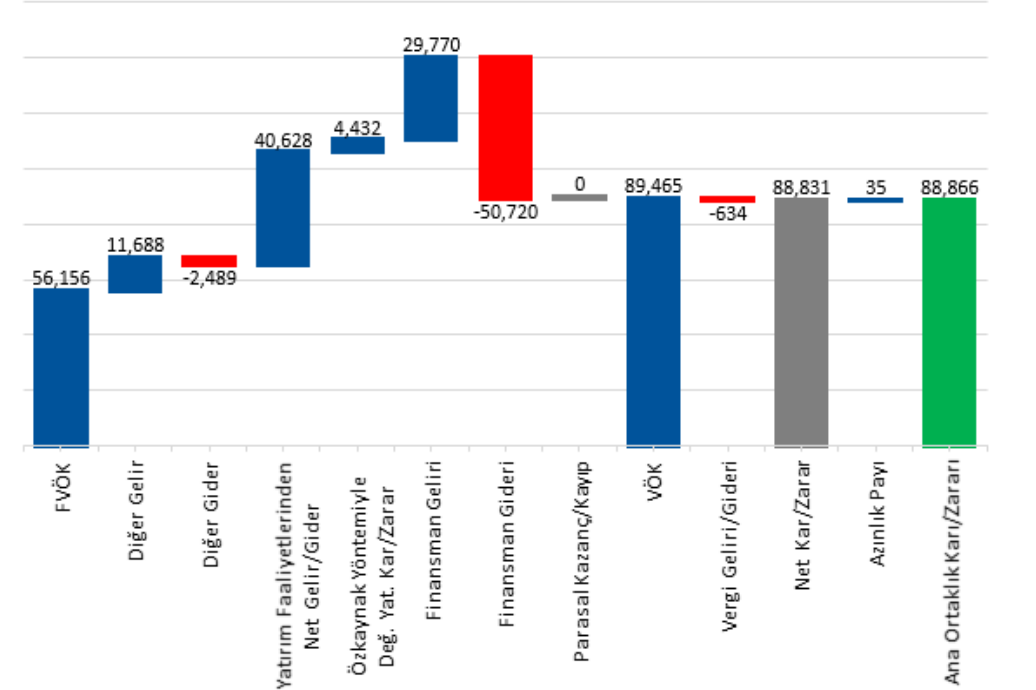
Türk Hava Yolları

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Holdingle

- Araştırma kapsamımızda bulunan holdingler Şişecam haricinde nominal bazda pozitif performans sergilemesine karşılık relatif performans anlamında benzer durumu söz konusu değil. **Enka İnşaat, Sabancı Holding ve Tekfen Holding** hariç diğer holdingler BIST 100 endeksinin altında performans gösterdi.
- **Alarko Holding, 2024 yılını zayıf relatif performans ile tamamlayan holdinglerden biri oldu. Enerji işkolu payının azaltılma stratejisine ek olarak gıda, tarım, havacılık ve enerji depolama gibi alanlardaki yeni yatırımları ile ön plana çıkacağını düşünmemize karşılık ortakların hisse satışları ve özellikle enerji işkolu üzerinden enflasyon muhasebesinin olumsuz etkileri nedeniyle baskılanma gözlemledik.** 9A24 döneminde özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan elde edilen kardaki azalış nedeniyle %97 net kar daralması kaydeden Şirket, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %22 altında performans gösterdi. Önümüzdeki dönem kapsamında enerji ve turizm alanında devam eden yatırımlar ile tarım ve gıda işkolundaki yeni yatırımlar ve artan katkısının Alarko Holding açısından yakından takip edileceği düşüncesindeyiz.
- **Doğan Holding'i ortaya koyduğu hedefleri doğrultusunda temel olarak beğenirken, 2024 yılında beklediğimiz performansı göremedik.** Ancak, devam eden büyüme hikayesi dolayısıyla 2025 yılında da Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. 2024 yılında satın alınan, ancak henüz finansal tablolarında etkisini gösteremediğimiz, madencilik segmenti, 2025 yılının odak noktası konumunda. 2025 yıl sonunda, madencilik tarafının 80-100 milyon USD satış geliri ve 35-40 milyon USD FAVÖK elde etmesi planlanmaktadır. Zorlu 2024 yılından sonra Holding, grup şirketlerinin her birini 1 milyar USD değerlemeye ulaştırma ana hedefini ise korumaya devam etmektedir.
- **Enka İnşaat, hem nominal hem de relatif performans olarak yılı güçlü geçirdi. Hem 2024 Strateji raporumuz hem de paylaştığımız bilanço notlarımızda, Enka İnşaat'ın güçlü bilanço yapısı ve net nakit pozisyonu ile güvenli liman olarak tercih edilebileceği şeklindeki düşüncemizi paylaşıyorduk. Bu anlamda, Şirket, beklentilerimizle uyumlu yılı tamamladı.** 9A24 döneminde özellikle inşaat işkolunun katkısıyla %40 FAVÖK ve %73 net kar büyümesi kaydeden Şirket, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %14 üzerinde performans gösterdi. 2025 yılı için Rusya-Ukrayna ilişkilerine yönelik gelişmeler, inşaat işkolunda bakiye siparişlerdeki (backlog) büyümenin devamı ve enerji işkolunda yapımı devam eden santrallerin önemli olacağını tahmin ederken, güçlü bilanço yapısı ve net nakit pozisyonu dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.

Holdingle

- Koç Holding, 2024 yılını BIST 100 endeksine yakın performans ile tamamladı. Kurumsallık anlayışı, çeşitlendirilmiş portföy yapısı ve devam eden iskontosu eşliğinde tercih edilebileceğini düşünürken, güçlü bilanço yapısı ve Ford Otosan tarafındaki yatırımlar gibi destekleyici unsurlar karşısında Arçelik ve Tofaş tarafındaki zayıf sonuçlar nedeniyle KCHOL hisselerinin düşüncelerimize kıyasla ılımlı şekilde zayıf kalmasına neden oldu. 9A24 döneminde enflasyon muhasebesi nedeniyle oluşan parasal kayıp kaynaklı geçen yılın aksine net zarar kaydederken, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %1 altında performans gösterdi. 2025 yılında, otomotiv işkolu ve Tüpraş tarafında devam eden yatırımlar, Arçelik'te operasyonel performansın gelişimi ve sağlık alanında atılan adımların yansımalarının Koç Holding açısından önemli olacağı düşüncesindeyiz. Ayrıca, sağlık alanındaki yatırımların devam etmesini beklerken, Holding, yurt dışında regülasyon riski düşük sektörlerde fırsatları da değerlendirmektedir. **Koç Holding'in güncel net aktif değer tablosunu sonraki sayfalarda görebilirsiniz.**
- 2023 yılında başlatılan stratejik dönüşüm kapsamında önemli adımlar atan **Tekfen Holding, kritik ve değerli bir yılı geride bıraktı.** Dönüşüm kapsamında, 500'ü aşkın kadroyu kalıcı olarak kapatırken, gelir üretmeyen varlıkların satışı ile 33 milyon ABD dolarına yakın kaynak oluşturdu. **Revize edilen finansal yapı ile 2028 itibarıyla konsolide 2,3 milyar USD ciroya ve %14 FAVÖK marjına ulaşmayı hedeflemesini önemli bulmaktayız.** Her ne kadar önerimiz "TUT" yönünde olsa da atılan adımların finansallara sağlayacağı katkıyı yakından takip ediyoruz ve yıl içerisinde gereken durumda öneri ve hedef fiyatımızı revize etmekten her zaman olduğu üzere çekinmeyeceğiz. Şirket ile ilgili haber akışı ve finansalların seyrinde biraz daha sabırlı ve gözlemleyici konumda yer almak istiyoruz.
- Sabancı Holding, yılı hem nominal hem de relatif performans olarak olumlu tamamladı. **Paylaştığımız notlarda, Sabancı Holding'in yüksek net aktif değer (NAD) iskontosu, orta vadeli hedefleri, yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımları ve kesintisiz temettü ödemesi eşliğinde öne çıkabileceği şeklindeki düşüncelerimizi belirtiyorduk. Bu anlamda, Holding beklentilerimizle uyumlu yılı tamamladı.** 9A24 döneminde enflasyon muhasebesinin olumsuz etkileri nedeniyle geçen yılın aksine net zarar kaydetmesine rağmen Akbank tarafındaki güçlü hisse performansı ve hızlanarak devam eden yatırımları beraberinde 2024 yılında BIST 100 endeksinin %25 üzerinde performans gösterdi. 2025 yılı için Türkiye ve ABD'de devam eden yenilenebilir enerji yatırımları, banka işkolunun yanı sıra hayat ve emeklilik ile hayat dışı sigorta alanlarındaki hedefleri, veri merkezi alanındaki yeni yatırım planları ile mobilite çözümleri ve malzeme teknolojileri işkollarındaki büyüme hamlelerinin belirleyici olacağını tahmin ediyoruz. Holding'i orta vadeli hedefleri dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz. **Sabancı Holding'in güncel net aktif değer tablosunu sonraki sayfalarda görebilirsiniz.**

Holdingle

- 2024 yılında, durgun talebin fiyatların enflasyona göre ayarlama esnekliğini sınırlandırması dolayısıyla fiyatlama kaynaklı satış gelirlerindeki düşüş gördüğümüz Şişecam, maliyetler tarafında da yılı negatif ayrılarak tamamladı. Zayıf fiyatlama, yüksek enflasyon ortamında artan direkt işçilik maliyetleri ile direkt malzeme ve genel üretim giderlerindeki artış ve TÜFE endeksindeki değişime kıyasla daha düşük TL değer kaybının uluslararası operasyonların sonuçlarının TL'ye çevrilmesindeki sınırlayıcı etkisi olması maliyetler üzerinde baskı yaratan ana unsurlar olarak karşımıza çıktı. **2024 yılında beklentilerimizden çok daha zayıf finansallar açıklaması ve yine beklentimizin ötesinde zorluklarla karşılaşması nedeniyle önerimizi «TUT» olarak revize etmiştik.** 2025 yılına geldiğimizde ise var olan zorlukların Şirket finansalları üzerinde etkili olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.
- Bu gelişmeler çerçevesinde, 2024 yılındaki performanslarının ardından 2025 yılı için de cazip seviyelerde bulunduğunu düşündüğümüz ve uzun vadede hikayesinin beğenmeye devam ettiğimiz **Doğan Holding'i Döngüsel Portföy, Sabancı Holding'i de Model Portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz.**

| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| ALARK | 140.00 | AL | 41,282 | 1,170 | 2% | -22% | 8.34 | | 0.75 |
| DOHOL | 21.00 | AL | 38,705 | 1,097 | 31% | 0% | 11.69 | | 0.64 |
| ENKAI | 74.00 | AL | 299,400 | 8,487 | 50% | 14% | 12.32 | 10.07 | 1.14 |
| KCHOL | 298.80 | AL | 470,916 | 13,349 | 31% | -1% | 10.86 | | 0.92 |
| TKFEN | 73.10 | TUT | 24,994 | 709 | 95% | 48% | 20.60 | 38.73 | 0.86 |
| SAHOL | 153.30 | AL | 215,919 | 6,121 | 64% | 25% | 30.48 | | 0.79 |
| SISE | 52.30 | TUT | 128,287 | 3,637 | -8% | -30% | 6.94 | 15.31 | 0.72 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Koç Holding net aktif değer tablosu

| Segment | Değerleme Yöntemi | Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı | Toplam Değer (mn TL) | Holding Payı | mn TL | % of NAD |
|--|-------------------|-------------------------------------|----------------------|--------------|----------------|--------------|
| Otomotiv | | | | | | |
| Tofaş | Piyasa Değeri | 206.10 | 103,050 | 37.62% | 38,767 | 6.5% |
| Ford Otosan | Piyasa Değeri | 944.00 | 331,259 | 38.65% | 128,032 | 21.5% |
| Otokar | Piyasa Değeri | 477.25 | 57,270 | 47.38% | 27,135 | 4.6% |
| Türk Traktör | Piyasa Değeri | 710.00 | 71,047 | 37.50% | 26,643 | 4.5% |
| Otokoç | Defter Değeri | 1.00 | 38,515 | 96.32% | 37,098 | 6.2% |
| TOPLAM | | | | | 257,674 | 43.4% |
| Dayanıklı Tüketim | | | | | | |
| Arçelik | Piyasa Değeri | 145.20 | 98,116 | 41.43% | 40,649 | 6.8% |
| Arçelik LG Klima | Defter Değeri | 1.00 | 1,463 | 5.00% | 73 | 0.0% |
| TOPLAM | | | | | 40,722 | 6.9% |
| Gıda & Perakende | | | | | | |
| Koçtaş | Defter Değeri | 1.00 | 1,199 | 37.22% | 446 | 0.1% |
| Düzey | Defter Değeri | 1.00 | 261 | 76.72% | 200 | 0.0% |
| TOPLAM | | | | | 647 | 0.1% |
| Finans | | | | | | |
| Yapı Kredi Bank | Piyasa Değeri | 31.18 | 263,379 | 54.83% | 144,411 | 24.3% |
| Koç Finans | Defter Değeri | 1.00 | 1,624 | 50.00% | 812 | 0.1% |
| TOPLAM | | | | | 145,223 | 24.4% |
| Enerji | | | | | | |
| Tüpraş | Piyasa Değeri | 146.40 | 282,083 | 42.07% | 118,672 | 20.0% |
| Aygaz | Piyasa Değeri | 168.70 | 37,080 | 40.68% | 15,084 | 2.5% |
| TOPLAM | | | | | 133,757 | 22.5% |
| Turizm | | | | | | |
| Altinyunus Çeşme | Piyasa Değeri | 532.50 | 13,313 | 30.00% | 3,994 | 0.7% |
| Marmaris Altinyunus | Piyasa Değeri | 852.00 | 5,936 | 50.00% | 2,968 | 0.5% |
| Setur | Defter Değeri | 1.00 | 3,255 | 24.11% | 785 | 0.1% |
| TOPLAM | | | | | 7,747 | 1.3% |
| Diğer | | | | | | |
| Koç Sistem | Defter Değeri | 1.00 | 3,120 | 48.36% | 1,509 | 0.3% |
| Diğer* | Defter Değeri | | | | 6,881 | 1.2% |
| TOPLAM | | | | | 8,390 | 1.4% |
| TOPLAM | | | | | | |
| Halka Açık | | | | | 546,355 | 84.9% |
| Halka Açık Olmayan | | | | | 47,804 | 7.4% |
| Net Nakit | | | | | 37,875 | 5.9% |
| Sabit Kıymetler** | | | | | 11,607 | 1.8% |
| Net Aktif Değer (mn TL) | | | | | 643,641 | |
| Koç Holding Piyasa Değeri (mn TL) | | | | | 470,916 | |
| İskonto/Prim | | | | | -27% | |
| Hisse Fiyatı | | | | | 185.70 | |

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* Diğer şirketler; Bilkom, Divan, Marina/Ayvalık, Marina/Tek-Art Kalamış, Ram Dış Ticaret, RMK Marine, Token, Zer, Wat ve Sendeo şirketlerini içermektedir.

** Net nakit pozisyonuna EYAŞ, Ford Otosan ve Türk Traktör'den alınacak toplam 8.813 milyon TL tutarıdaki temettüleri de eklenmiştir.

*** Koç Finansal Hizmetler'in Aygaz bünyesinden çıkarılarak Koç Holding bünyesinde birleştirilmesi işlemi amacıyla yapılan değerlendirme sonucu baz alınmıştır.

Sabancı Holding net aktif değer tablosu

| Segment | Değerleme Yöntemi | Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı | Toplam Değer (mn TL) | Holding Payı | mn TL | % of NAD |
|--|-------------------------------|-------------------------------------|----------------------|--------------|----------------|--------------|
| Banka ve Finansal Hizmetler | | | | | | |
| Akbank | Piyasa Değeri | 64.75 | 336,700 | 40.75% | 137,205 | 39.7% |
| Aksigorta | Piyasa Değeri | 7.32 | 11,800 | 36.00% | 4,248 | 1.2% |
| Agesa | Piyasa Değeri | 137.00 | 24,660 | 40.00% | 9,864 | 2.9% |
| TOPLAM | | | | | 151,317 | 43.8% |
| Sanayi | | | | | | |
| Brisa | Piyasa Değeri | 89.90 | 27,430 | 43.63% | 11,968 | 3.5% |
| Kordsa | Piyasa Değeri | 75.25 | 14,638 | 71.11% | 10,409 | 3.0% |
| TOPLAM | | | | | 22,377 | 6.5% |
| Gıda & Perakende | | | | | | |
| Carrefoursa | Piyasa Değeri | 107.00 | 13,672 | 57.12% | 7,809 | 2.3% |
| TOPLAM | | | | | 7,809 | 2.3% |
| Dijital | | | | | | |
| Teknosa | Piyasa Değeri | 40.12 | 8,064 | 50.00% | 4,032 | 1.2% |
| DxBV | Defter Değeri | 1.00 | 3,596 | 100.00% | 3,596 | 1.0% |
| TOPLAM | | | | | 7,628 | 2.2% |
| Yapı Malzemeleri | | | | | | |
| Açansa | Piyasa Değeri | 180.60 | 34,575 | 39.72% | 13,733 | 4.0% |
| Çimsa | Piyasa Değeri | 45.42 | 42,949 | 54.54% | 23,424 | 6.8% |
| TOPLAM | | | | | 37,158 | 10.8% |
| Enerji | | | | | | |
| Enerjisa Üretim | Defter Değeri | 1.00 | 117,000 | 50.00% | 58,500 | 16.9% |
| Enerjisa Enerji | Piyasa Değeri | 61.50 | 72,636 | 40.00% | 29,054 | 8.4% |
| TOPLAM | | | | | 87,554 | 25.4% |
| Diğer | | | | | | |
| Diğer* | | | | | | |
| TUA | Defter Değeri | 1.00 | 6,698 | 50.00% | 3,349 | 1.0% |
| Sabancı İklim Teknolojileri | Düzeltilmiş Defter Değeri | 1.00 | 16,323 | 100.00% | 16,323 | 4.7% |
| Sabancı Building Solutions | Düzeltilmiş Net Varlık Değeri | 1.00 | 9,519 | 31.69% | 3,017 | 0.9% |
| Diğer** | Defter Değeri | 1.00 | 8,673 | 100.00% | 8,673 | 2.5% |
| TOPLAM | | | | | 31,362 | 9.1% |
| TOPLAM | | | | | | |
| | | | | | 345,205 | |
| Halka Açık | | | | | 251,747 | 70.4% |
| Halka Açık Olmayan | | | | | 93,458 | 26.1% |
| Net Nakit | | | | | 12,200 | 3.4% |
| Net Aktif Değer (mn TL) | | | | | 357,405 | |
| Sabancı Holding Piyasa Değeri (mn TL) | | | | | 215,919 | |
| İskonto/Prim | | | | | -40% | |
| Hisse Fiyatı | | | | | 102.80 | |

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* Diğer segmentinin altında yer alan şirketlerin defter değerlerine, yatırımcı sunumunda belirtilen halka açık olmayan iştiraklerin değeri (holding payına ait) ile dönem sonu döviz kurunun çarpılması ile ulaşılmıştır.

** Diğer halka açık olmayan şirketlere Tursa, AEO, TMA, SabancıDx ve Exsa dahildir.

İlaç & tıbbi malzeme sektörü

- İlaç sektörü, defansif ve regülasyona bağlı bir sektör olarak öne çıkmaktadır. 2024 yılının ilk çeyreğine **Düzeltilmiş Avro Değeri (DAD)** güncellemesi ile başlayan sektör, güçlü marjlarla çalışarak karlılığını optimize etti. Bununla birlikte, ikinci çeyrekte stok karı elde edilememesi sebebiyle marjlar düşüş gösterdi. Temmuz ayında DAD tarafında güncelleme gelmezken, Ekim ayının sonuna doğru DAD %23,5 artırılarak 17,55 TL'den 21,67 TL'ye yükseltildi. **Bu sebeple, ürün portföyü DAD ile güçlü ilişkisi bulunan sektör paydaşlarının, örneğin SELEC, son çeyrekte operasyonel verimliliği güçlü sonuçlanacaktır.** Diğer taraftan, NPP ilaçlara yönelik yapılan ve bu ilaçların teminindeki bürokratik işlemlerin azaltılmasını amaçlayan düzenlemeler ile birlikte süreçlerin hızlanacak olmasının **GENIL**'i olumlu yönde etkileyeceğini değerlendirmekteyiz.
- Kasım 2024'e ait güncel sayısal verileri kutu ve TL bazında incelediğimizde, 294.166 milyon TL değerinde 2.337 milyon adet ilaç kutusu, 10.798 milyon TL değerinde 148 milyon adet özel tıbbi amaçlı gıda ve 10.223 milyon TL değerinde 80 milyon adet sağlık ürünleri sektöre katkıda bulundu. **Toplamda 2023 yılının aynı dönemine kıyasla kutu bazında %2,8 düşüş ve TL bazında %55 artış yaşandı.** Yurt içinde imal edilen ilaçlar kutu bazında %2,5 azalış, TL bazında %52,3 artış gösterirken, ithal ilaçlar kutu bazında %5,8 azalış, TL bazında ise %58,8 artış gösterdi.
- 2025 yılına, 2024'ün son çeyreğinde yapılan fiyatlama ve operasyonel düzenlemelerle halihazırda sektörün güçlü çeyrekleri (1Ç ve 4Ç) için destekleyici bir ortamda başlıyoruz. Bununla birlikte, ürün portföyü DAD'a dayalı olan sektör paydaşları için 2025 yılında yeni bir DAD düzeltmesi yapılmama ihtimali risk yaratmaktadır.** Bu sebeple, sektörden ziyade sektör paydaşlarına yoğunlaşmak önümüzdeki dönem için yatırım tercihlerinde daha kritik olabilir. DAD ile uyumlu ama sektör lideri olan & bu sene bunu daha da pekiştirme gayretinde olacağını düşündüğümüz **SELEC**, operasyonlarını ağırlıklı olarak spot Euro kuru ile gerçekleştiren & özellikle NPP ilaçlarda öne çıkan **GENIL** ve üretim kapasitesini yaklaşık 2x artıran, dikey entegrasyonla operasyonel verimliliğinde artış öngörüp bunun etkilerini önümüzdeki sene finansallarında görmeyi beklediğimiz **MEDTR** bu kriterlere göre ayrışabilme özelliklerine sahipler. **Diğer taraftan, temel olarak beğendiğimiz bu şirketlerin fiyatlama bakımından 2024 yılında güçlü performans gösterdiklerini ve dolayısıyla 2025 yılına güçlü zeminde girdiklerini göz önünde bulundurmak zorundayız. Bu nedenle, ilerleyen dönemde piyasalarda gelişebilecek yatırım temalarına göre, olası sektör/hisse rotasyonlarında, Araştırma kapsamımızdaki bu şirketlerin daha fazla fırsat sunabileceğini düşünüyoruz.**

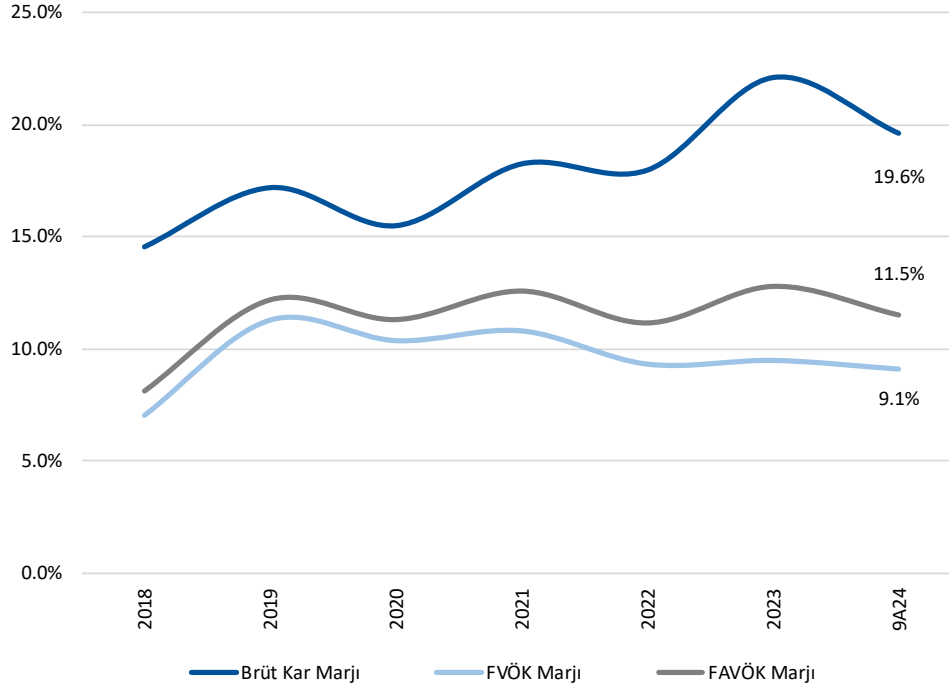
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| GENIL | 104.00 | TUT | 34,440 | 976 | 160% | 98% | 47.73 | 20.21 | 5.38 |
| MEDTR | 68.90 | AL | 6,129 | 174 | 91% | 45% | 44.46 | 15.47 | 2.95 |
| SELEC | 85.00 | TUT | 51,978 | 1,473 | 30% | -1% | 39.03 | 9.07 | 2.50 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

*Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

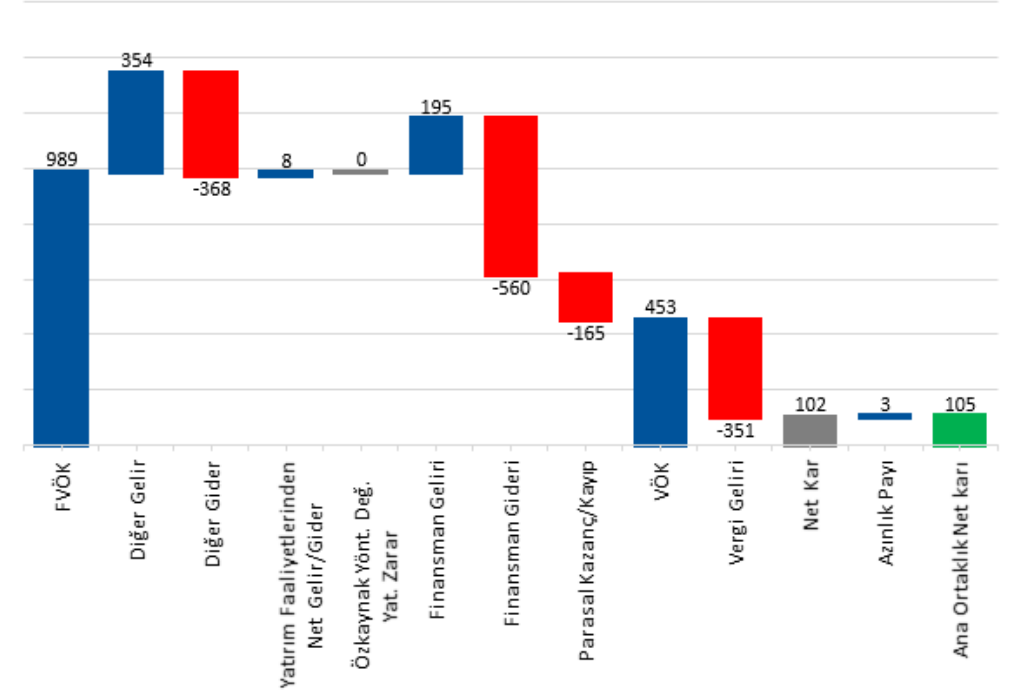
Gen İlaç

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

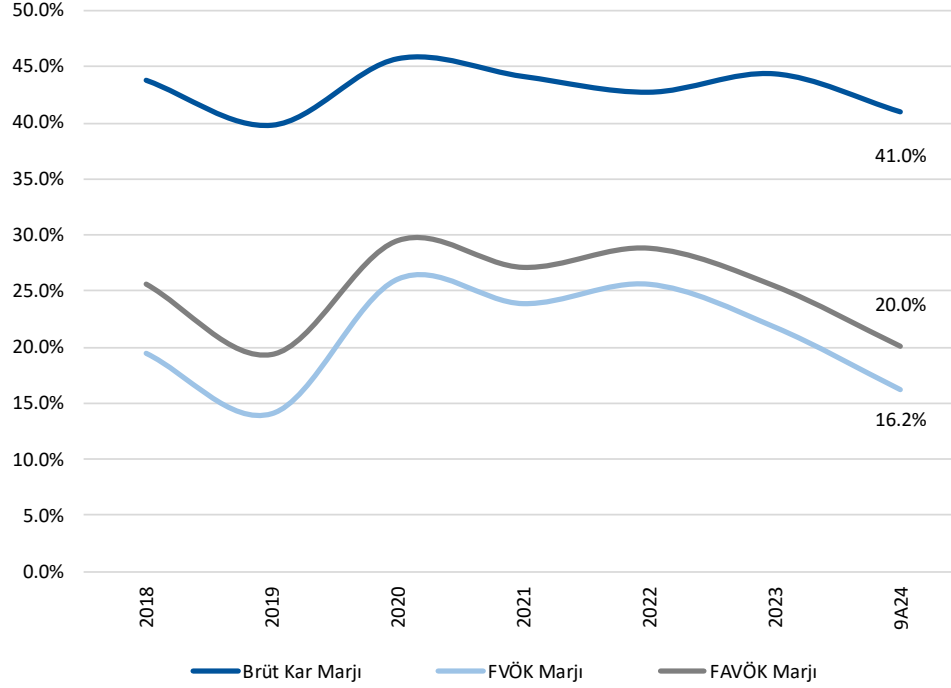
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

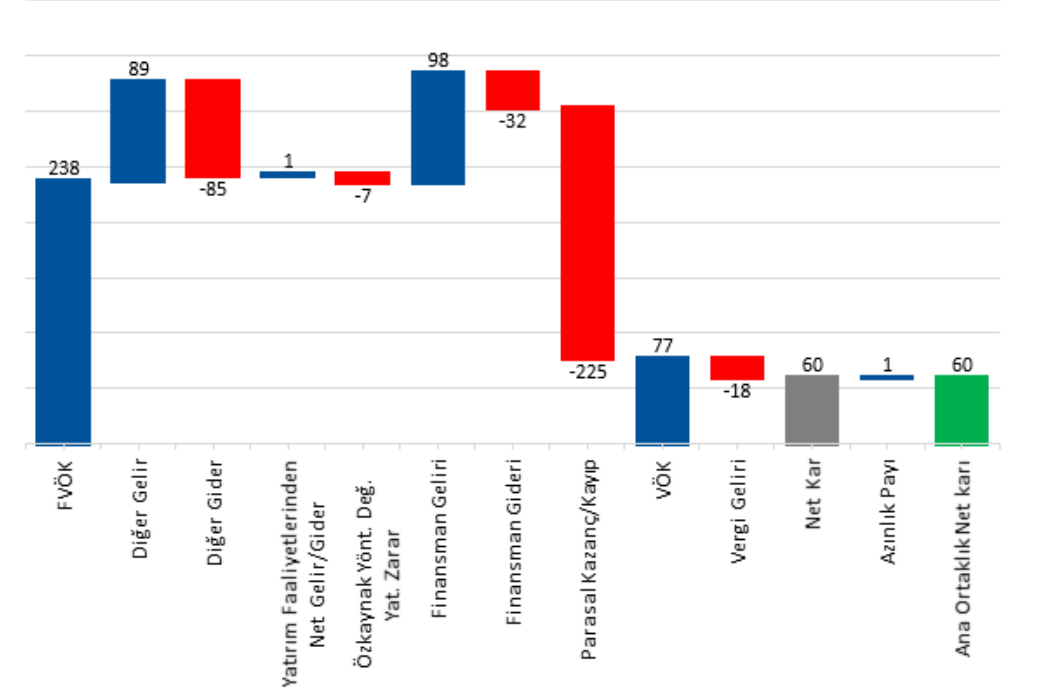
Meditera Tıbbi Malzeme

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

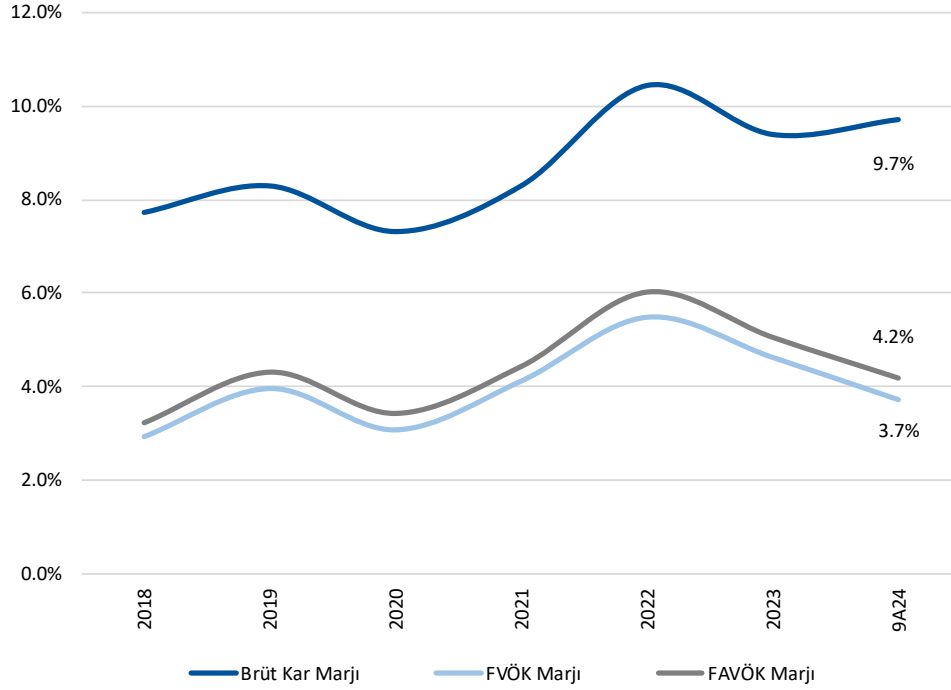
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

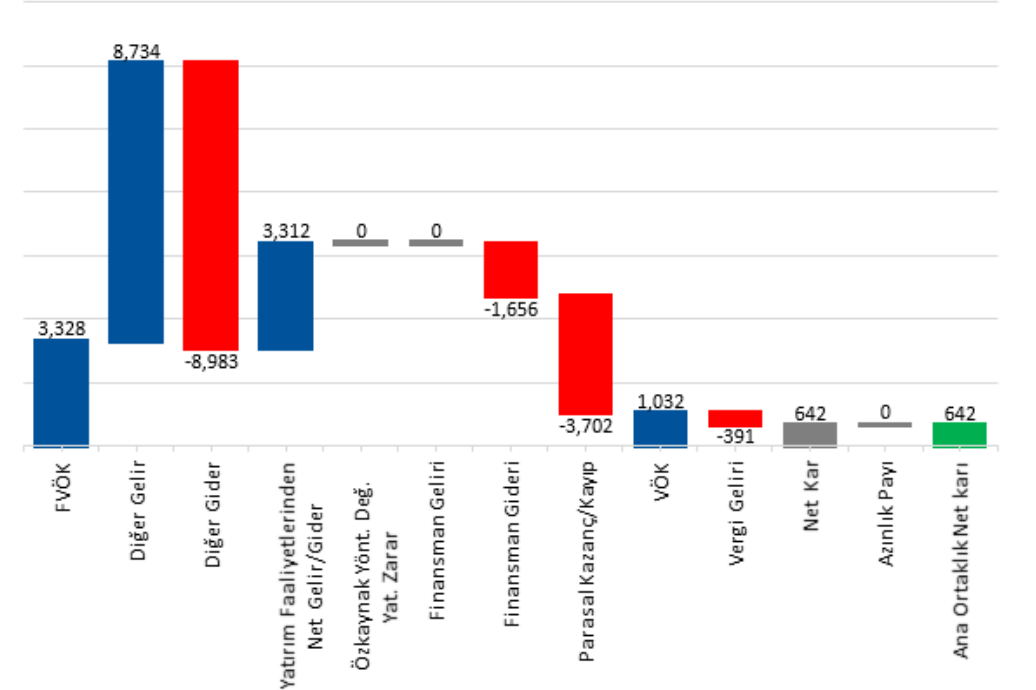
Selçuk Ecza Deposu

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Kimya sektörü

- Kimya Sektörü, birçok alt ve üst sektöre girdi vermesi nedeniyle çok geniş bir pazar olarak ele alınmalıdır. **TİM tarafından en son açıklanan 2024 yıl sonu tarihli veri setini incelediğimizde, kimyevi maddeler ve mamüllerin ihracatı USD bazında geçen sene aynı döneme kıyasla %1 artış yaşanarak 30,8 milyar USD olarak gerçekleştirildi.** Bununla birlikte, kg bazında %1 düzeyinde düşüş görüldü. Diğer taraftan, piyasa cephesini incelediğimizde, güncel durumda 44 şirketin yer aldığı XKMYA endeksi 2024 yılında YBB nominal olarak %1 artış göstererek ana endeksin oldukça altında kaldı. Piyasa katılımcıları tarafından sektörün tercih edilmemesinde sıkı ekonomik koşullar nedeniyle talep-arz tarafındaki belirsizliklerin öne çıkması ve enflasyon muhasebesinin, özellikle stokla çalışan sektör katılımcıları açısından, olumsuz etkilerinin belirleyici olduğunu değerlendirmekteyiz.
- *Burada özel parantezi de **KMPUR** için açmak isteriz. Şirket, yıl içerisinde Döngüsel Portföyümüze eklediğimiz ve eklediğimiz dönemde de değerlemesi açısından cazip getiri fırsatı sunan konumdaydı. Ayrıca, Şirket, halihazırda kapasite artışına giderken, ek olarak, Ravago'nun ilgili operasyonlarını kendi bünyesine uygun finansman koşulları ile katıp büyüme yönünde hikaye sunmuştur. Bununla birlikte, maalesef, Şirket'in, 2024'te, girdi sağladığı sektörlerdeki talep daralmaları, enflasyon muhasebesinin yatırımcı algısı üzerindeki olumsuz etkisi ve finansman giderlerindeki artışın etkisiyle piyasa tarafından tercih edilmemesini anlıyoruz. Fakat, temel açıdan baktığımızda 2024 yılında nominal %-34'lük ve relatif %-50'lik performansın hangi nedenden kaynaklandığını açıklayamıyoruz. Gün sonunda elbette piyasa işlemlerine saygı duymak dışında yapabileceğimiz bir şey bulunmuyor.*
- 2025 yılında sektör için beklentilerimizde en çok önem verdiğimiz etkenlerin makro ekonomik koşullar etrafında şekilleneceğini değerlendirmekteyiz. **Ekonomik aktivitenin yılın ikinci yarısında hızlanması, sektör için katalizör olabilir ve yatırımcıların (kurumsal/bireysel) geride kalan XKMYA için rotasyon yapmalarına imkan yaratabilir.** Bununla birlikte, sektörün birden fazla pazara girdi sağlaması sebebiyle, diğer sektörlerin kendi içsel gelişmelerinden hem pozitif hem de negatif anlamda etkilenme riski bulunmaktadır. Diğer taraftan, jeopolitik riskleri de bir diğer güçlü etken olarak değerlendiriyoruz.
- **Kimteks Poliüretan'ı**, bulunduğu sektörde globalde ilk 10'a girme hedefiyle yaptığı yatırımlar ile birlikte kapasite artışına giderken pazar payını artırması ve ihracat odaklı büyümesi noktasında orta-uzun vadede hala beğeniyoruz. Potasyum sülfatın katkısında artış ve kağıt işkolunda devam eden yatırım sürecine karşılık enflasyon muhasebesinin olumsuz etkileri ve sektördeki zayıflığın **Alkim Kimya** açısından sınırlayıcı unsurlar olduğunu öngörüyoruz. Sektördeki lider konumu ile ön plana çıkan **Aksa Akrilik** için ise tekstil sektöründe devam eden zorlukların yakından takip edilmesi gerektiği düşüncesindeyiz. **Petkim** tarafında 2024'ün son çeyreğinde ve 2025 yılının ilk yarısında da zayıf finansal sonuçlar beklerken, 2025 yılında planlanan yatırımları dikkatle takip ediyor olacağız.

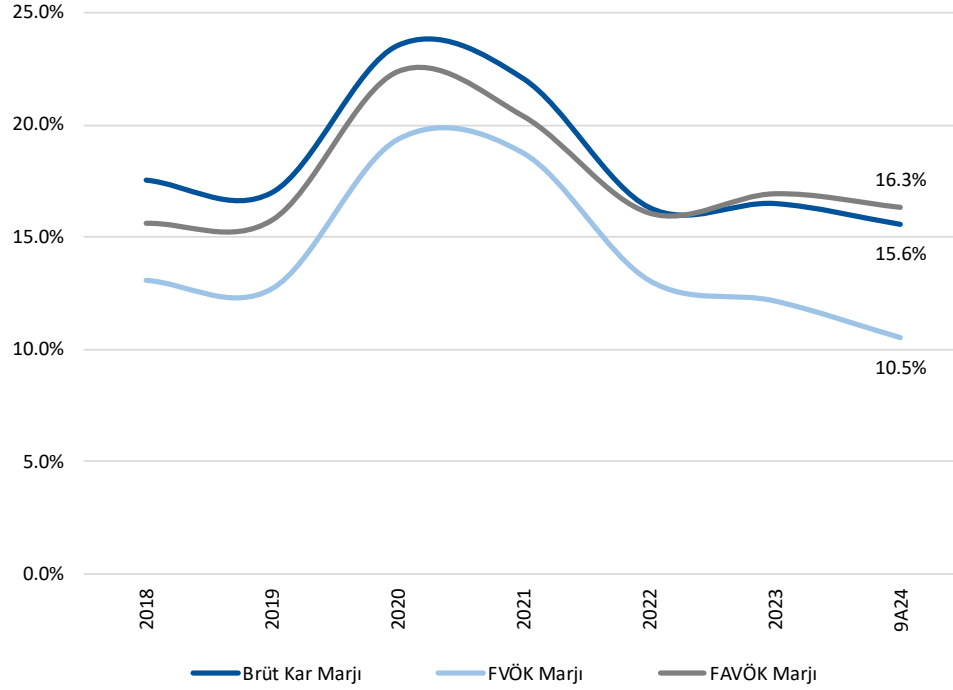
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| AKSA | 14.50 | TUT | 45,455 | 1,289 | 59% | 21% | 13.49 | 9.67 | 2.06 |
| ALKIM | 24.50 | TUT | 5,841 | 166 | 12% | -15% | 14.67 | 12.76 | 1.72 |
| KMPUR | 33.00 | AL | 9,437 | 268 | -34% | -50% | --- | 7.86 | 3.24 |
| PETKM | 22.00 | TUT | 47,393 | 1,343 | -1% | -24% | 2.44 | --- | 0.77 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

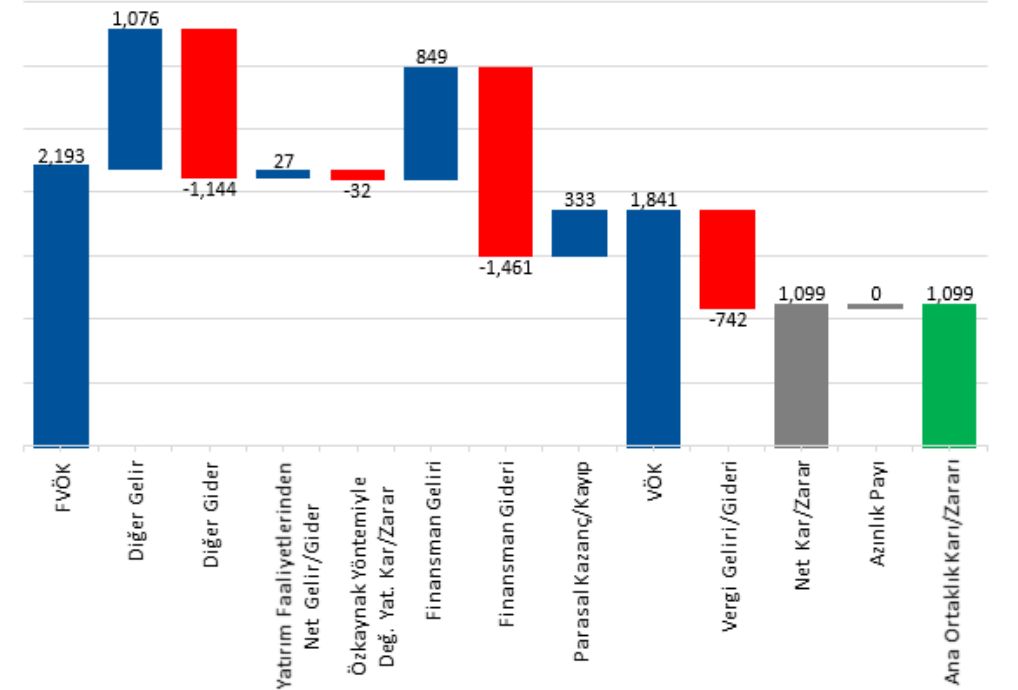
Akxa

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

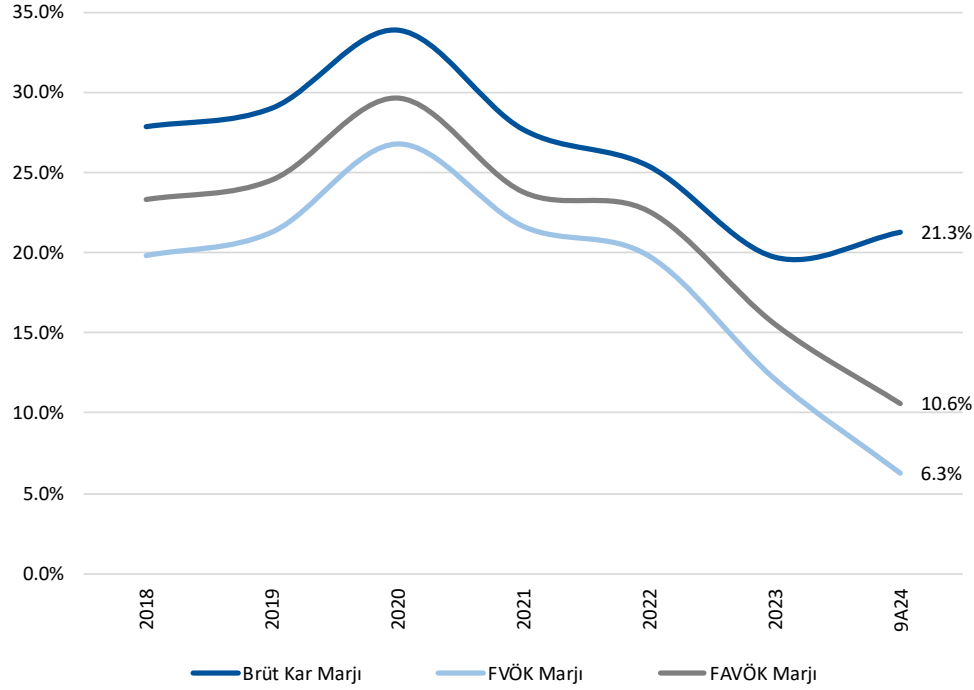
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

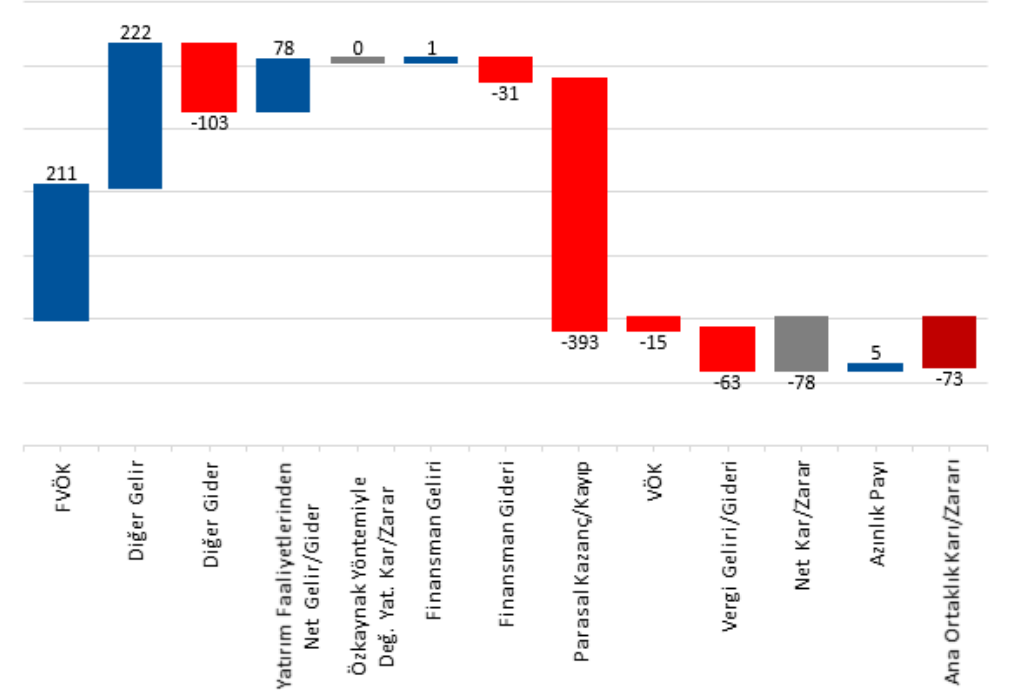
Alkim Kimya

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

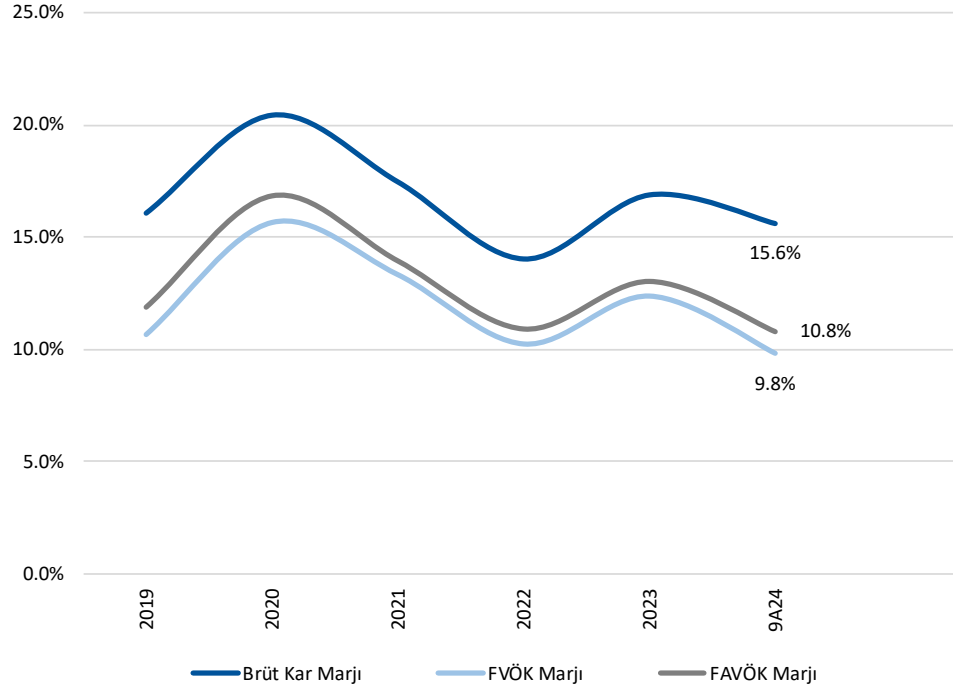
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

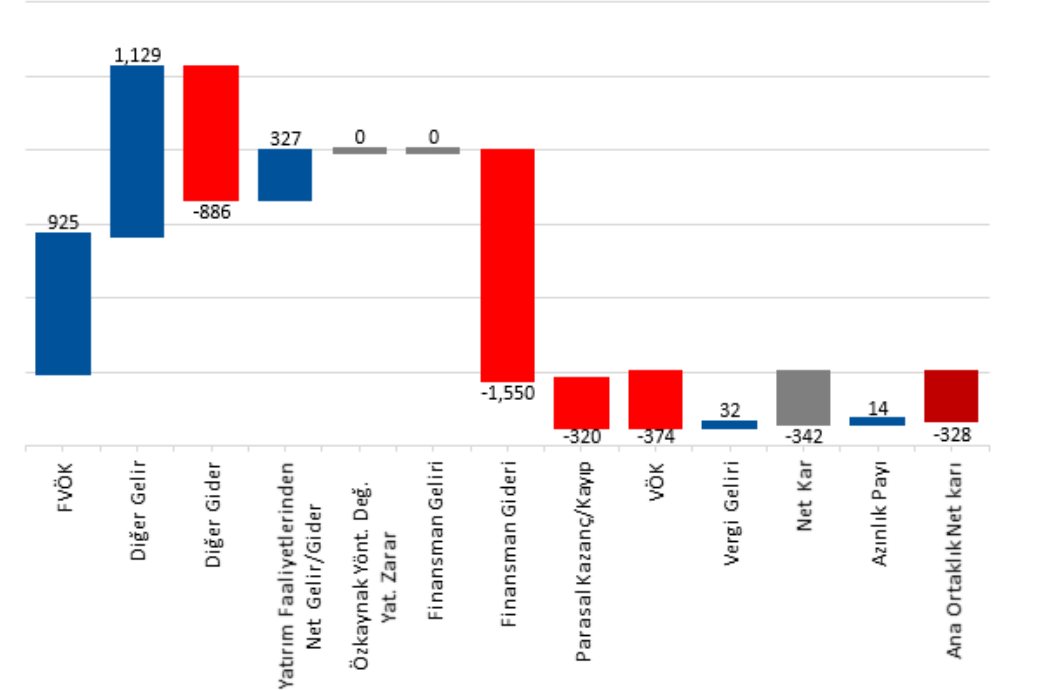
Kimteks Poliüretan

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

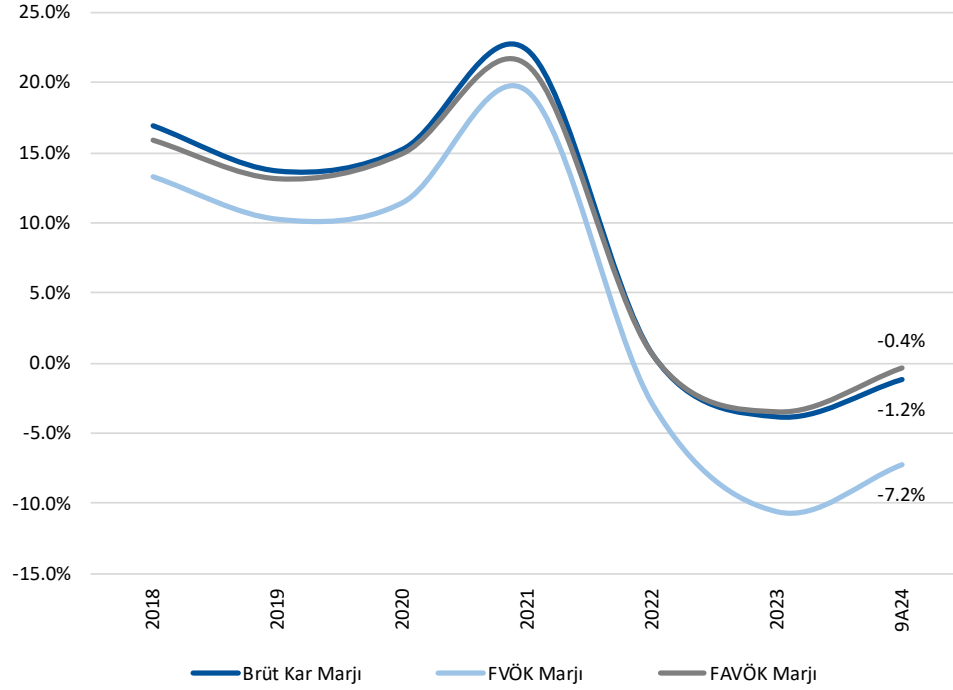
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

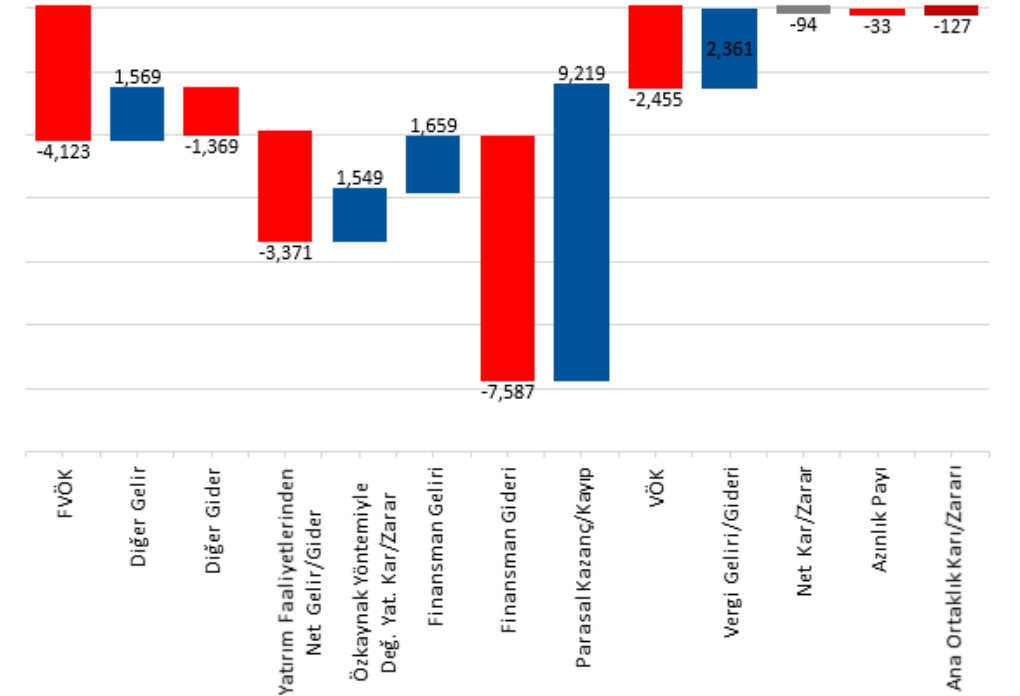
Petkim Petrokimya

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Otomotiv sektörü

- Yarı iletken arzı sorunları 2022 ve 2023 yıllarında yüksek otomotiv fiyatlarının temelini oluşturan en önemli bileşendi. 2023 yılının ikinci yarısından itibaren yarı iletken tedarikinde iyileşme görülmeye başlanması, yarı iletken tedarikini ana konu olmaktan çıkarttı. 2023 yılında şirketler, var olan yüksek talebin gücüyle fiyatlama stratejilerinde oldukça başarı gösterirken, kur hareketleri paralelinde enflasyona yenilmeyen aktif fiyatlama gerçekleştirdiler. Bu da yüksek enflasyon ortamına rağmen operasyonel karlılıkta oldukça güçlü performanslar görmemizi sağlamıştı. 2024 yılında ise tüm stratejilerinin terse döndüğünü gördük.
- Hatırlayacak olursak, 2024 yılı Strateji Raporumuzda otomotiv sektörü için yer alan beklentilerimiz:
 - i. artan faiz dönemi ve otomotiv satışları arasındaki ilişki doğrultusunda otomotiv sektörünün %30 daralması,
 - ii. operasyonel karlılık tarafında daralma olması,
 - iii. 2024 yılında elektrikli araç pazar payının %10'un üzerine çıkması,
 - iv. otomotiv sektörü şirketlerinin temettü ödemeleri ile ön planda olması yönündeydi.
- **2024 yılı, araç satış rakamları hariç, beklentilerimizle oldukça paralel ekseninde gerçekleşti:**
 - i. ODMD verilerine göre, otomotiv satışları 2024 yılını, geçen yıla kıyasla %0,5 artarak 1.238.509 araçla tamamladı. Sektör beklentimizde yaşadığımız sapmanın temellerini, engelli vatandaşlara yapılan ÖTV muafiyeti ve GSR-II-B güvenlik regülasyonu öncesi yapılan kampanyalar oluşturdu.
 - ii. 2024 yılında, Araştırma kapsamımızda yer alan otomotiv şirketlerinin operasyonel karlılığında daralma gözlemlendiğini bilanço notlarımızda fazlasıyla işledik. 9A24 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre, esas faaliyet kar marjlarına baktığımızda; Doğu Otomotiv'in 9.3, Tofaş'ta 8.3 ve Ford Otosan'da 5.6 puanlık daralma gösterdiğini görmekteyiz.
 - iii. Elektrikli araç pazar payı %10,7 olarak gerçekleşti.
 - iv. Temettü verimliliği sıralamasında, Doğu Otomotiv %16,68 temettü verimliliği ilk ilk sırada, Tofaş %7,91 ile sekizinci sırada yer aldı. Ford Otosan %5,13 ile beklentimizin altında kaldı. Ancak, bedelsiz sermaye artırımı başvurusu ile beklentimize yakınsamış oldu.
- Üretim ve ihracat verilerine bakacak olursak; 11A24 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre, **toplam otomotiv üretimi %8,9, otomobil üretimi ise %7,3 oranında azaldı.** Bu dönemde, toplam üretim 1.359.258 adet, otomobil üretimi ise 898.777 adet düzeyinde gerçekleşti. **İhracat tarafında ise bu dönemde, toplam otomotiv ihracatı %1,3, otomobil ihracatı ise %1,2 oranında azaldı.** Toplam ihracat 1.007.594 adet, otomobil ihracatı ise 655.111 adet düzeyinde gerçekleşti.

Otomotiv sektörü

- 2024 yılında rüzgarın terse döndüğünü gördüğümüz otomotiv sektöründe peki, 2025 yılında neler bekliyoruz?
 - I. İç tüketimde devam eden yavaşlama ve 2024 yılında çeşitli nedenler dolayısıyla görmediğimiz zayıflamanın etkilerini 2025 yılında görmeyi bekliyoruz. Ancak, 2024 yılındaki beklentimiz kadar agresif değiliz. Araç satışlarının, 2025 yılında 1 milyon bandında olmasını öngörüyoruz. Araç satış rakamlarında elektrik araçların önemli rol oynayacağını düşünüyoruz.
 - II. Operasyonel zayıflamanın devam etmesini bekliyoruz. 2024 yılında operasyonel karlılığı etkileyen faktörlerin, 2025 yılında da devam etmesini öngörüyoruz. Bunların en üst sırasında da güçlü TL yer alırken, artan rekabetin de fiyatlamaalarda önemli rol oynayacağını düşünüyoruz.
 - III. Otomotiv sektörü şirketlerinin 2025 yılında temettü ödemeleri ile ön planda olmasını bekliyoruz. Araştırma kapsamımızda yer alan otomotiv şirketleri, operasyonel karlılıklarına ek olarak net kar tarafında da güçlü sonuçlar açıkladılar. Tarihsel geçmişlerine baktığımızda; Ford Otosan 21 yıldır, Tofaş 20 yıldır kesintisiz şekilde temettü ödemesi gerçekleştirirken, Doğu Otomotiv son 20 yılda 15 kez temettü ödemesi ile karşımıza çıkmaktadır. Son kapanış verilerine göre, 2025 yılında Doğu Otomotiv, Ford Otosan, Tofaş ve için temettü verimliliği tahminlerimiz sırasıyla %9,9, %4,7 ve %1,1 işaret etmekte.
- 2024 yılında olduğu gibi, sektör tarafında umutlu tarafta yer almasak da, 2025 yılında da Ford Otosan'ın sektörden pozitif ayrışacağını düşünüyoruz. Sektörde daralma beklerken, Ford Otosan'ın üretim hattına kattığı Volkswagen 1 tonluk ticari araç modeli, hem üretim hem de satış rakamlarının artmasının temelini oluşturacaktır. Avrupa'nın en büyük ticari araç üreticisi olması, operasyonel zayıflamanın görece az görülmüş olması ve yatırımcı psikolojisinde etkili olan –finansal etkisi nötr- bedelsiz sermaye artırımını da 2025 yılının hikâyelerini destekleyecektir.
- FCA–PSA birleşmesiyle pazar payını neredeyse 2 katına çıkarabilecek olmasıyla Tofaş tarafında, 2024 yılına her ne kadar «AL» önerisiyle başlamış olsak da, ilk yarıyıl finansal sonuçları ardından, Ağustos ayında, beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler dolayısıyla önerimizi «TUT» olarak revize etmiştik. Ekim ayına geldiğimizde ise Tofaş tarafında Rekabet Kurumu'nun, devralmaya yönelik verilen taahhütler yeterli görmedi yönündeki haberleri sonrasında sürecin devam ettiği yönündeki haberleri takip ettik. Bugün hem FCA hem de PCA satışlarında yaşanan daralma dolayısıyla elde edilecek pazar payının %30'lar seviyesine gerilemesine ek olarak birleşme sürecinde devam eden belirsizlik ve 2025 yılında Egea üretimin bitecek olması dolayısıyla önerimizde değişiklik yapmıyoruz. Üretim hattına yeni dahil olacak modeller ve K0 üretimini 2025 yılında yakın takip ediyor olacağız. Temettü tahminimizi en kötü senaryoya göre belirlediğimizi, dolayısıyla temettü ödemesinin beklentimizin üstünde olma olasılığının göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

Otomotiv sektörü

- Enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisini hem gelir tablosu hem de özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımları üzerinde gördüğümüz **Doğuş Otomotiv**, 2024 yılını beklentimizin üzerinde araç satış rakamlarıyla tamamdı. Ancak, karlılık tarafında ise beklentimizin altında performans gösterdi. **2025 yılında, artan ürün gamı sayesinde, araç satışlarının 2024 yılı paralelinde olmasını beklerken, karlılık tarafında baskının devam edeceğini düşünüyoruz.**
- Otomotiv sektörü altında yer verdiğimiz **KORDS** için, **2024 yılına geri dönüş hikayesini yakalamak adına umutla başlamıştık. 2024 yılında, lastik segmentinde artan rekabetin etkilerinin devam etmesi, kompozit tarafında karlılığı yüksek sektörlerin payının artmaması ve EURUSD paritesi gibi farklı sebepler, Şirket finansalları üzerinde baskı oluşturmaya devam etti ve finansallar üzerinde beklediğimiz geri dönüş hikayesini oluşturamadı.** Dolayısıyla **KORDS**, hisse performansı açısından da kötü bir yılı geride bırakmış oldu. **2025 yılına geldiğimizde ise rekabet etkilerinin devam etmesi ve güçlü USD hikayesi dolayısıyla finansallarında fark yaratacak toparlanmayı henüz öngörmüyoruz.** Amerika tarafında, yerel üreticileri destekleyecek vergiler geri dönüş için sinyal olacaktır.
- **BRISA** tarafında 2024 yılında, tüketici talebi kaynaklı büyüme görürken, ticari tarafın zayıf kaldığını takip ettik. Son çeyrekte daha güçlü sonuçlar görmeyi beklerken, **2025 yılında tüketici talebinde benzer seyir, ticari tarafta ise toparlanma olmasını öngörüyoruz. 2024'te alınmaya başlanan aksiyonların, 2025 yılında net işletme sermayesinde iyileşme sağlamasını bekliyoruz.**
- 2023'teki rekor operasyonel yılın ardından 2024'te normalleşmenin görüldüğü traktör pazarındaki lider konumu, Erenler Fabrikası'na yapacağı yatırım ile maliyet & operasyonel etkinliği artırmayı planlaması **TTRAK** için, ticari araçlar piyasasındaki etkinliğine ek olarak, askeri araçlar segmentinde Romanya'dan alınan ihalenin finansallarına pozitif yansımaları **OTKAR** için takip edilecek başlıklardır.

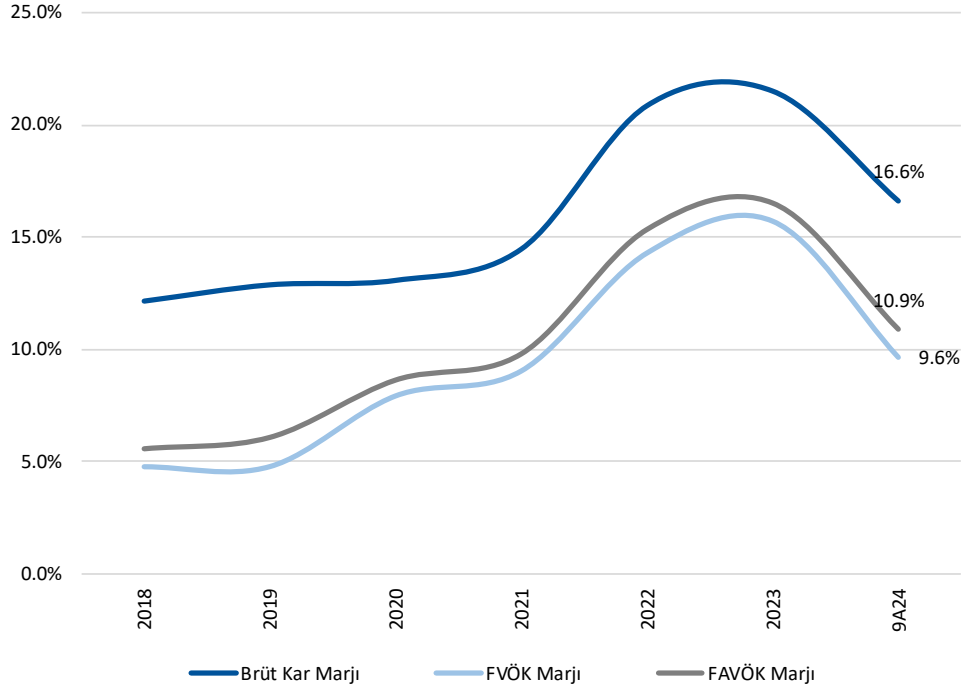
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|--------|-----------|--------|
| BRISA | 124.20 | AL | 27,430 | 778 | 21% | -8% | 7.42 | 6.47 | 1.57 |
| DOAS | 266.60 | TUT | 44,440 | 1,260 | -12% | -33% | 4.26 | 3.20 | 0.87 |
| FROTO | 1600.00 | AL | 331,259 | 9,390 | 33% | 1% | 6.49 | 12.17 | 3.27 |
| KORDS | 90.60 | TUT | 14,638 | 415 | -8% | -30% | --- | 14.21 | 1.04 |
| OTKAR | 633.60 | TUT | 57,270 | 1,623 | 15% | -12% | 140.19 | 73.63 | 6.90 |
| TOASO | 255.00 | TUT | 103,050 | 2,921 | 5% | -20% | 8.57 | 6.63 | 2.34 |
| TTRAK | 1050.00 | AL | 71,047 | 2,014 | 17% | -11% | 7.33 | 5.23 | 3.84 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

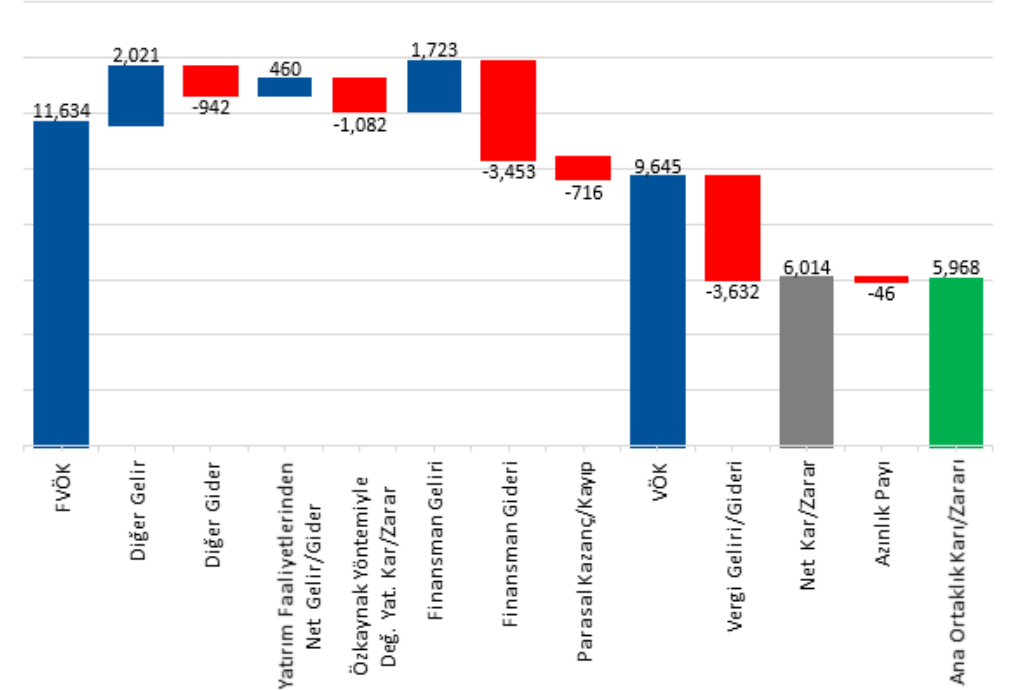
Doğuş Otomotiv

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

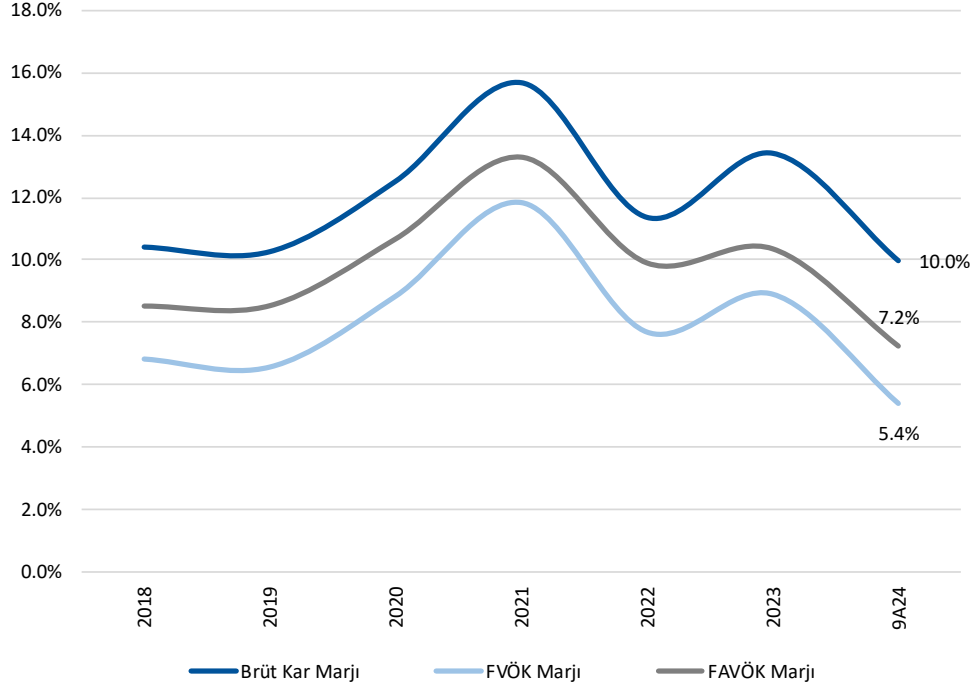
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

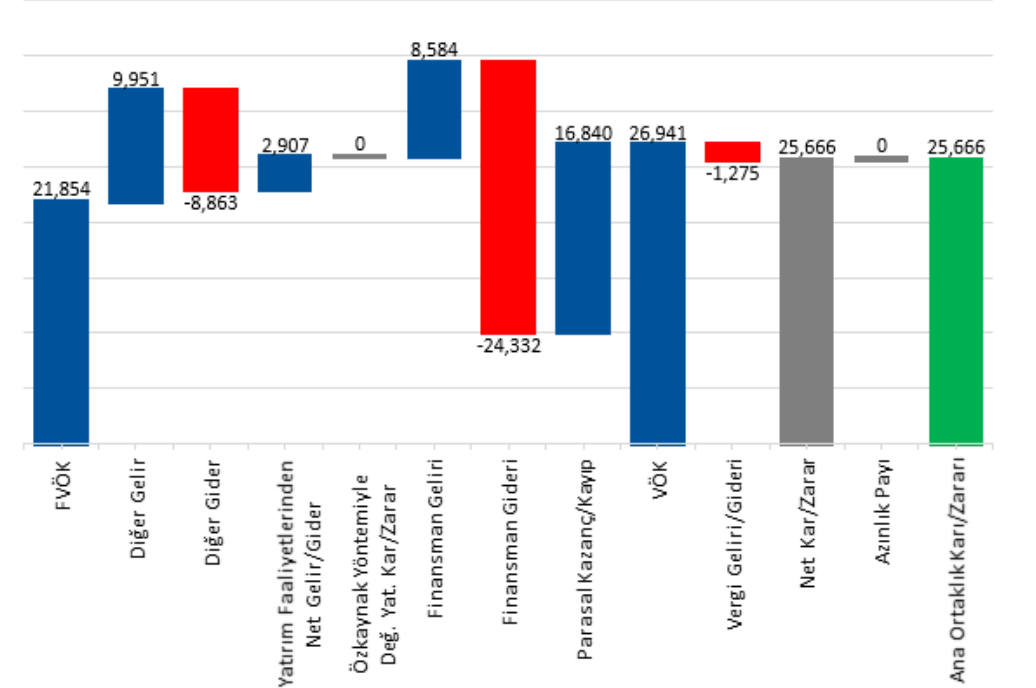
Ford Otomotiv Sanayi

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

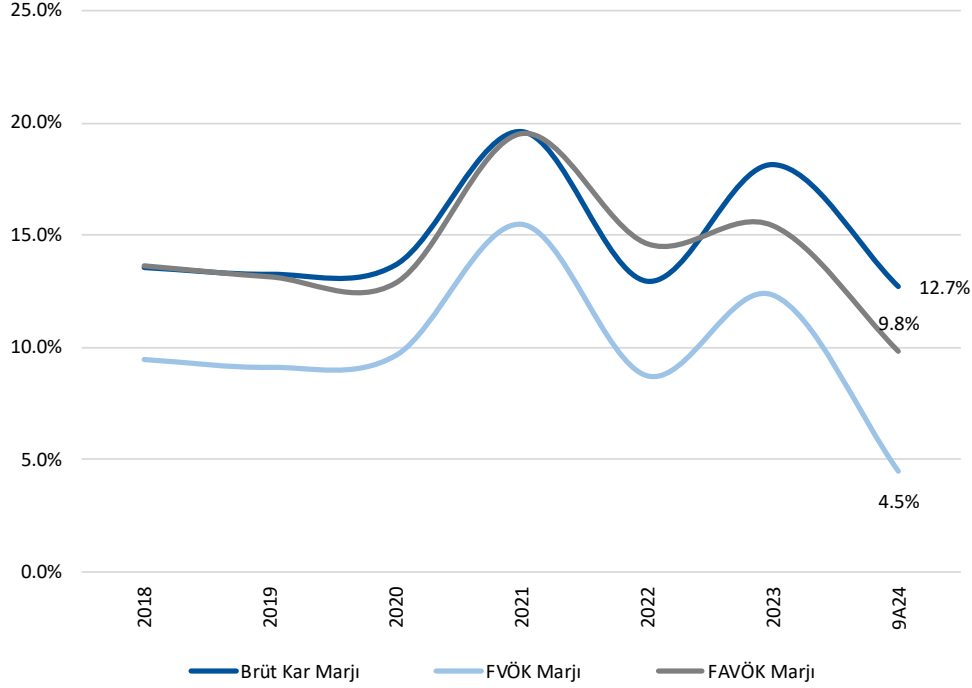
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

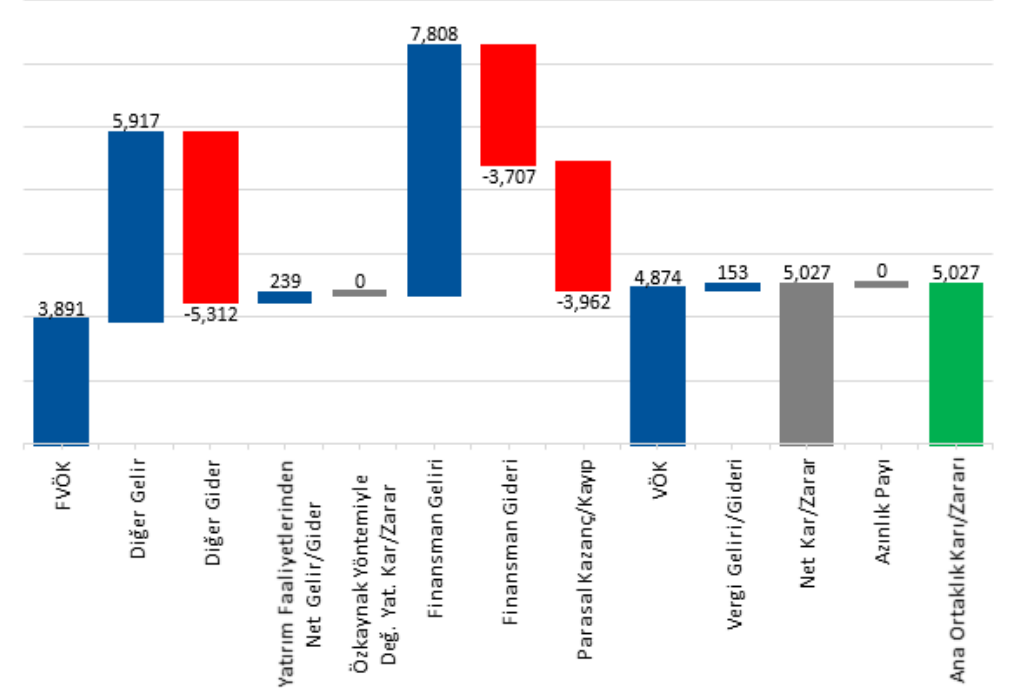
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

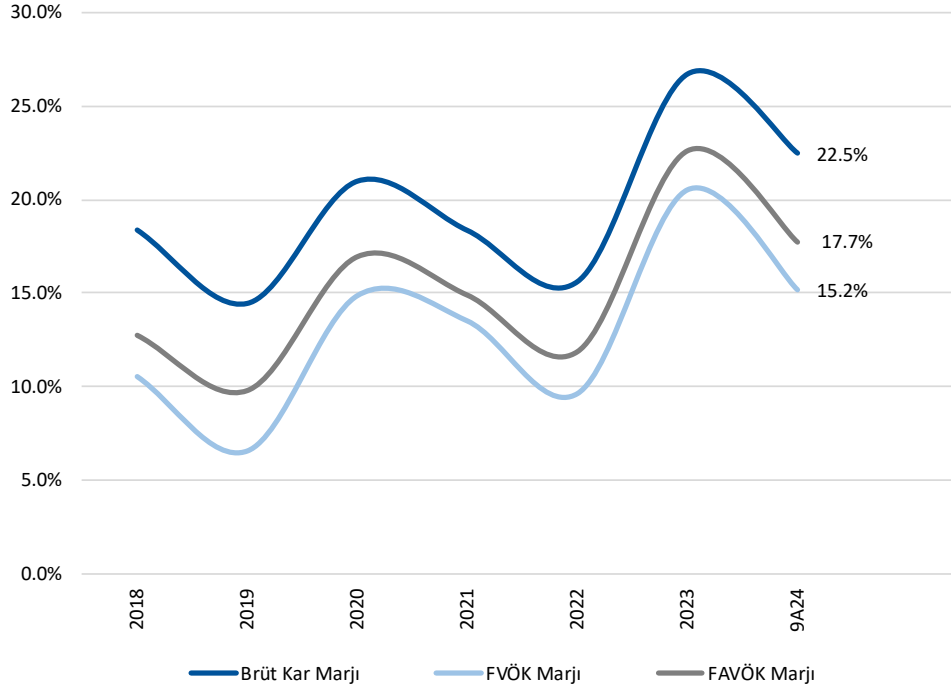
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

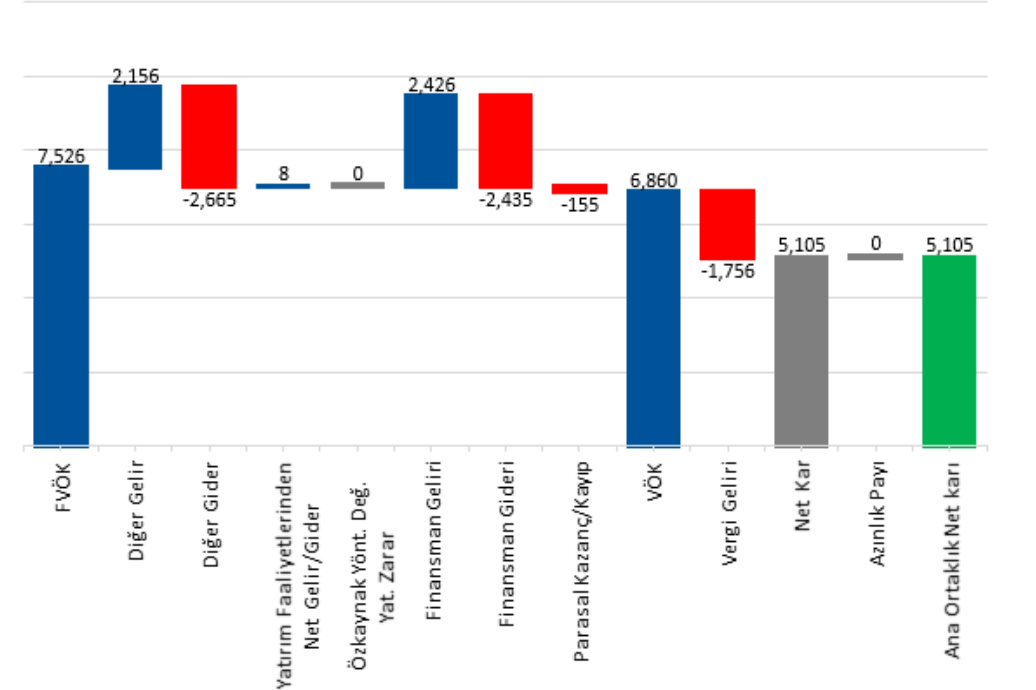
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

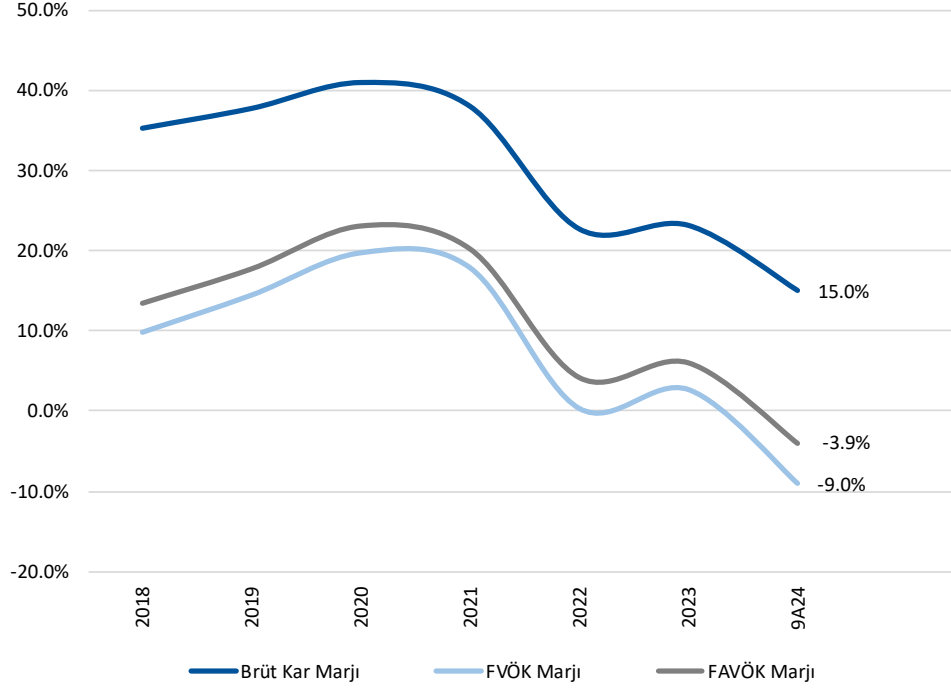
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

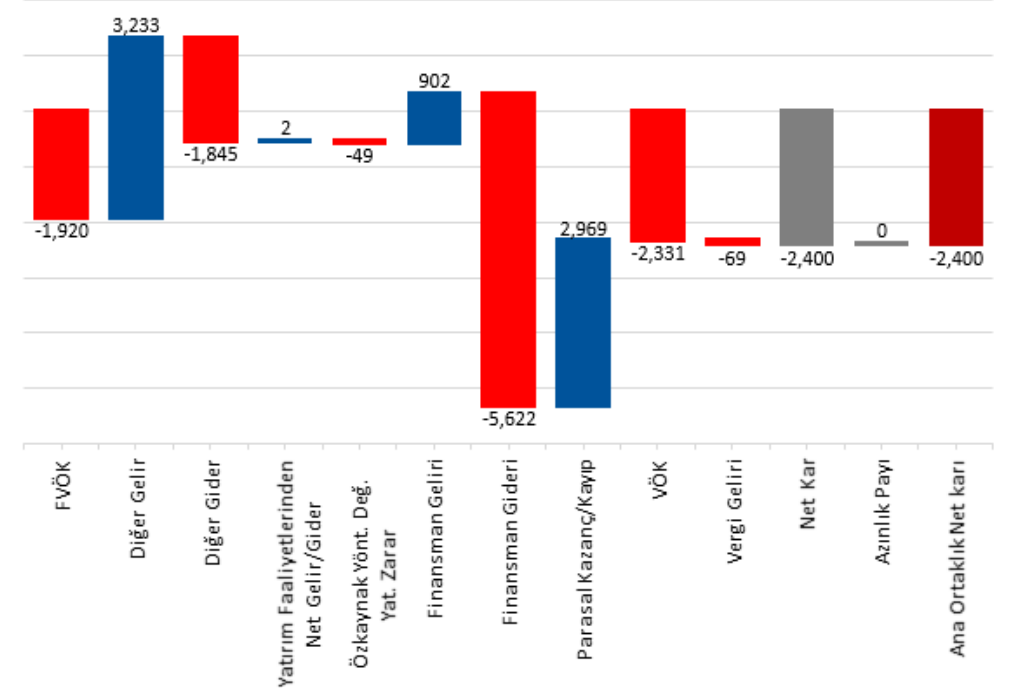
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

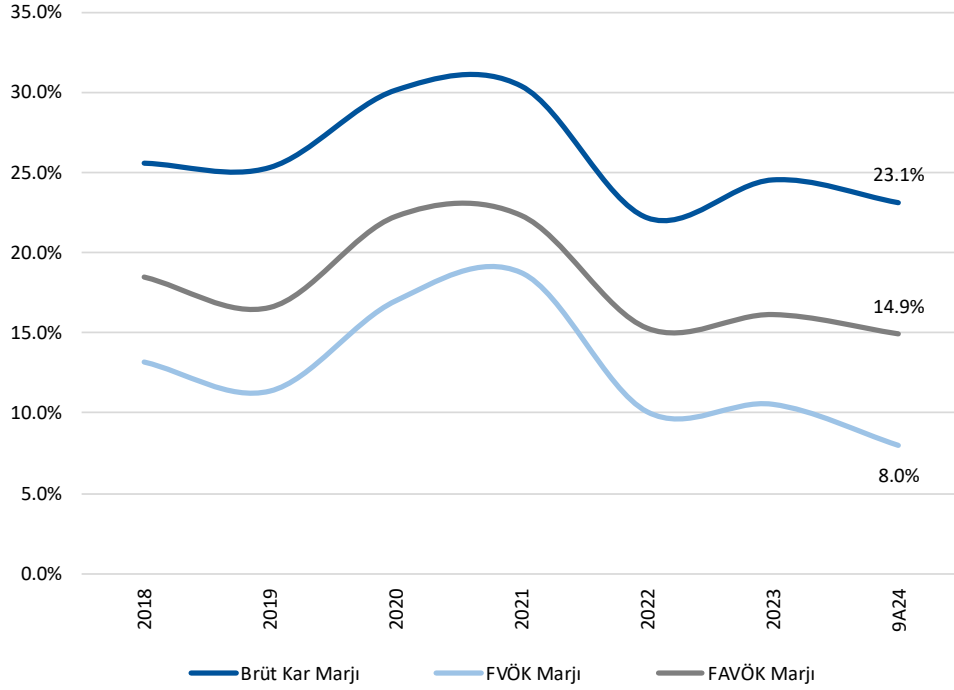
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

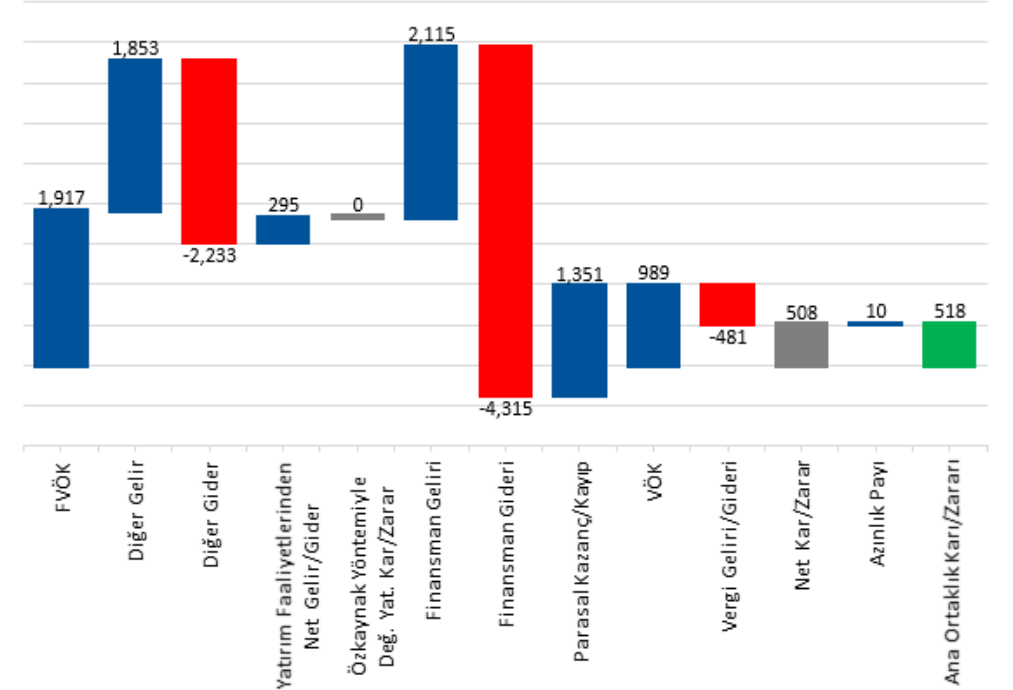
Brisa Bridgestone

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

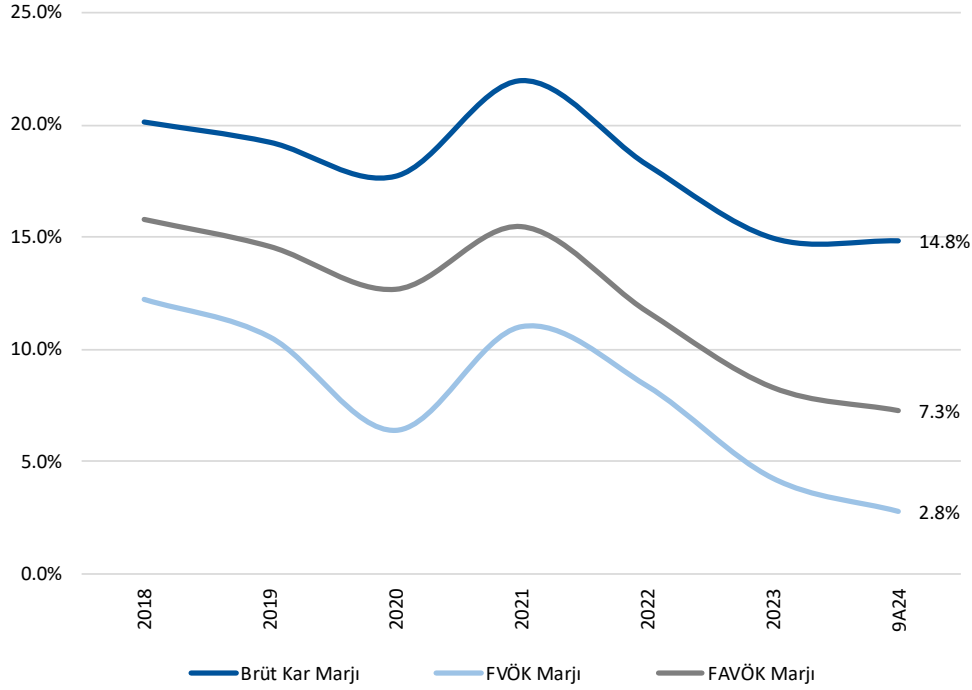
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

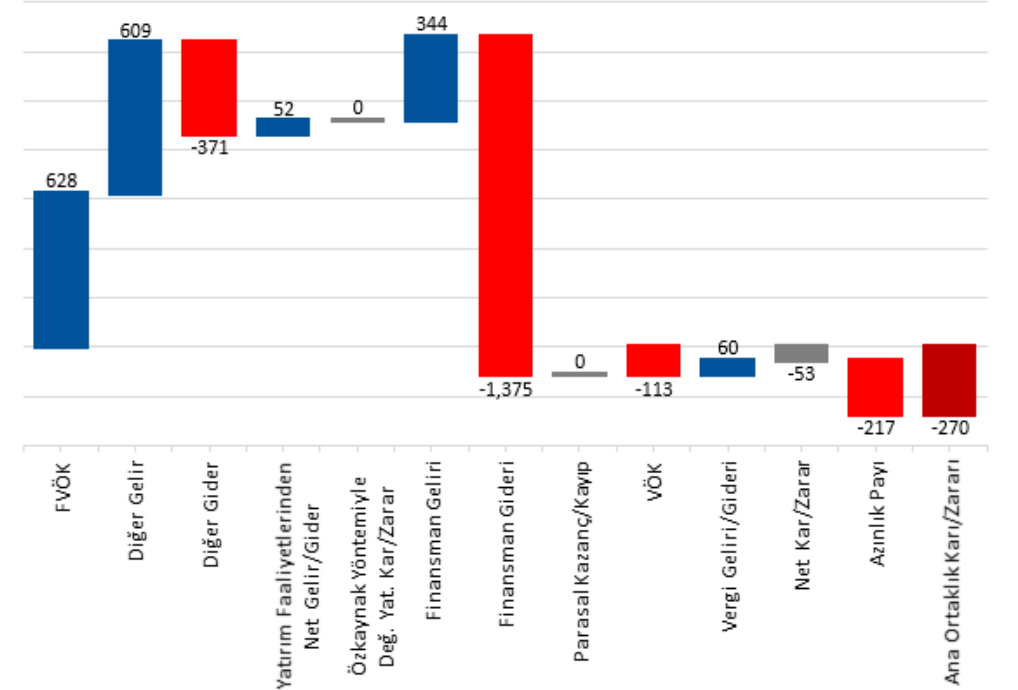
Kordsa Teknik Tekstil

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Perakende sektörü

- **2024 yılı gıda ağırlıklı sektördeki katılımcılar arasında hem benzerliklerin hem de farklılıkların ortaya çıktığı bir sene oldu.** Satışlar üzerinde enflasyon etkisinin görülmeye devam etmesi katalizör olurken, yılın ilk yarısında asgari ücret sebebiyle marjlarda karlılık üzerinde kısmi baskılanma oldu. Yılın ikinci yarısında ise yaz sezonunun destekleyici etkisi faaliyet kaldırıcını desteklemeye çalışırken, fiyatlama tarafındaki rekabet ve temmuz ayında yapılan ücret düzeltmeleri baskı unsurları olarak öne çıktı. Genel olarak şirketlerin açıkladıkları ve güncelledikleri beklentiler çerçevesinde yılı tamamlamasını beklerken, finansal detaylarda nakit akışı tablosunun daha fazla öne çıkmasını gerektiğini düşünüyoruz.
- **Biraz daha sektör özelinde baktığımızda, geleneksel satış ve dağıtım kanallarındaki büyümeye ek olarak online yatırımlar gibi bütünleyici kanalların da satışlar üzerinde ve sektörden ayrışma noktasında katkısı olduğunu değerlendiriyoruz.** Şirketler özelinde ise **BIMAS**, yılın ilk çeyreğinde güçlü sonuçlar açıklarak pazar lideri konumunun da etkisiyle ayrışma gösterdi. **MGROS**, özellikle ikinci çeyrekle birlikte FAVÖK marjının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi ile dikkatleri üzerine çekerken, vadeli alımlar kalemi risk unsuru olarak öne çıktı. **SOKM** ise rekabet ortamının finansallara yansımaları bakımından olumsuz olarak en fazla etkilenen şirket olurken, nakit yaratımı konusunda güçlü sonuçlar elde etti. Bununla birlikte, bu nakit yaratımının piyasa tarafından göz ardı edildiğini değerlendiriyoruz. Son olarak **BİZİM'in** ise müşteri tabanındaki küçük işletmelerin ve *Horeca* (otel-restoran-kafe) tarafının ekonomik sıkılaşmadan olumsuz etkilenmesi sonucunda açıkladığı finansallarını zayıf olarak değerlendirdik.
- **2025 yılında, enflasyon artış hızının aylık vadelerde azalmasıyla birlikte, sektör paydaşları açısından satış kanallarına erişim, rekabet stratejileri ve mağaza büyümeleri (hem m2 hem de sayı bakımından), mağaza trafiği & sepet büyüklüğü gibi göstergeler belirleyici olacaktır.** Bununla birlikte, alım gücünün etkinliği ve tüketicinin harcanabilir gelirini nasıl ayarlamak isteyeceği sektör için kritik olacaktır. Olası senaryoda, en azından yılın ilk yarısında, tüketimin lüks taraftan temel ihtiyaçlara kaymasını beklemekteyiz. Sektör katılımcıları oyun planı konusunda farklılaşıyor. Örneğin, **BIMAS**, pazar liderliğine ek olarak *File* ve yurt dışı mağazalar ile öne çıkarken, **SOKM** daha fazla mağaza açmak yerine m2 bazında daha büyük ve daha fazla çeşit bulunan **ŞOK 2.0** mağazalarına yönelmektedir. **MGROS** ise yıllar içerisinde güçlü bir kazanım elde ettiği online satış & dağıtım kanallarını daha fazla yaygınlaştırarak ve entegre perakendecilik yapısıyla öne çıkmaktadır. **Sonuç olarak, gıda ağırlıklı perakende tarafının 2025 yılı için de yatırımcılar tarafından portföylerde değerlendirileceğini düşünmekle birlikte, mevcut durumda, değerlemelerini getiri bakımından cazip seviyelerde buluyoruz.**

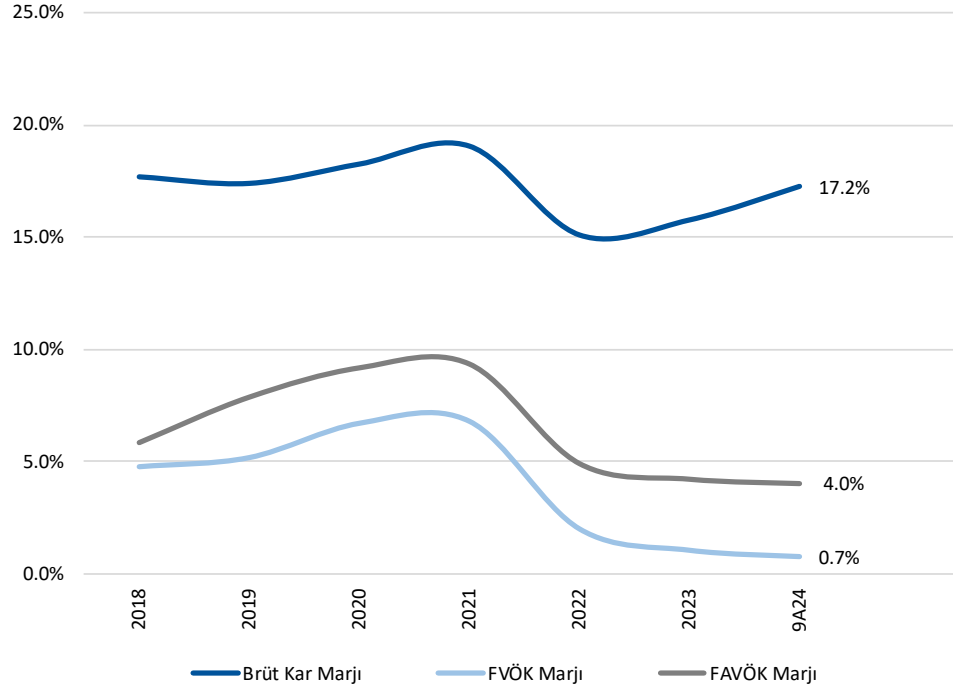
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|--------------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| BIMAS | 755.50 | AL | 319,994 | 9,071 | 79% | 36% | 14.86 | 19.79 | 3.17 |
| BİZİM | 36.00 | TUT | 2,408 | 68 | -22% | -41% | --- | 76.34 | 1.49 |
| MGROS | 800.00 | AL | 96,049 | 2,723 | 67% | 27% | 15.10 | 9.04 | 1.78 |
| SOKM | 58.50 | TUT | 24,444 | 693 | -20% | -39% | --- | --- | 0.89 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

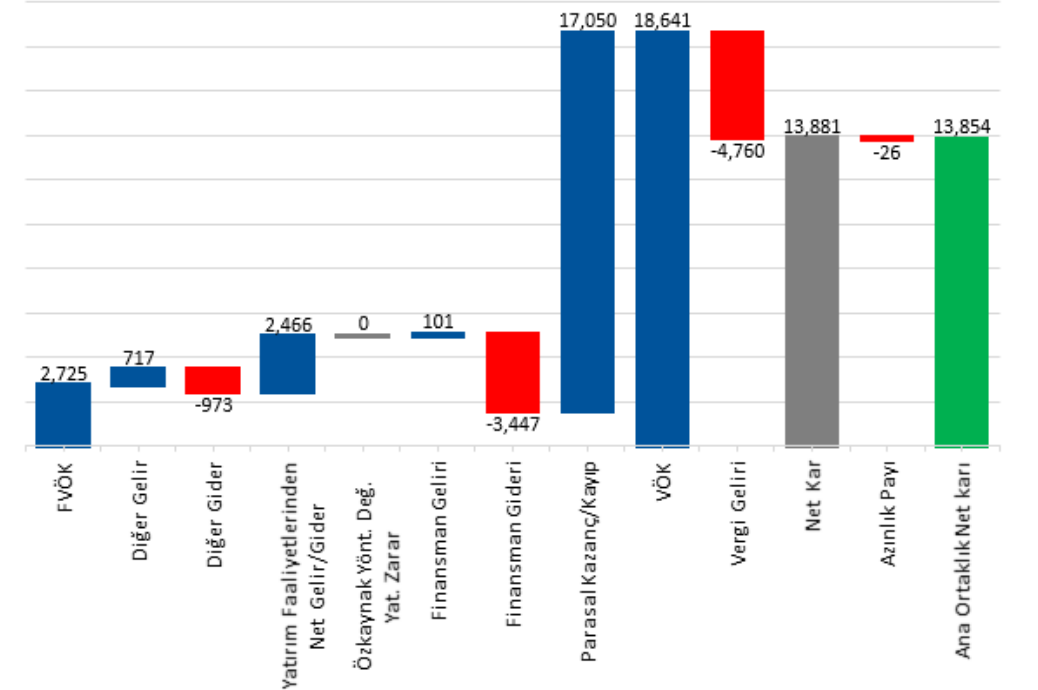
Bim Birleşik Mağazalar

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

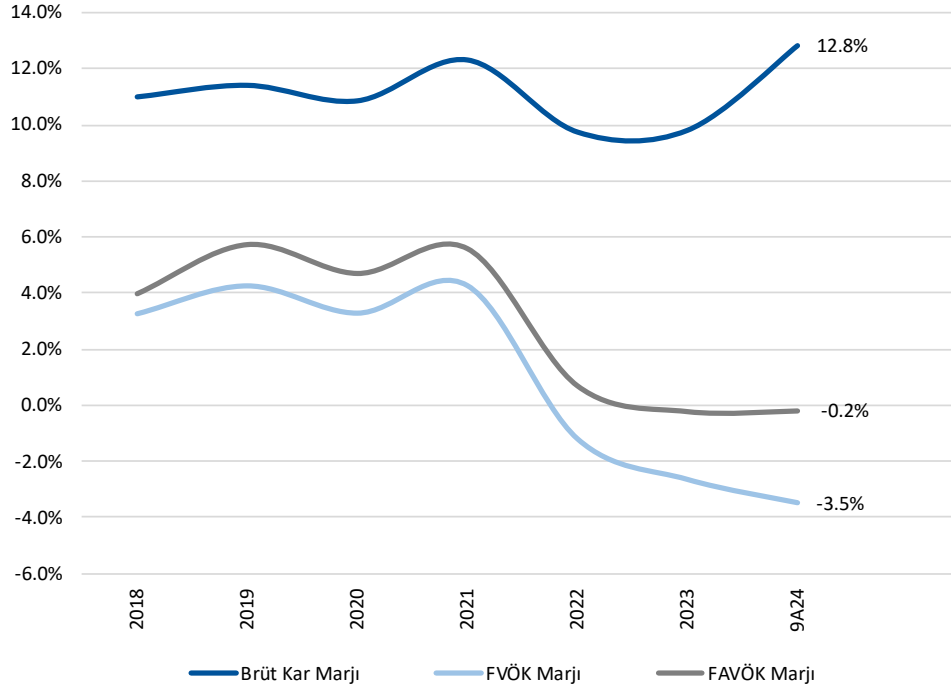
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

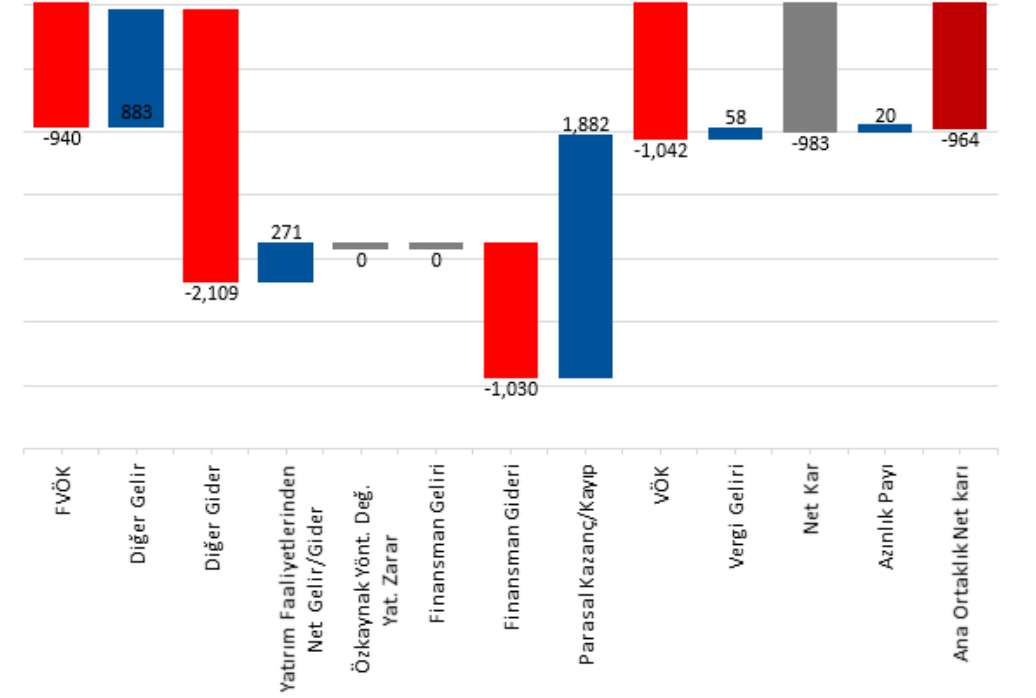
Bizim Toptan

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

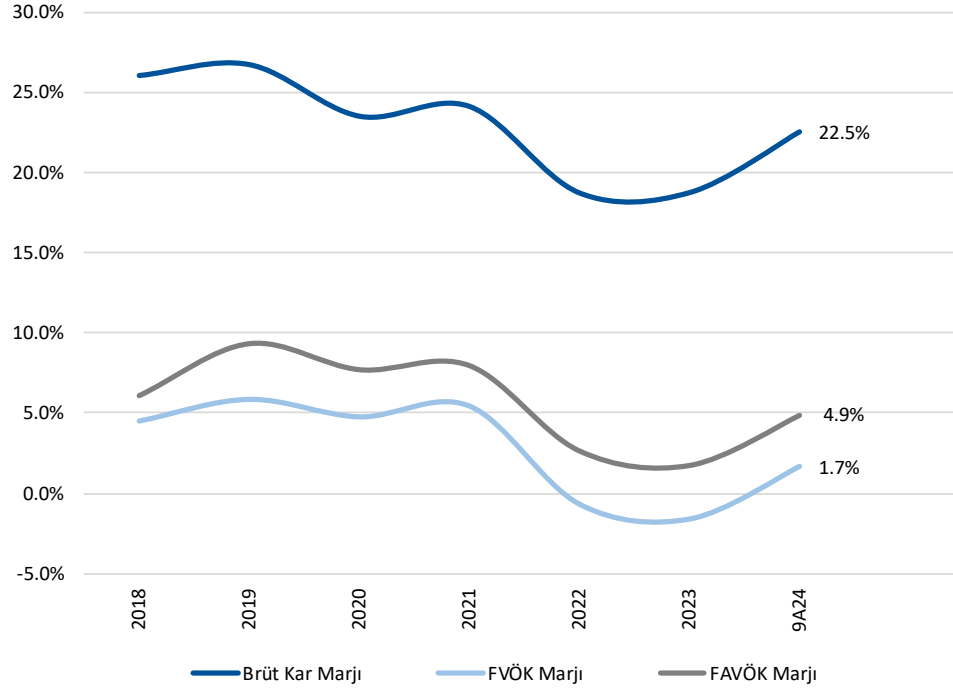
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

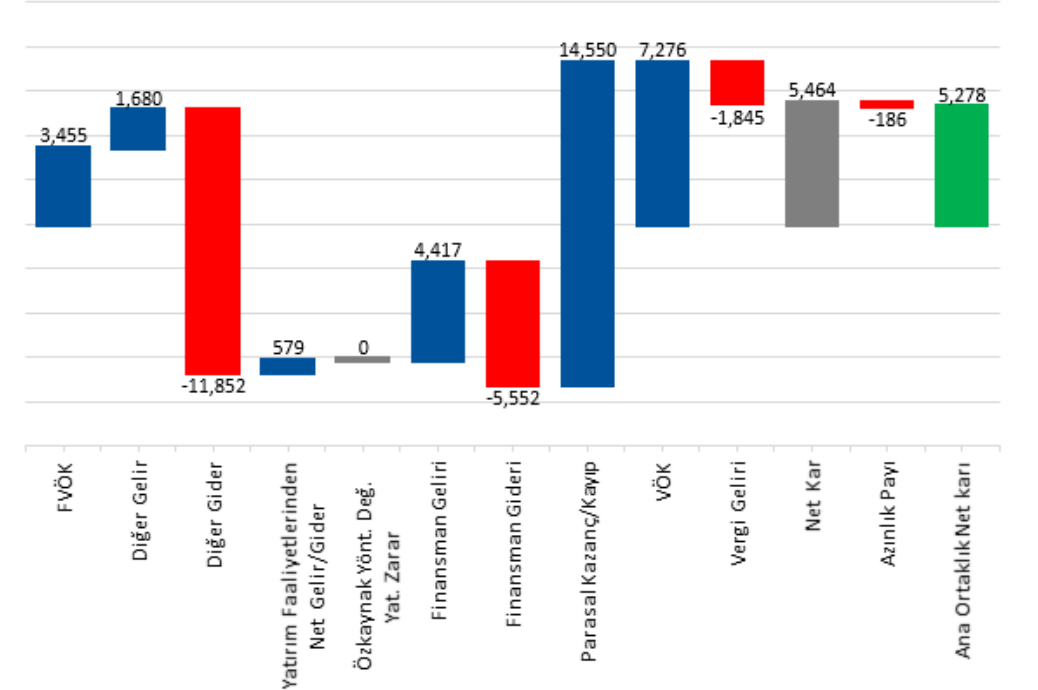
Migros Ticaret

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

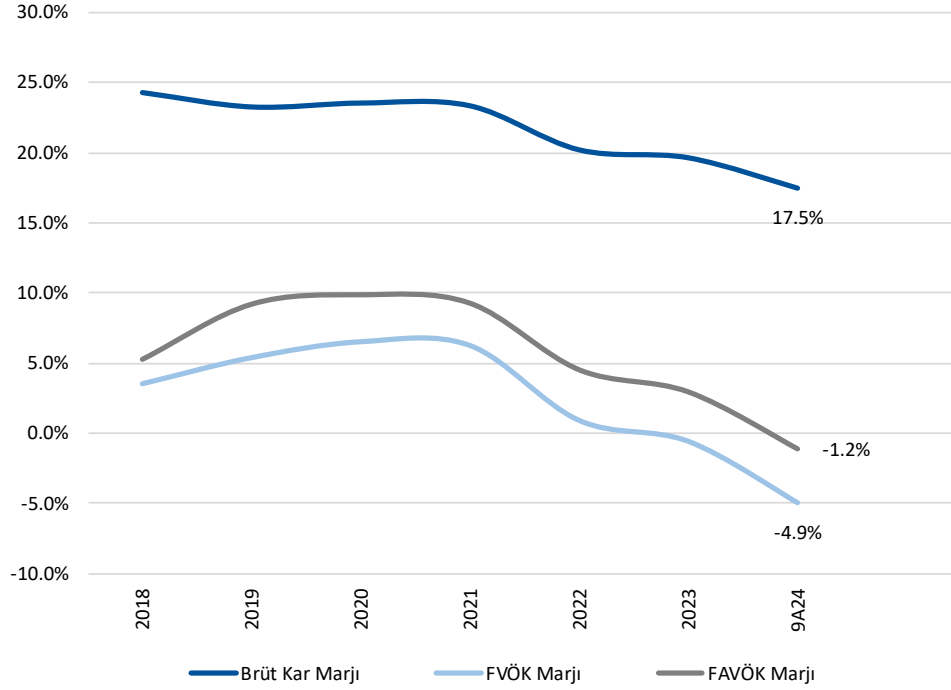
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

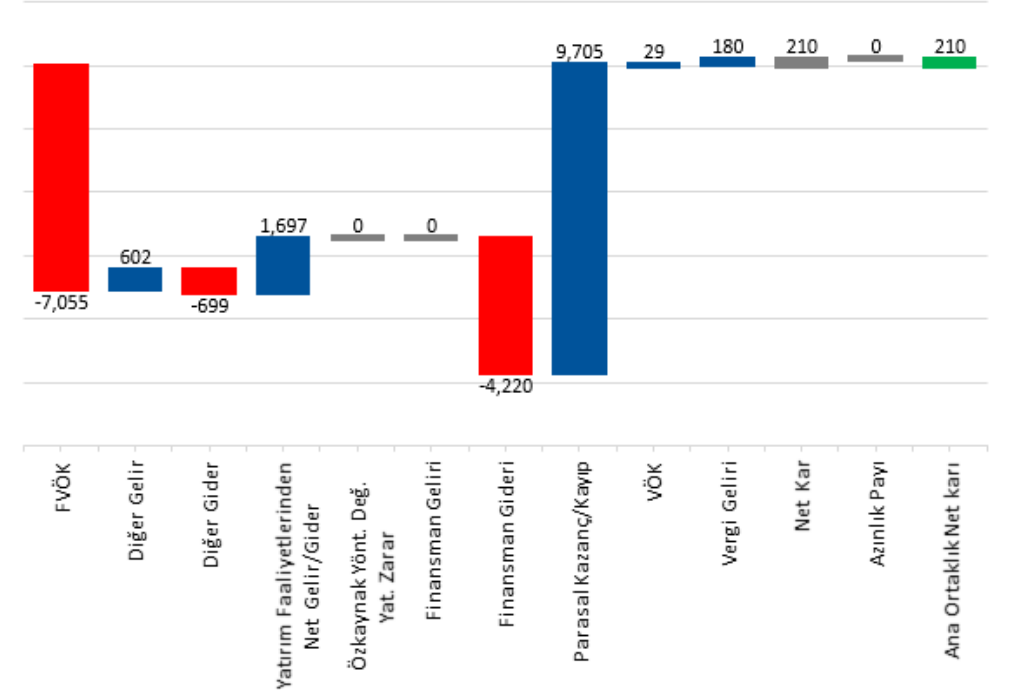
Şok Marketler

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)

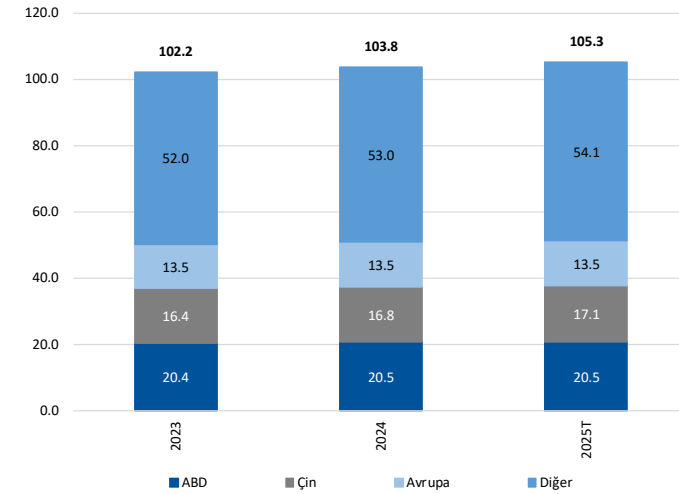


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Petrol & gaz sektörü

- **2024, petrol piyasası açısından hareketli bir yıl olarak akıllarda kaldı.** Ancak, fiyat olarak bakıldığında fazla bir değişim olmadığı gözleniyor. Yıla 77 USD/varil civarından başlayan Brent petrol, Nisan aylarında Orta Doğu'da artan gerilim ile birlikte 90 USD/varil seviyesini aşmasının ardından söz konusu gerilimin yatışması, yavaşlayan Çin tüketimi ve OPEC dışı üretimde artış gibi unsurlar nedeniyle baskı altında kaldı ve yılı 75 USD/varile yakın seviyeden tamamladı. 2025 yılı için Çin'in destekleyici adımlarının da etkisiyle dünya petrol talebindeki artışın ılımlı şekilde devam etmesi beklenirken, fiyatlar üzerindeki en büyük baskı unsurunun ABD, Kanada ve Brezilya gibi OPEC dışı ülkelerdeki üretim artışı ile birlikte öngörülen arz fazlası olacağı tahmin edilmektedir. Diğer yandan, ABD'nin seçilmiş başkanı Trump'ın İran ambargosuna yönelik tutumu, Rusya-Ukrayna savaşı ve Orta Doğu'daki gelişmeler ile elektrikli araçların gelişimi petrol piyasası açısından yakından takip edilecek diğer konu başlıkları arasında yer alıyor.
- **Rafineri piyasasına baktığımızda ise 2024 yılı artan üretim karşısında talep artış hızındaki azalış nedeniyle karlılık açısından zayıf geçti.** Benzin, dizel ve jet yakıt marjları ise 2023 yılını sırasıyla ortalama 21,2 USD/varil, 26,6 USD/varil ve 25,4 USD/varil seviyelerinde tamamlarken, 2024 yılında sırasıyla ortalama 16,6 USD/varil, 19,2 USD/varil ve 16,7 USD/varil seviyelerinde şekillendi. Önümüzdeki dönem açısından, Avrupa ve ABD'deki rafineri kapanışları dizel karlılığını destekleyebilecek bir unsur olarak görülürken, IEA (Uluslararası Enerji Ajansı) 2024'teki azalışın ardından 2025'te benzin ve dizel tüketiminde artış beklemektedir.

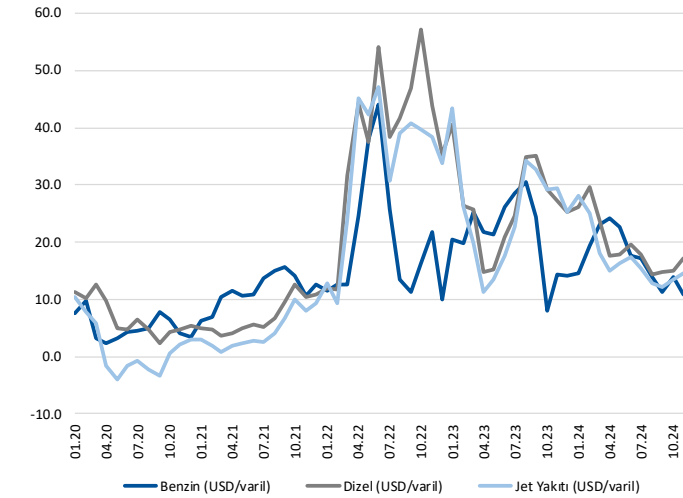
Dünya petrol talebinin* ılımlı şekilde büyümeye devam etmesi bekleniyor



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, OPEC Aralık 2024 raporu

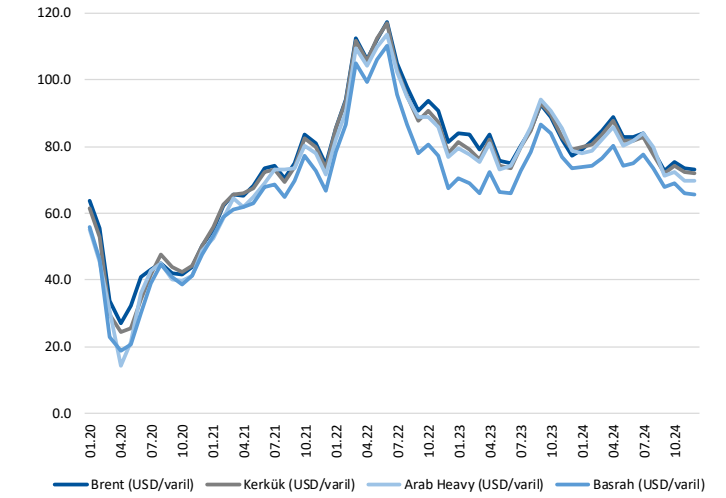
* bpd (barrel per day) = gün başı petrol

2022 yılındaki olağandışı seviyeler sonrası marjlarda normal seviyelere gelmiş durumda



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Tüpraş yatırımcı sunumu

OPEC'in kararlarına rağmen petrol fiyatlarında zayıflık söz konusu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Petrol & gaz sektörü

- Yurt içine bakacak olursak, Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) verilerine göre, toplam rafineri petrol ürünleri üretimi Ocak-Ekim döneminde yıllık bazda %0,3 artarken, yurt içi satışlar ve ihracat sırasıyla %3 ve %15 artış gösterdi. LPG'de ise üretim benzer dönemde yıllık bazda yatay kalırken, yurt içi satışlar (tüplü, dökme ve otogaz) ve ihracat sırasıyla %6 azalış ve %16 büyüme kaydetti.
- **Aygaz, 2024 yılını ılımlı pozitif relatif performans ile tamamladı. 2024 Strateji raporumuz ve bilanço notlarımızda, Şirket'in sektördeki lider konumu ve devam eden yatırımları ile ön plana çıkabileceği şeklindeki düşüncelerimizi paylaşıyorduk.** 9A24 döneminde Sendeo operasyonu ve enflasyon muhasebesinin olumsuz etkileri nedeniyle %31 FAVÖK ve %50 net kar daralması kaydeden Şirket, zayıf operasyonel karlılığa karşılık 2024 yılında güçlü bilançosu ile öne çıkarak BIST 100 endeksinin %4 üzerinde performans gösterdi. Önümüzdeki dönemde Şirket'in Bangladeş pazarındaki büyümesi ve yeni pazara giriş niyetinin yakından izleneceği düşüncesindeyiz. Aygaz'ı sektördeki lider pozisyonu, devam eden yatırımları, sağlam bilanço yapısı ve net nakit pozisyonu, Tüpraş'ın katkısı ve düzenli temettü ödemesi dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.
- **Tüpraş, yılı zayıf relatif performans ile tamamlayan sektör hisselerinden biri oldu. Güçlü nakit pozisyonu, Stratejik Dönüşüm planı ve yüksek temettü ödemeleri ile öne çıkacağını düşünmemize karşılık zayıf ürün karlılığı nedeniyle baskılanma gözlemledik.** 9A24 döneminde zayıflayan karlılık, planlı bakım çalışması ve enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisi nedeniyle %60 FAVÖK ve %42 net kar daralması kaydeden Şirket, 2024 yılında BIST 100 endeksinin %14 altında performans gösterdi. 2025 yılı için enflasyon muhasebesinin finansallar üzerindeki baskısında azalmaya ek olarak daha stabil ürün karlılığı ve planlı bakım olmaması dolayısıyla 2024 yılına kıyasla daha yüksek FAVÖK ve net kar rakamları bekliyoruz. Ancak, OPEC dışı petrol üretiminde artış ve Rusya-Ukrayna savaşına ilişkin beklentiler kaynaklı petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü risk unsurlarının önemli olacağını tahmin ediyoruz.

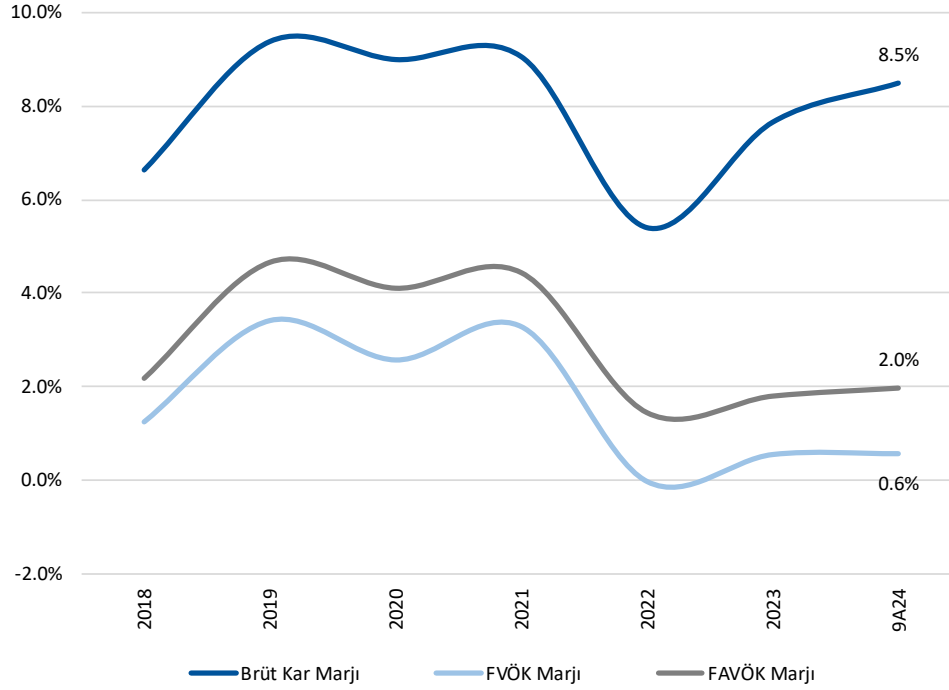
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|------|-----------|--------|
| AYGAZ | 253.00 | AL | 37,080 | 1,051 | 37% | 4% | 5.49 | 32.91 | 0.75 |
| TUPRS | 233.00 | AL | 282,083 | 7,996 | 13% | -14% | 4.48 | 3.20 | 1.17 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

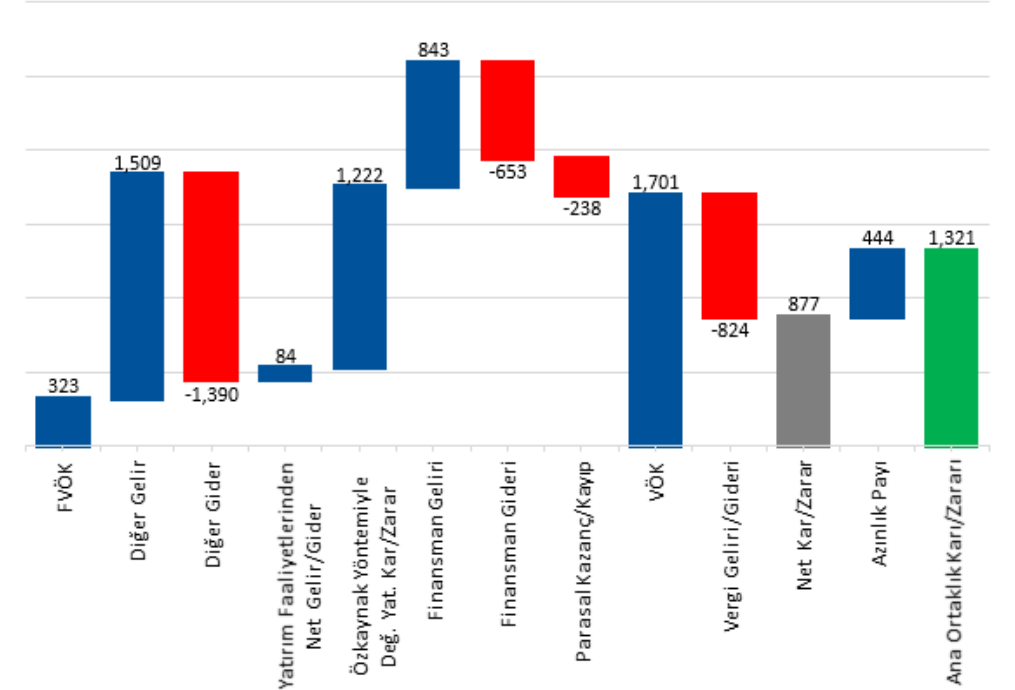
Aygaz

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

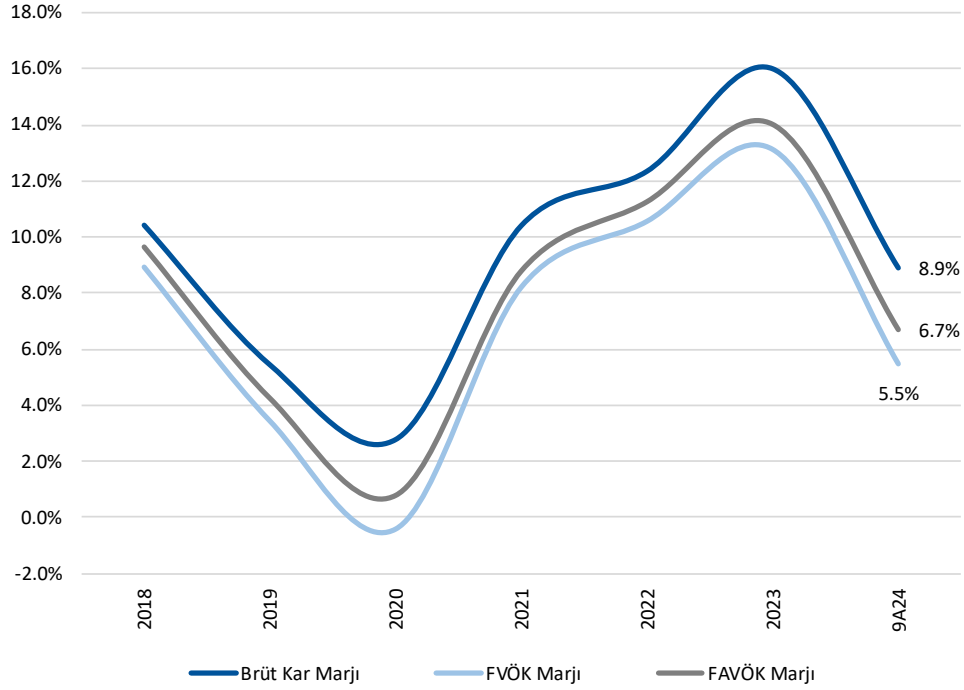
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

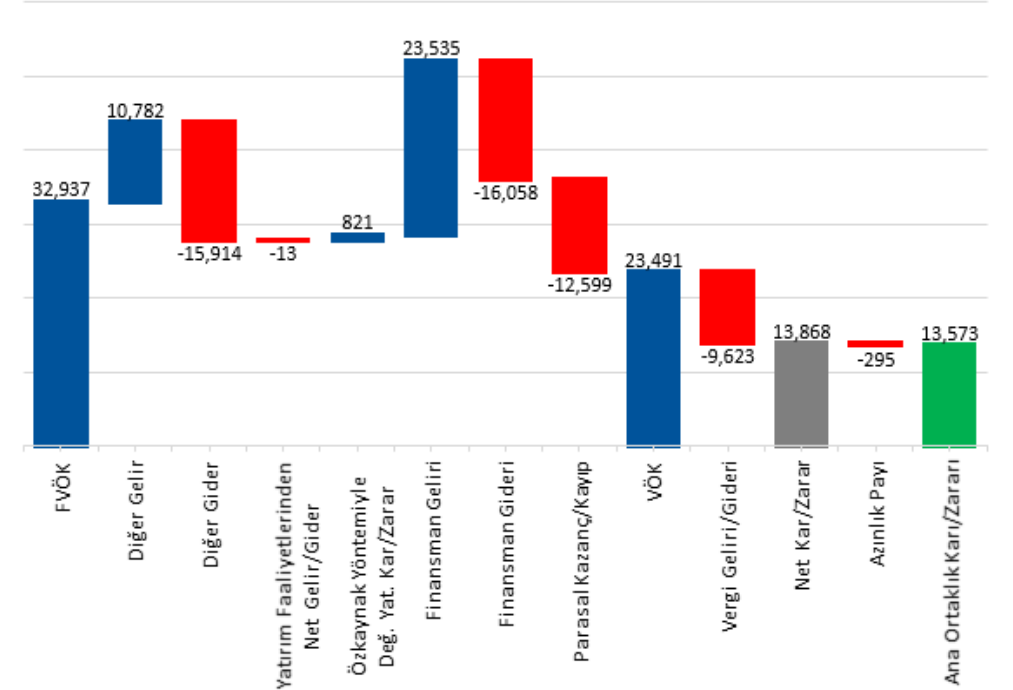
Tüpraş

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Savunma sektörü

- **Dünyada var olan siyasi gerginliklere yenilerinin eklendiği 2024 yılında, savunma sanayiinin önemi, özellikle var olduğumuz coğrafya dolayısıyla, bir kez daha kendisini hatırlattı.** Türkiye için 2024, alınan aksiyonların meyvesinin toplandığı tarihi bir yıl olmaya hazırlanırken, bu yıl KIZILELMA'dan KAAN'a adından oldukça söz ettiren projeleri takip ettik.
- 2024 yılında, açıklanan rekor bütçe rakamı öncesinde, 2024-2028 Stratejik Planı'nı takip ettik. Plan kapsamında:
 - i) Sektörel Gelişimde Rekabetçiliği ve Sürdürülebilirliği Sağlamak
 - ii) Geleceğe Yön Verecek Teknoloji Yetenekler Milli İmkânlarla Geliştirmek
 - iii) Kurumsal ve Sektörel Kapasiteyi Geliştirmekbaşlıkları altında 3 ana amaç ve bu amaçların altında 14 hedef belirlenmiştir. Açıklanan amaçlarda ihracat ve millileşme hedefleri ise oldukça dikkat çekmektedir.
- Açıklanan yeni planda, 2019-2023 Stratejik Planının değerlendirilmesine de yer verilmiştir. Buna göre, başarı oranı 2019 yılında %95, 2020 yılında %80, 2021 yılında %77, 2022 yılında %83 ve 2023 yılında %84 olarak hesaplanmıştır. 5 yıllık dönem için uygulanan planda %84 genel başarı oranına ulaşılmıştır. 2019-2023 Stratejik Planı'nın başarı oranlarında dönemsel düşüş yaşanmasının sebebi olarak, pandemi nedeniyle uluslararası fuarlara katılım gösterilememesi ve pandemi kısıtlamalarının proje süreçlerine yansımaları gösterilmiştir.
- 2024-2028 Stratejik Planı'nı çerçevesinde oluşturulan özel bütçe tahminine göre 2024 yılı 1.038 milyar TL'nin üzerine işaret etmektedir. 2025 ve 2026 yılları bütçe rakamları ise 2024 yılı bütçesinde yer alacak tahmini tutarın %15 oranında artırılması ile hesaplanmıştır. 4 yıllık planda savunma sanayii için 6.013 milyar TL'nin üzerinde bütçe öngörüsüne yer verilmiştir.

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | Toplam |
|---------------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 2024-2028 Özel Bütçe Tahminleri | 837,052,000 | 1,038,608,000 | 1,191,381,000 | 1,370,088,150 | 1,575,601,373 | 6,012,730,523 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, 2024-2028 Stratejik Planı

- **Cumhurbaşkanı Yardımcısı Cevdet Yılmaz, Ekim ayında, savunma harcamaları için 913,9 milyar lira, iç güvenlik için 694,5 milyar lira, Savunma Sanayii Destekleme Fonu için ayrılan kaynak da dahil edildiğinde toplamda savunma ve güvenlik sektörü için 2025 yılında 1 trilyon 608 milyar lira ödenek tahsis edildiğini açıkladı.** Cumhurbaşkanı Yardımcısı Cevdet Yılmaz, açıklamasında, savunma sanayisinde dışa bağımlılığı minimum seviyeye düşüreceklerinin altını çizirken, dışa bağımlılık oranının son 20 yılda %80'lerden %20'lere düşürüldüğünü, bunu çok daha ilerilere taşımaya, çok daha güçlü bir savunma sanayii inşa etmeye kararlı olduklarını vurguladı.

Savunma sektörü

- TİM tarafından açıklanan aylık ihracat verilerinde, 2024 yılında savunma ve havacılık sanayii geçen yılın aynı dönemine göre en çok büyüyen ikinci sektör olarak karşımıza çıkmakta. 2023 yılında savunma ve havacılık sanayiinin, sanayi mamulleri içindeki payı %4,1 iken, 2024'te %4,8'e yükselmiştir. Toplam ihracat içindeki payı ise 0,5 puan artış göstererek %3,0'e ulaşmıştır.
- Cumhurbaşkanlığı Savunma Sanayii (SSB) Başkanı Haluk Görgün, 2024'te ihracatta hedefledikleri 6,5 milyar doları geçip 7 milyar dolara yaklaşacaklarını açıkladı.
- 2024 yılında ihracat tarafını destekleyecek bir diğer önemli gelişme ise Avrupa Birliği tarafından geldi. Financial Times'ın haberine göre, AB üye ülkeleri arasında savunma sanayisini güçlendirmeyi, ortak silah üretim ve tedarikini teşvik etmeyi öngören Avrupa Savunma Yatırım Planı (EDIP) tüzüğü hakkında yürütülen müzakerelerde, bugüne kadar yalnızca AB üyesi ülkelerin EDIP ile sağlanacak mali kaynaklardan yararlanabileceği görüşünde ısrar eden Fransa'nın tutumunu değiştirdiğini, AB bütçesinden sağlanacak mali kaynakların %35'lik bir oranının Birliğe üye olmayan ülkelerin savunma ürünlerine harcanmasına, bu ülkelerden alım yapılmasına imkan sağlayan öneriye yeşil ışık yaktığı bilgisine yer verildi.
- Son olarak, yakın zamanda takip ettiğimiz, savunma sanayi tedarikçilerinin nakit akışını rahatlatmak ve finansmana erişimlerini kolaylaştırmak amacıyla geliştirilen **"Tedarik Ekosistemi Kredi Kefalet Desteği"** ve **"Tedarikçi Finansman Desteği"** hem tedarikçilerin nakit akışını hem de projelerini zamanında ve eksiksiz şekilde tamamlanmasını destekleyecek ana başlıklar arasında yer almakta.
- 2024 Strateji Raporumuzda da yer verdiğimiz paralelde savunma sanayiinde var olan büyüme potansiyeline ek olarak geniş ürün yelpazesi, ihracat odaklı büyümesi ve devam eden Ar-Ge çalışmaları ile **Aselsan'ı beğenmeye devam ediyor ve Döngüsel Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.**

| Sektörel bazda ihracat kayıt rakamları (1000 \$) | | | |
|--|--------------------|--------------------|-------------|
| Sektör | 2024 | 2023 | değişim |
| 1-Tarım | 36,232,902 | 35,164,253 | 3.0% |
| A- Bitkisel Ürünler | 24,474,448 | 23,693,611 | 3.3% |
| Meyve Sebze Mamulleri | 2,728,089 | 2,416,443 | 12.9% |
| Kuru Meyve ve Mamulleri | 1,856,211 | 1,610,304 | 15.3% |
| Fındık ve Mamulleri | 2,639,346 | 1,866,735 | 41.4% |
| B- Hayvansal Ürünler | 3,863,099 | 3,486,857 | 10.8% |
| C. Ağaç ve Orman Ürünleri | 7,895,355 | 7,983,785 | -1.1% |
| 2- Sanayi | 183,821,571 | 180,818,623 | 1.7% |
| A- Tarıma Dayalı İşlenmiş Ürünler | 13,889,852 | 14,172,089 | -2.0% |
| B Kimyevi Maddeler ve Mamuller | 30,785,242 | 30,572,012 | 0.7% |
| C- Sanayi Mamulleri | 139,146,477 | 136,074,522 | 2.3% |
| Savunma ve Havacılık Sanayii | 6,734,843 | 5,545,622 | 21.4% |
| 3- Madencilik | 6,011,734 | 5,748,304 | 4.6% |
| Toplam | 226,066,207 | 221,731,180 | 2.0% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TİM verileri

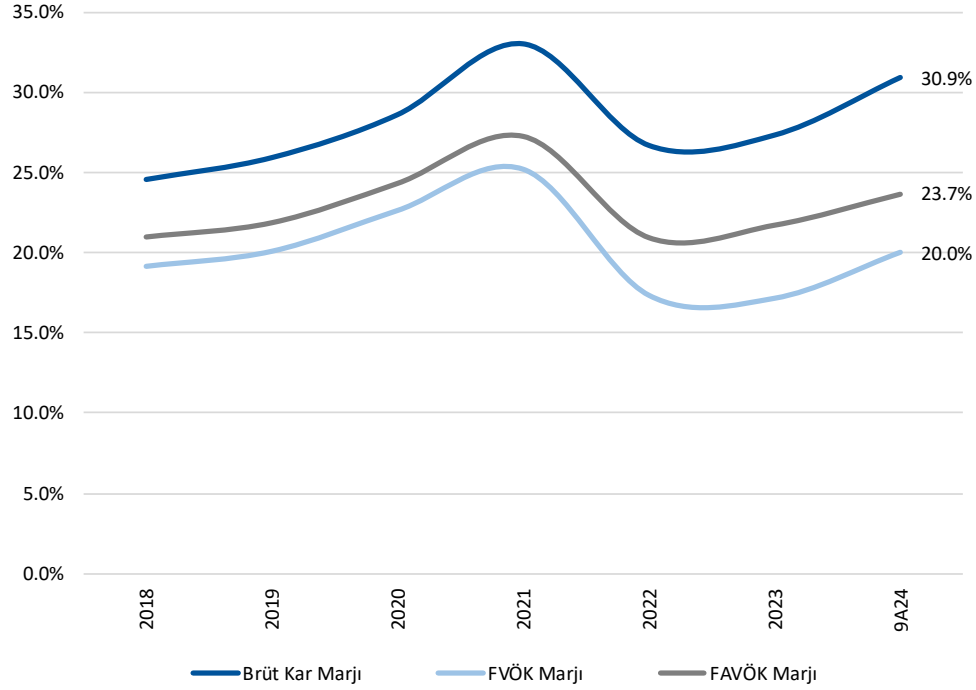
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|--------------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| ASELS | 110.00 | AL | 352,488 | 9,992 | 61% | 23% | 29.97 | 16.30 | 2.84 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

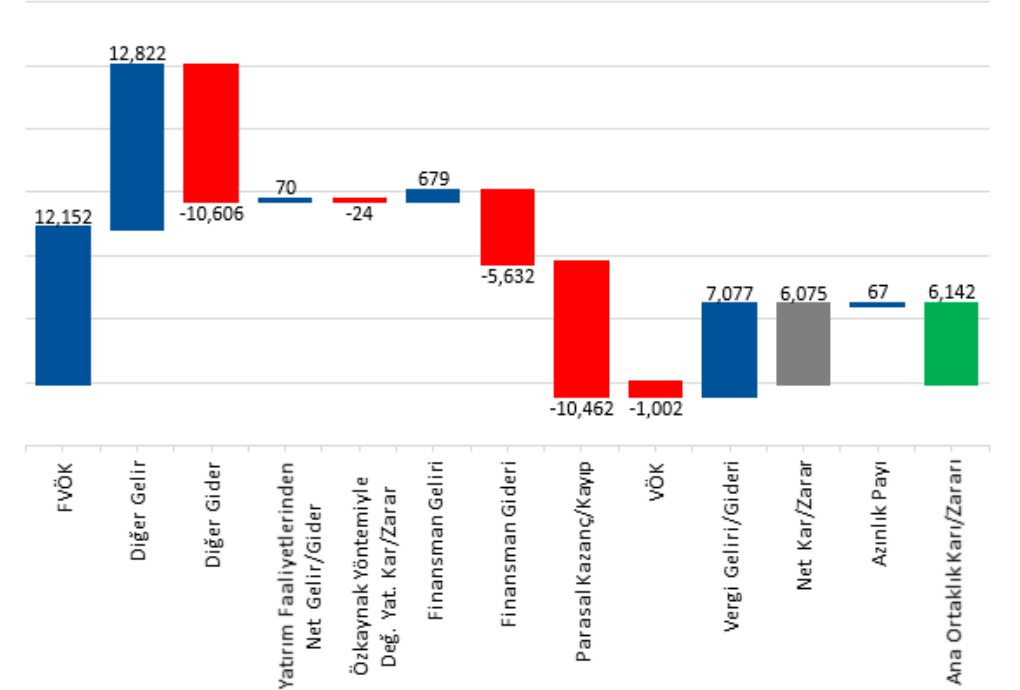
Aselsan

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Telekom sektörü

- Telekom sektörüne geniş perspektiften baktığımızda, 2022 yılından bugüne getirilerin, operasyonel sonuçlar paralelinde hareket ettiği görülmektedir.

| Dönem | TT Mobil ARPU büyüme | Turkcell ARPU büyüme | Ortalama enflasyon |
|-------|----------------------|----------------------|--------------------|
| 1Ç22 | 16.9% | 16.4% | 54.8% |
| 2Ç22 | 25.3% | 27.0% | 74.1% |
| 3Ç22 | 38.6% | 41.9% | 81.1% |
| 4Ç22 | 52.0% | 55.1% | 77.4% |
| 1Ç23 | 66.2% | 69.5% | 54.3% |
| 2Ç23 | 73.1% | 81.9% | 40.4% |
| 3Ç23 | 77.5% | 85.0% | 56.2% |
| 4Ç23 | 85.8% | 82.5% | 62.7% |
| 1Ç24 | 93.6% | 86.6% | 66.8% |
| 2Ç24 | 102.5% | 81.3% | 72.3% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, BTK

| Yıl | XILTM | TCELL | TTKOM | XBANK | XUSIN | XU100 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 31.12.2022 | 114% | 112% | 112% | 215% | 162% | 197% |
| 31.12.2023 | 38% | 51% | -1% | 73% | 30% | 36% |
| 31.12.2024 | 67% | 71% | 78% | 67% | 13% | 32% |
| 07.01.2025 | 5% | 5% | 7% | 2% | 1% | 1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

- Yıllara sari kısaca telekom sektörünün ana başlıkları:

- ✓ **2022** yılında enflasyonun oldukça altında kalan mobil ARPU büyümesi.
- ✓ Depremle başlayan zorlu **2023 yılında** enflasyon üzerinde ARPU büyümesi.
- ✓ **2024 yılında**, enflasyonun üzerinde devam eden ARPU büyümesi ve dikkat çeken finansallar.

- Yıllara sari performans:

- ✓ **2022** yılında %114'lük nominal getiriye rağmen rölatifte ana endekslerin altında getiri elde etmiştir.
- ✓ **2023** yılında, zayıf başlayan getiriler, yılın ikinci yarısından sonra gerçekleşen toparlanma ile ana endekse paralel getiri sağlamıştır.
- ✓ **2024** yılında, %67 nominal getiri ile en ana endeksin üzerinde dikkat çeken getiri elde etmiştir.

Telekom sektörü

- **Hatırlayacak olursak, 2024 yılına ‘Telekom sektörü güvenli liman olur mu?’ sorusu ile başlamıştık. Süregelen zaman aralığında telekom sektörünün güvenli limandan daha fazlası olduğunu gördük.** 2024 yılında, beklentilerimizin temellerini; 2023’te enflasyonun üzerinde gerçekleşen ARPU büyümesinin 2024 yılında da devam etmesi ve bunun fiyatlandırma stratejileri ve karlı büyümede etkin olacağı oluşturuyordu. **Bugün geldiğimiz noktada halka açık her iki şirketin de enflasyon üzerinde ARPU büyümesi elde ettiğini, farklı fiyatlandırma stratejileri ile karlılıklarını korurken, abone sayılarını artırdıklarını gördük.**
- **Son açıklanan BTK verilerine göre:**
 - 2024 yılı ikinci çeyrek sonu itibarıyla 9,4 milyon **sabit telefon** abonesi bulunan Türkiye’de yaygınlık oranı yaklaşık %11 olmuştur (2023 sonu itibarıyla 9,93 milyon sabit telefon abonesi bulunmaktaydı).
 - 2023 yılında toplam 93,3 milyon olan **geniş bant** internet abone sayısı, 2024 yılı ikinci çeyreği itibarıyla 92,6 milyon olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılı ikinci çeyreğinde toplam internet aboneliğinde bir önceki üç aylık döneme göre yaklaşık %1,7, yıllık bazda ise %0,5 oranında düşüş gerçekleşmiştir. Abone sayısına göre, TTNNet %54,9’luk, Superonline %15,4’lük ve Vodafone Net %7’lik pazar payına sahip olurken, gelire göre TTNNet %55,8’lik, Superonline %14,8’lik ve Vodafone Net %9’luk pazar payı sergilemektedir.
 - **Mobil pazar verilerine bakıldığında:** Haziran 2024 sonu itibarıyla, Türkiye’de yaklaşık %109,3 yaygınlık oranına karşılık gelen, makineler arası iletişim (M2M) aboneleri dâhil, toplam 93.324.890 mobil abone bulunmaktadır. 3G abone sayısı 4.689.475 olarak gerçekleşirken, 4.5G abone sayısı 86.341.351’e ulaşmıştır. 2024 yılı ikinci çeyrek itibarıyla Turkcell için abone başına aylık gelir 197,2 TL, Vodafone için 179,3 TL, TT Mobil için ise 172,1 TL’dir. Avrupa ülkelerinde ise ortalama ARPU 17,04 EUR iken Türkiye’de 2024 yılı ikinci çeyrek için 5,25 EUR’dur. Abone sayısına göre, Turkcell’in %41,2’lik, Vodafone’un %30,6’lık, TT Mobil’in ise %28,2’lik paya sahip olduğu görülmektedir. 2024 yılı Haziran ayı itibarıyla TT Mobil, Vodafone ve Turkcell’in abone kayıp oranları sırasıyla %1,8, %2,1 ve %1,6 olarak gerçekleşmiştir.
- **Açıklanan sektör verileri, Türkiye’nin telekom sektöründeki büyüme potansiyeline ışık tutmaktadır. Avrupa ülkelerinde ortalama 17,04 EUR olan ARPU, Türkiye’de henüz hala 5,25 EUR seviyelerindedir. Buna ek olarak, Türkiye’nin demografik yapısı da hala büyümeyi destekleyecek konumdadır.** TÜİK verilerine göre, nüfus kırılımında yaklaşık %22’lik paya sahip olan 0-14 yaş grubu, henüz telekomünikasyon sektörünün müşterisi konumunda değildir. Bunun yanı sıra, genç nüfus oranının yüksek olması, bilgi ve iletişim teknolojilerinin yaygınlığı ve kullanımı açısından oldukça önemli konumdadır.

Telekom sektörü

- Peki, 2025 yılında bizi neler bekliyor? Aslında 2024 yılından çok da farklı düşünceler içinde değiliz. 2024 yılında gördüğümüz rekabetin, 2025 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Bu rekabet, telekom şirketlerinin, abone kazanımları üzerinde zaman zaman baskı oluşturacaktır. Ancak, ARPU tarafında, agresif olmamakla beraber, enflasyon üzerinde büyümenin devam etmesini bekliyoruz.
- **2024 yılında gündemimizde olmasını beklediğimiz, ancak, henüz gerçekleşmeyen konu; imtiyaz sözleşmesi.** Şubat 2026'da tamamlanacak olan mevcut imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesi için 2023'ün başlangıcında BTK'ya başvuran Türk Telekom, 2024'te sabit hat hizmetleri imtiyaz sözleşmesinin BTK tarafından yenilenmesi halinde ikincil halka arza hazırlandığını açıklamıştı. Ancak, 2024 yılında imtiyaz sözleşmesi tarafında önemli bir adım atılmadığını gördük. 2025 yılına yönelik ise henüz herhangi bir açıklamada bulunulmadı.
- Telekom sektörü için en son gelişmeyi ise 6 Ocak 2025 tarihinde Cumhurbaşkanı Sn. Recep Tayyip Erdoğan'ın X hesabında yaptığı **«İnternet ve dijital altyapımızı güçlendirecek yeni bir adım atıyoruz. Uçtan uca yerli ve millî 5G Haberleşme Şebekesi Projemiz kapsamında 5G ihalemizi 2025 senesi içinde yapacağız. 2026 yılında da ilk sinyalizimizi almayı hedefliyoruz.»** paylaşımı ile takip ettik. Kuşkusuz 5G sürecinin Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlere pozitif etkisi olacaktır. Ancak, bu sürecinin aynı zamanda yüksek yatırım harcaması gerektireceğinin de göz ardı edilmemesi düşünüyoruz.
- Devam eden ARPU büyümesi ve halihazırda ulaşılmış olan karlılık rakamlarıyla TCELL ve TTKOM'un 2025 yılında da ön planda olmasını bekliyoruz. İki şirket arasındaki farklılaşmayı ise Turkcell tarafında temettü ödeme planı, Türk Telekom tarafında ise karlılık açısından bir miktar daha marjlarda iyileşme göreceğimiz bir yıl olması olarak öne çıkarabiliriz. Türk Telekom'un geçen yılda da olduğu gibi imtiyaz yenilemesi ve 5G yatırım planı dolayısıyla temettü ödemesini beklemiyoruz.

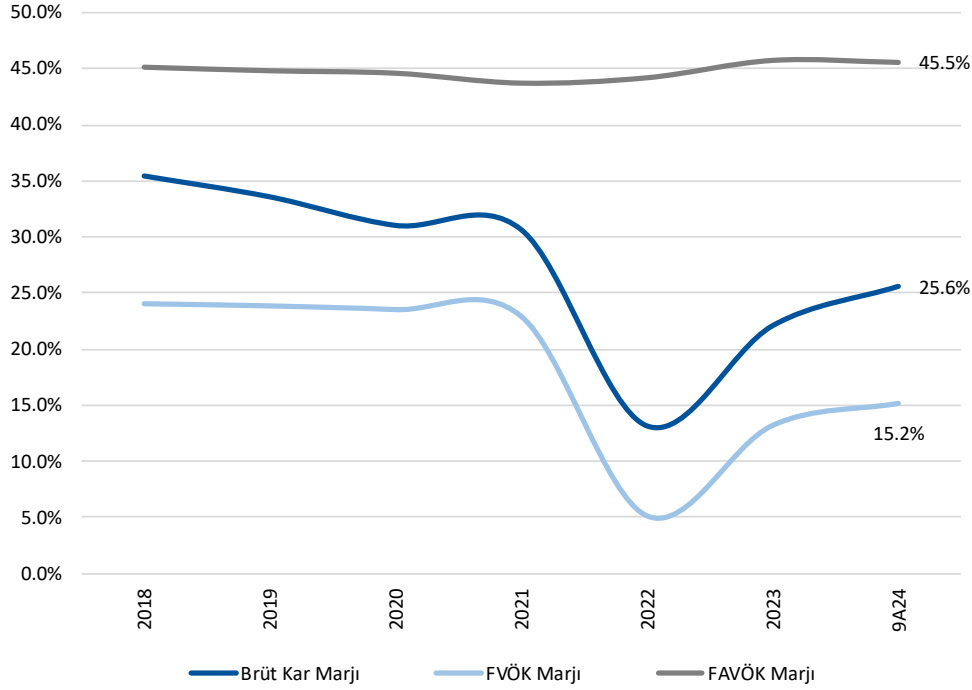
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|------|-----------|--------|
| TCELL | 192.00 | AL | 214,500 | 6,081 | 71% | 30% | 4.95 | 3.54 | 1.23 |
| TTKOM | 91.00 | AL | 162,680 | 4,612 | 78% | 36% | 6.34 | 4.07 | 1.20 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

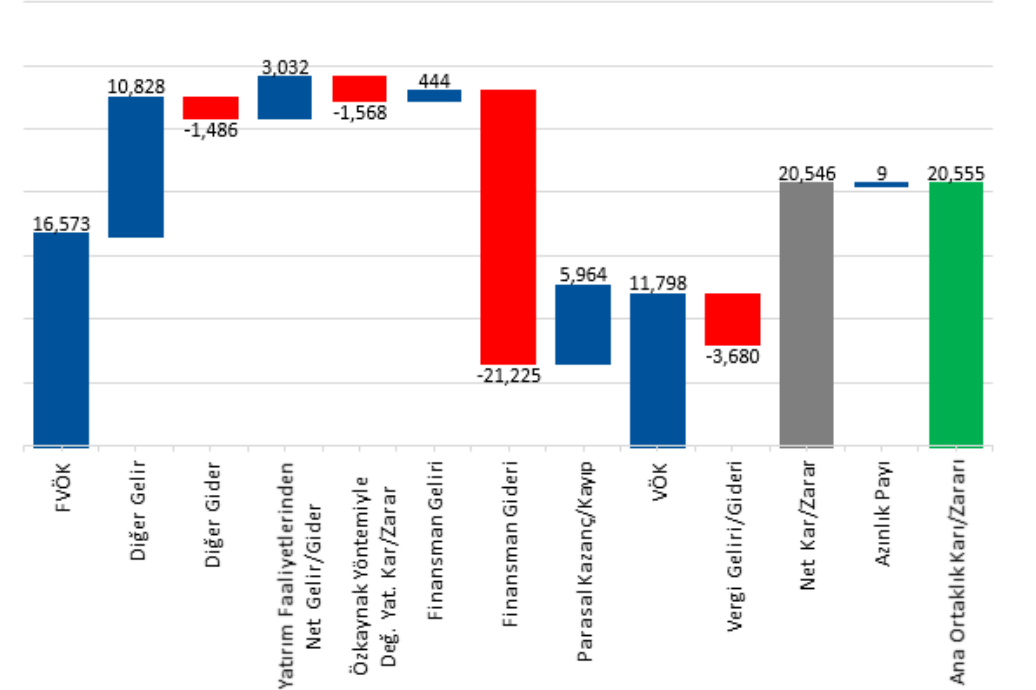
Turkcell

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

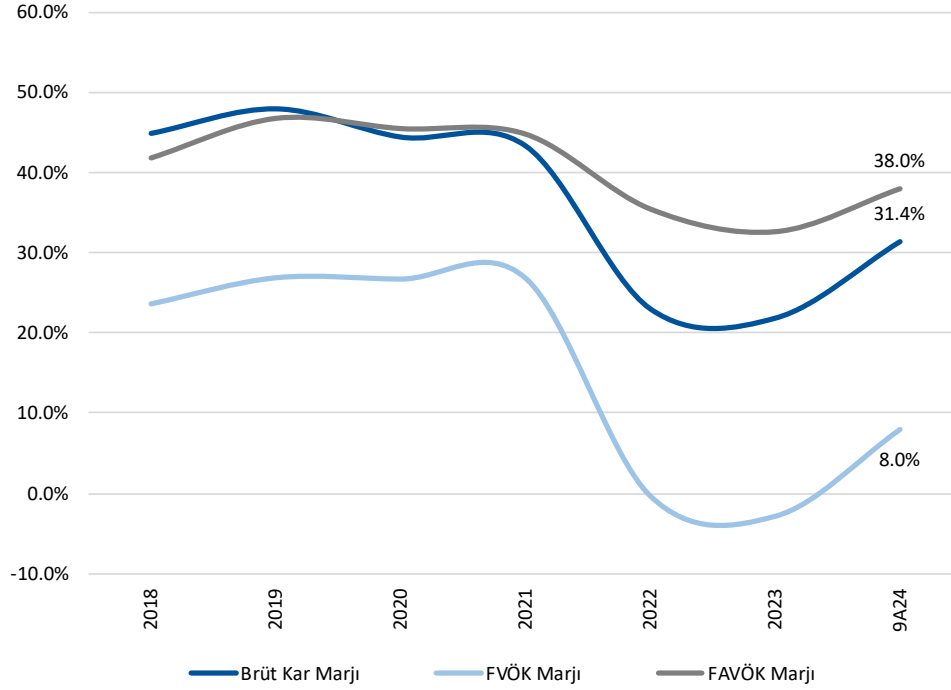
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

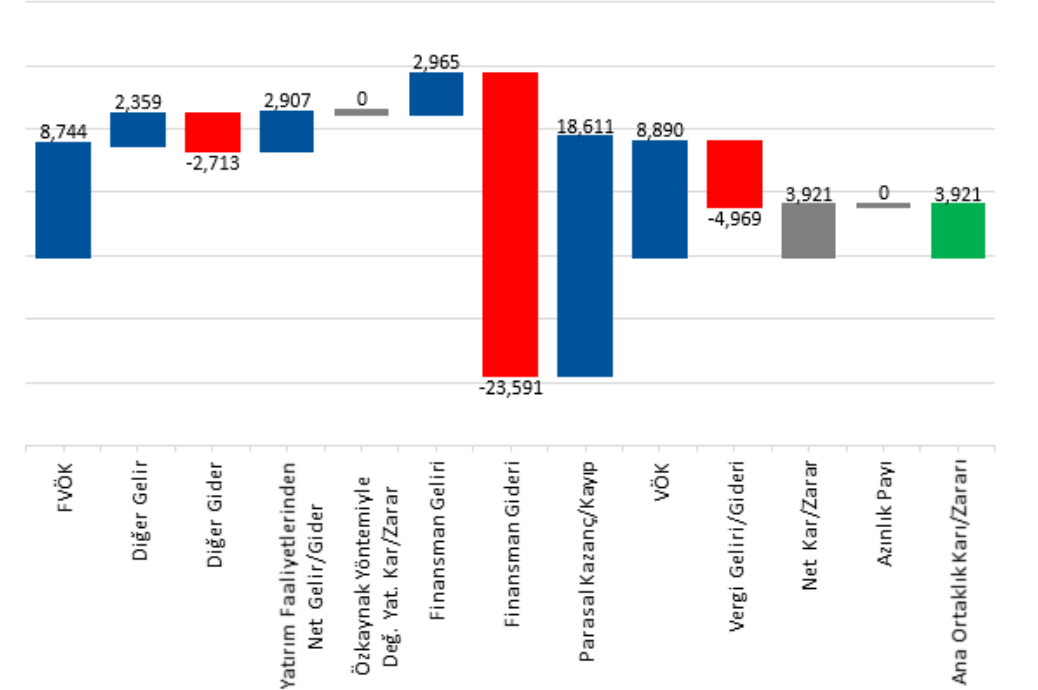
Türk Telekom

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Yapı malzemeleri sektörü

- **Sektörde 2024 yılının ilk yarısında, 2023 yılından kaynaklanan baz etkisiyle birlikte içeride, özellikle deprem bölgesindeki aktivite ile birlikte, büyüme görülürken, ihracat tarafında daralma yaşandı.** İhracattaki daralmaya Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmelerin de olumsuz katkısı oldu. Diğer taraftan, yıla başlarken ürün fiyatlarının sabit kalması ve sonrasında yapılan fiyat düzeltmelerinin enflasyonun gerisinde kalması sonucunda ciro tarafındaki büyümeler, enflasyon muhasebesi uygulanmış finansal tablolarda geçen yılın gerisinde kaldı. Yılın ikinci yarısına doğru ise enerji fiyatlarının stabil izlenmesi ve alternatif enerji kaynakları kullanımının maliyetlerin etkin bir şekilde yönetilmesini kolaylaştırması marjların güçlü sonuçlanmasına imkan tanıdı.
- Piyasa tarafında ise 24 şirketin bulunduğu XTAST endeksinin yılın ilk çeyreğinde ivmelendiğini ama sonrasında kazanımlarını geri verdiğini ve bu döngüde güçlü getiri yaratamadığını izledik. Kasım ayı itibarıyla ise Suriye'deki gelişmelerin etkisiyle birlikte endeksin yukarı yönlü ivmelenmeyi tekrardan kazandığını gördük.
- **2025 yılında sektörün hem makro ekonomi tarafında hem de diğer gelişmeler bakımından önemli başlıklar çerçevesinde gelişeceğini düşünüyoruz.** Makro ekonomi tarafında yılın ikinci yarısında ekonomik aktivitenin artmasıyla birlikte iç tarafta yapı malzemelerine olan talebin artacağını değerlendiriyoruz. Ek olarak, enerji maliyetlerinin stabil izlenmesi ile birlikte maliyet yönetimi sayesinde marjların güçlü kalabileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan ise Suriye'nin yeniden imarı Türkiye'deki üreticiler için fırsatlar yaratırken; diğer önemli bir başlık olarak da ekonomik koşulların el vermesiyle birlikte sosyal konut yapımları ve özellikle İstanbul çevresindeki dönüşümün ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz. Büyük montanlı alt-üst yapı projelerinin de belirli ivme kazanması beklenebilir.
- **Biz, asıl ayrışmanın ise şirketler bazında olacağını değerlendirmekteyiz.** Bu yaklaşım çerçevesinde Çimsa'nın son dönemde gerçekleştirdiği Mannok ve Amerika'daki gri çimento yatırım faaliyetleri ile birlikte sektördeki konumunu daha fazla pekiştirdiğini ve hatta global oyuncu konumunu da güçlendirdiğini düşünüyoruz. 2025 yılına girerken, mevcut değerlemelerini ve büyüme potansiyelini baz aldığımızda, yıl içerisinde getiri bakımından ayrışabileceği kanaatindeyiz. Akçansa'yı alt-üst yapı projelerinin ve kentsel dönüşüm projelerinin yoğun olarak gerçekleşmesi planlanan Marmara Bölgesi'ndeki güçlü pazar payına sahip olmasıyla beğeniyoruz. Kalekim'i ise devam eden ve potansiyel yatırımları, döviz bazlı gelirleri ve sağlıklı bilanço yapısıyla takip ediyoruz.

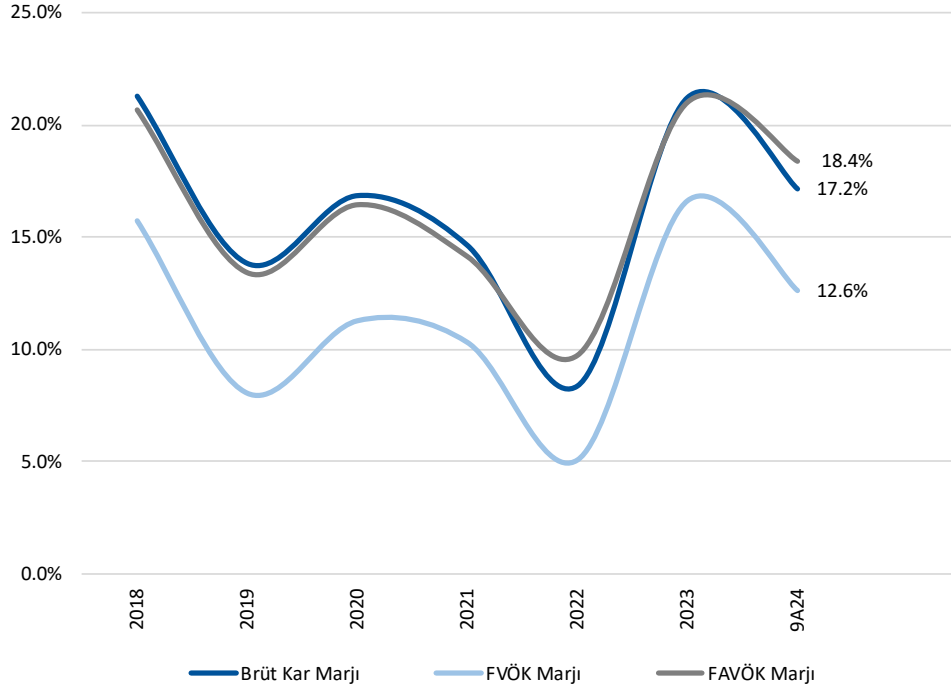
| Hisse | 12 Aylık Hedef Fiyat | Öneri | Piyasa Değeri (TL mn) | Piyasa Değeri (USD mn) | 2024 Yılı Nominal Performans | 2024 Yılı Relatif Performans | F/K* | FD/FAVÖK* | PD/DD* |
|-------|----------------------|-------|-----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------|-----------|--------|
| AKCNS | 230.70 | TUT | 34,575 | 980 | 32% | 0% | 17.80 | 9.37 | 1.89 |
| CIMSA | 68.40 | AL | 42,949 | 1,217 | 64% | 25% | 9.33 | 8.45 | 1.73 |
| KLKIM | 55.80 | AL | 15,631 | 443 | 46% | 11% | 15.91 | 9.33 | 4.14 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

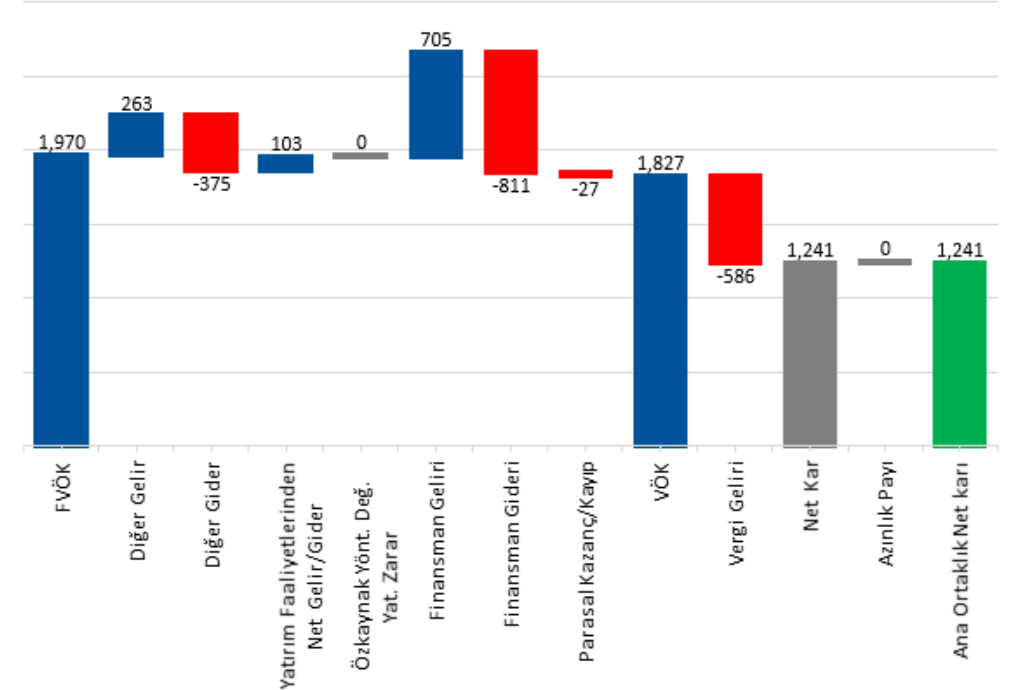
Akçansa

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

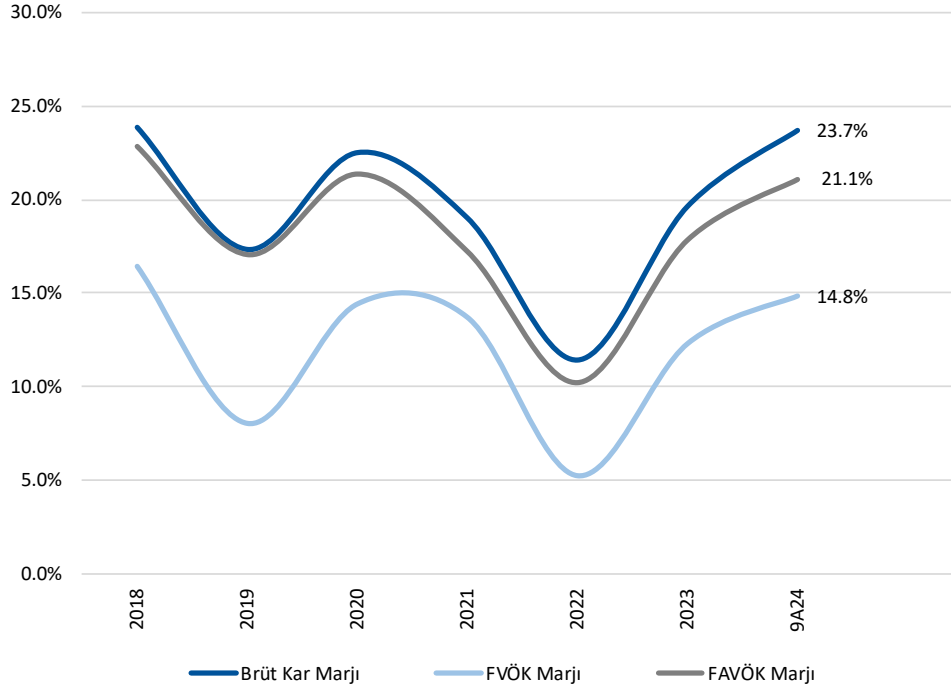
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

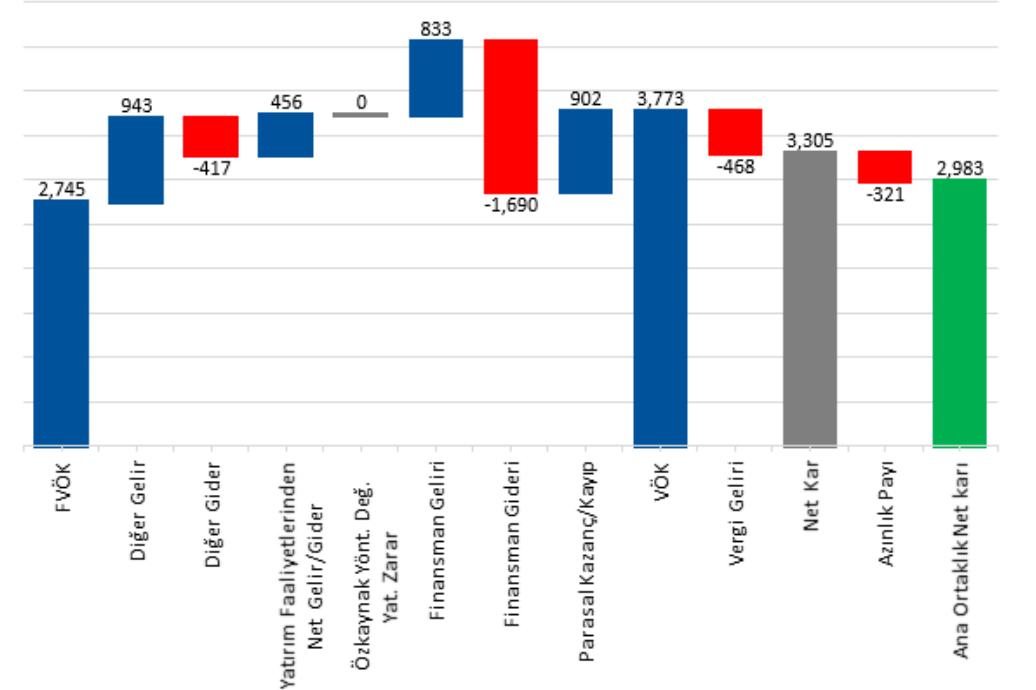
Çimsa

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

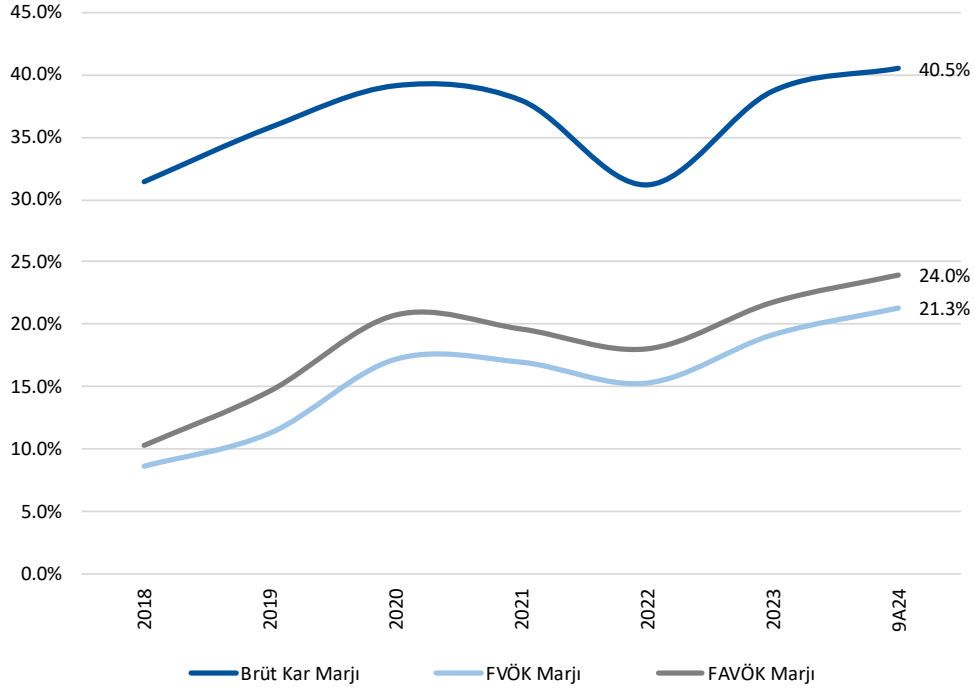
9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

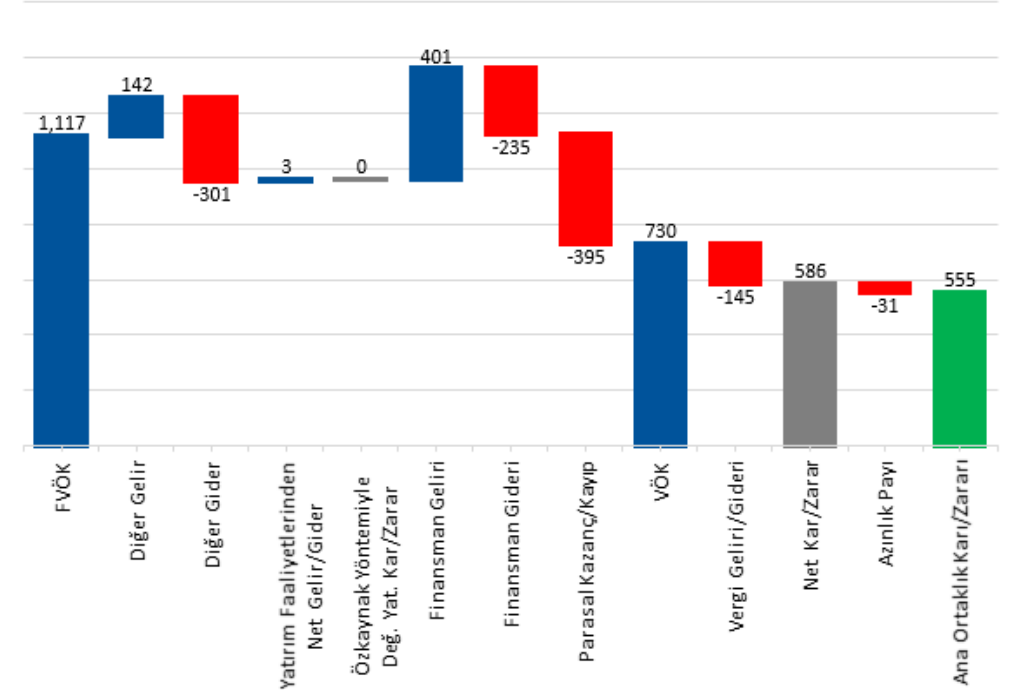
Kalekim

Karlılık Gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A24 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

■ Temettü tahminlerimiz

Temettü tahminlerimiz

| Şirket | Hisse Kapanış Fiyatı (TL) | Hisse Başına Brüt Temettü (TL) | Toplam Brüt Temettü (milyon TL) | Temettü Verimliliği |
|--------|---------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------|
| DOAS | 202.00 | 20.07 | 4,416 | 9.9% |
| TUPRS | 146.40 | 9.35 | 18,014 | 6.4% |
| TTRAK | 710.00 | 42.36 | 4,238 | 6.0% |
| TCELL | 97.50 | 5.31 | 11,676 | 5.4% |
| MAVI | 82.90 | 4.04 | 1,606 | 4.9% |
| FROTO | 944.00 | 44.48 | 15,610 | 4.7% |
| ENJSA | 61.50 | 2.75 | 3,247 | 4.5% |
| AZTEK | 48.66 | 2.06 | 206 | 4.2% |
| ENKAI | 49.90 | 1.56 | 9,346 | 3.1% |
| GWIND | 30.90 | 0.93 | 500 | 3.0% |
| KCHOL | 185.70 | 5.52 | 14,000 | 3.0% |
| DOHOL | 14.79 | 0.41 | 1,082 | 2.8% |
| CIMSA | 45.42 | 1.25 | 1,184 | 2.8% |
| EREGL | 24.08 | 0.63 | 4,413 | 2.6% |
| AYGAZ | 168.70 | 4.26 | 936 | 2.5% |
| AKSA | 11.70 | 0.29 | 1,124 | 2.5% |
| AKCNS | 180.60 | 4.36 | 835 | 2.4% |
| SAHOL | 102.80 | 2.38 | 5,000 | 2.3% |
| BIMAS | 527.00 | 11.71 | 7,110 | 2.2% |
| INDES | 8.00 | 0.17 | 130 | 2.2% |
| CCOLA | 56.40 | 1.11 | 3,099 | 2.0% |

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

| Şirket | Hisse Kapanış Fiyatı (TL) | Hisse Başına Brüt Temettü (TL) | Toplam Brüt Temettü (milyon TL) | Temettü Verimliliği |
|--------|---------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------|
| AKSEN | 41.04 | 0.78 | 952 | 1.9% |
| YATAS | 28.38 | 0.53 | 79 | 1.9% |
| LOGO | 118.90 | 2.11 | 201 | 1.8% |
| BIGCH | 30.30 | 0.52 | 56 | 1.7% |
| TABGD | 155.70 | 2.45 | 641 | 1.6% |
| MGROS | 530.50 | 8.31 | 1,505 | 1.6% |
| LKMNH | 19.09 | 0.27 | 59 | 1.4% |
| ALARK | 94.90 | 1.16 | 505 | 1.2% |
| TEZOL | 17.00 | 0.21 | 103 | 1.2% |
| KLKIM | 33.98 | 0.37 | 172 | 1.1% |
| TOASO | 206.10 | 2.24 | 1,118 | 1.1% |
| SELEC | 83.70 | 0.71 | 443 | 0.9% |
| BRISA | 89.90 | 0.71 | 216 | 0.8% |
| ALFAS | 69.90 | 0.49 | 180 | 0.7% |
| MEDTR | 51.50 | 0.29 | 35 | 0.6% |
| SISE | 41.88 | 0.24 | 722 | 0.6% |
| TKFEN | 67.55 | 0.36 | 134 | 0.5% |
| GENIL | 114.80 | 0.31 | 92 | 0.3% |
| ASELS | 77.30 | 0.20 | 890 | 0.3% |
| KONTR | 39.10 | 0.07 | 48 | 0.2% |

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

| Şirket | Hisse Kapanış Fiyatı (TL) | Hisse Başına Brüt Temettü (TL) | Toplam Brüt Temettü (milyon TL) | Temettü Verimliliği |
|--------|---------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------|
| AGESA | 137.00 | 5.67 | 1,020 | 4.1% |
| YKBNK | 31.18 | 1.21 | 10,201 | 3.9% |
| ANHYT | 101.20 | 3.70 | 1,591 | 3.7% |
| AKBNK | 64.75 | 1.92 | 9,972 | 3.0% |
| TSKB | 12.91 | 0.38 | 1,056 | 2.9% |
| ISMEN | 44.42 | 1.29 | 1,939 | 2.9% |
| TURSG | 15.99 | 0.45 | 2,233 | 2.8% |
| GARAN | 127.00 | 3.12 | 13,100 | 2.5% |
| ISCTR | 14.00 | 0.29 | 7,226 | 2.1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin 2024 temettü performansları

| Şirket | 2024 Toplam Brüt Temettü (milyon TL) | 2023 Net Karı (milyon TL) | Temettü Dağıtım Oranı | 2024 YBB Relatif Performansı |
|--------|--------------------------------------|---------------------------|-----------------------|------------------------------|
| AGESA | 300 | 1,374 | 22% | 106.9% |
| AKBNK | 9,971 | 66,479 | 15% | 40.8% |
| AKGRT | 0 | 1,185 | a.d. | 10.6% |
| ANHYT | 1,000 | 2,778 | 36% | 118.2% |
| ANSGR | 0 | 5,909 | a.d. | 31.5% |
| GARAN | 13,100 | 87,332 | 15% | 69.4% |
| HALKB | 0 | 10,112 | a.d. | 2.8% |
| ISCTR | 7,226 | 72,265 | 10% | 13.0% |
| ISMEN | 1,600 | 5,540 | 29% | 19.4% |
| TSKB | 0 | 7,041 | a.d. | 41.8% |
| TURSG | 1,000 | 6,155 | 16% | 50.2% |
| VAKBN | 0 | 25,046 | a.d. | 38.0% |
| YKBNK | 10,201 | 68,009 | 15% | 24.2% |
| ALARK | 421 | 6,625 | 6% | -22.2% |
| DOHOL | 131 | 297 | 44% | -0.1% |
| ENKAI | 10,500 | 16,969 | 62% | 13.9% |
| KCHOL | 20,287 | 72,230 | 28% | -0.6% |
| SAHOL | 6,181 | 15,427 | 40% | 24.7% |
| SISE | 2,200 | 17,121 | 13% | -30.2% |
| TKFEN | 0 | -1,150 | a.d. | 48.3% |
| AYGAZ | 1,506 | 5,954 | 25% | 4.1% |
| PETKM | 0 | 7,390 | a.d. | -24.5% |
| TUPRS | 43,000 | 53,577 | 80% | -13.8% |
| AKSEN | 1,600 | 5,497 | 29% | 3.0% |
| ALFAS | 300 | 1,039 | 29% | -37.7% |
| BIOEN | 0 | 948 | a.d. | -24.7% |
| GWIND | 437 | 624 | 70% | 21.6% |
| ENJSA | 3,295 | 4,517 | 73% | 2.5% |
| EREGL | 1,750 | 4,033 | 43% | -8.4% |
| KRDMD | 0 | 1,087 | a.d. | -13.3% |
| AKSA | 1,619 | 1,652 | 98% | 20.6% |
| ALKIM | 0 | 271 | a.d. | -15.1% |
| HEKTS | 0 | -878 | a.d. | -59.3% |
| KMPUR | 120 | 608 | 20% | -49.9% |
| DOAS | 11,200 | 19,622 | 57% | -33.2% |
| FROTO | 20,195 | 49,056 | 41% | 1.2% |
| KORDS | 0 | 183 | a.d. | -29.8% |
| TOASO | 10,000 | 15,083 | 66% | -20.0% |
| TTRAK | 9,000 | 9,342 | 96% | -11.3% |

* 2024 yılı içerisinde ödenen nakit temettüleri hesaba dahil edilmiş olup bedelsiz sermaye artırımları hariç tutulmuştur.

| Şirket | 2024 Toplam Brüt Temettü (milyon TL) | 2023 Net Karı (milyon TL) | Temettü Dağıtım Oranı | 2024 YBB Relatif Performansı |
|--------|--------------------------------------|---------------------------|-----------------------|------------------------------|
| OTKAR | 720 | 1,968 | 37% | -12.3% |
| BRISA | 1,036 | 3,986 | 26% | -8.3% |
| GENIL | 333 | 455 | 73% | 97.5% |
| LKMNH | 50 | 322 | 16% | 28.8% |
| MEDTR | 35 | 26 | 135% | 45.3% |
| MPARK | 0 | 4,530 | a.d. | 78.9% |
| SELEC | 155 | 223 | 70% | -0.9% |
| BIMAS | 8,501 | 15,441 | 55% | 36.2% |
| BIZIM | 0 | 70 | a.d. | -40.7% |
| MAVI | 845 | 1,784 | 47% | 16.3% |
| MGROS | 1,770 | 8,829 | 20% | 26.8% |
| SOKM | 1,500 | 4,446 | 34% | -39.3% |
| CCOLA | 2,000 | 20,580 | 10% | -3.7% |
| TABGD | 146 | 2,458 | 6% | -2.6% |
| ULKER | 0 | 3,379 | a.d. | 9.3% |
| BIGCH | 68 | 171 | 40% | 4.6% |
| ARCLK | 0 | 7,667 | a.d. | -16.0% |
| VESBE | 1,161 | 4,724 | 25% | -16.8% |
| VESTL | 0 | 1,450 | a.d. | 17.2% |
| YATAS | 0 | 700 | a.d. | -13.6% |
| AZTEK | 250 | 285 | 88% | -64.6% |
| HTTBT | 0 | 132 | a.d. | 61.8% |
| INDES | 260 | 508 | 51% | 1.5% |
| KAREL | 0 | 235 | a.d. | -33.2% |
| KONTR | 30 | 431 | 7% | -56.3% |
| LOGO | 400 | 140 | 285% | 10.4% |
| TCELL | 6,277 | 12,554 | 50% | 29.6% |
| TTKOM | 0 | 16,422 | a.d. | 35.6% |
| ASELS | 510 | 7,290 | 7% | 22.7% |
| AKCNS | 1,150 | 2,371 | 48% | 0.0% |
| CIMSA | 1,000 | 2,491 | 40% | 24.7% |
| KLKIM | 65 | 430 | 15% | 10.9% |
| PGSUS | 0 | 20,908 | a.d. | 21.8% |
| TAVHL | 0 | 7,530 | a.d. | 93.7% |
| THYAO | 0 | 163,003 | a.d. | -6.6% |
| TEZOL | 35 | 26 | 134% | -25.1% |
| EKGYO | 0 | -3,814 | a.d. | 50.4% |
| OZKGY | 0 | 2,942 | a.d. | 38.4% |
| TRGYO | 2,350 | 13,320 | 18% | 59.7% |

■ ESG

Araştırma kapsamımıza ait ESG skor durumları

| Hisse | ESG skor 2023 | ESG skor 2024 | Hisse | ESG skor 2023 | ESG skor 2024 |
|-------|---------------|---------------|-----------------------|---------------|---------------|
| AGESA | 1.64 | ☆ 2.19 | DOAS | - | ☆ 4.87 |
| AKBNK | 2.81 | ☆ 3.43 | FROTO | 2.81 | ☆ 2.81 |
| GARAN | 4.72 | ☆ 4.77 | TOASO | 2.21 | ☆ 2.63 |
| HALKB | 1.79 | ☆ 2.67 | TTRAK | 3.13 | ☆ 3.77 |
| ISCTR | 2.93 | ☆ 3.34 | BRISA | 2.74 | ☆ 3.07 |
| ISMEN | 1.02 | ☆ 2.65 | BIMAS | 2.4 | ☆ 4.29 |
| TSKB | 3.53 | ☆ 3.83 | MGROS | 3.38 | ☆ 3.57 |
| VAKBN | 1.61 | ☆ 1.50 | SOKM | 1.73 | ☆ 2.47 |
| YKBNK | 3.22 | ☆ 3.10 | CCOLA | 2.43 | ☆ 2.95 |
| DOHOL | 3.32 | ☆ 2.10 | ULKER | 3.07 | ☆ 3.47 |
| ENKAI | 3.71 | ☆ 5.29 | ARCLK | 4.03 | ☆ 4.02 |
| KCHOL | 2.72 | ☆ 3.10 | VESBE | - | ☆ 4.42 |
| SAHOL | 2.29 | ☆ 2.34 | VESTL | 2.21 | ☆ 2.73 |
| SISE | 3.90 | ☆ 3.57 | LOGO | 2.48 | ☆ 2.98 |
| TKFEN | 3.52 | ☆ 3.69 | TCELL | 3.89 | ☆ 4.03 |
| AYGAZ | 4.49 | ☆ 4.67 | TTKOM | 2.25 | ☆ 2.68 |
| PETKM | 1.22 | ☆ 3.32 | ASELS | 3.32 | ☆ 3.65 |
| TUPRS | 3.02 | ☆ 3.64 | AKCNS | 2.65 | ☆ 3.27 |
| AKSEN | 3.08 | ☆ 1.98 | CIMSA | 3.28 | ☆ 2.90 |
| ENJSA | 2.86 | ☆ 3.98 | PGSUS | 1.9 | ☆ 3.18 |
| EREGL | 2.70 | ☆ 3.31 | TAVHL | 3.31 | ☆ 3.91 |
| AKSA | 1.67 | ☆ 1.85 | THYAO | 5.17 | ☆ 5.98 |
| KRDMD | - | ☆ 3.27 | EKGYO | - | ☆ 1.24 |
| HEKTS | 1.32 | ☆ 1.22 | | | |
| | | | Ortalama | 2.83 | 3.27 |
| | | | En yüksek skor | 5.17 | 5.98 |
| | | | En düşük skor | 1.02 | 1.22 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ESG skoru, şirketlerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim kriterlerinin derecelendirildiği performans puanlamasıdır.

Her şirket 0 - 10 arasında puan almaktadır.

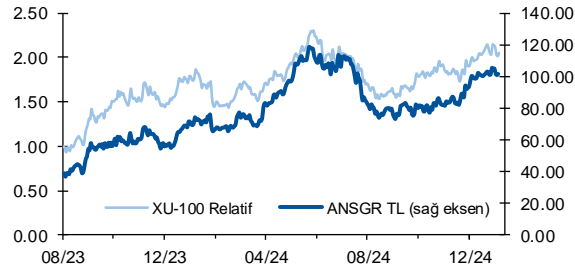
■ Deniz Yatırım Model Portföy

Model Portföy, Ocak 2025

- **ANSGR** : Karlılık odaklı prim üretimi yaklaşımı, çoklu dağıtım ağı ve güçlü İş Bankası sinerjisi, yönetilen varlık büyüklüğü ve elde edilen yatırım geliri, enflasyon üzerinde seyretmesini beklediğimiz çekirdek özsermaye karlılığı ile yeniden temettü ödeme potansiyeli ve güçlü Anadolu Hayat katkısı.
- **BIMAS** : Pazardaki güçlü konumu, güçlü mağaza trafiği, File ve yurt dışı operasyonları.
- **CCOLA** : Güçlü tedarik ağı, etkin maliyet ve fiyatlandırma yönetimi, pazar liderliği.
- **CIMSA** : İhracatçı pozisyon, yeşil ekonomiye uyumlu ürün çeşitliliği, beyaz çimento alanında global liderlerden biri olmasının yanında ABD’de yapılan gri çimento yatırımı.
- **FROTO** : Yatırım döneminde olması, elektrikli araç dönüşümüne katkısı, Ar-Ge merkezi, potansiyel risklere karşı koruyan iş modeli, Avrupa’nın en büyük ticari araç üreticisi olması, Türkiye’nin ihracat lideri konumunda olması ve düzenli temettü ödemesi.
- **HTTBT** : Sektördeki konumu, ürün gelişmişlik düzeyi, dengeli müşteri portföyü, büyüme hedefleri.
- **GARAN** : Kuvvetli marj ve operasyonel gider yönetimine ek olarak yüksek sermaye yeterliliği ile ön planda kalmaya devam edeceğine yönelik beklentimiz.
- **GWIND** : Sektördeki kuvvetli konumu, büyüme hedefleri, temettü ödemeleri.
- **KAREL** : Büyüme potansiyeli ve katma değeri yüksek ürün portföyü, döviz bazlı gelir yapısı, yeni yatırımlarla desteklenen büyüme hikayesi, net borç ve işletme sermayesi ihtiyacını düşürme hedefi.
- **PGSUS** : Düşük maliyetli havayolu taşımacılığına olan ilginin artması, nakit pozisyonu, artan yan gelirleri, genç filo yapısı ve yakıt tasarrufu sağlayan uçakları
- **SAHOL** : Güçlü bilanço yapısı, net aktif değer (NAD) iskontosu, orta vadeli hedefleri, yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımlar ve kesintisiz temettü ödemesi.
- **TABGD** : Geniş bir gıda ekosisteminin kritik bileşeni olması, portföyündeki markaların bilinirliği, güçlü FAVÖK marjı ve iskontolu öngördüğümüz değerlendirme.
- **TAVHL** : Büyümesini güçlendiren yatırımları, çeşitlendirilmiş iş kolları, Almatı katkısı ve artan ticari gelirleri
- **YKBNK** : Olumlu marj dinamiği, sektöre görece yüksek verimliliği ve artan karlılığı.

Anadolu Sigorta

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|----------------|-------|--------|--------|
| Bloomberg Hisse Kodu | ANSGR | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 101.30 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 174.30 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 72.1% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 63.70 - 122.00 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 187 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 500 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 50,650 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 87,150 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Kar | 1,133 | 5,909 | 10,081 | 12,461 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 3.6x | 2.7x | 5.0x | 4.1x |
| PD/DD | 0.7x | 1.1x | 1.7x | 1.3x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 1% | 26% | 52% | 73% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 2% | 14% | 19% | 31% |
| Hisse Performansı | | | | |



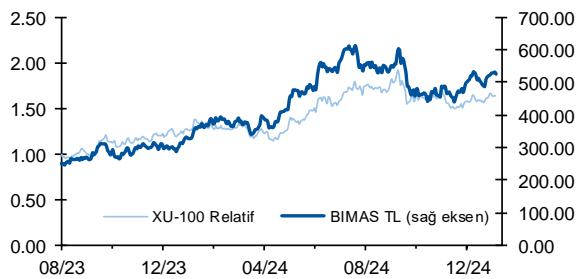
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Anadolu Sigorta (ANSGR) – AL – Hedef Fiyat: 174,30 TL

- Anadolu Sigorta, 2024 yılında %73 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %31 üzerinde performans göstermiştir. ANSGR hisseleri son 12 aylık verilere göre 6,1x F/K ve 1,8x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Anadolu Sigorta'yı 174,30TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Neredeyse hayat dışı segmentin her branşında var olan Anadolu Sigorta; kara araçları ve su araçları branşlarında lider, yangın, hava araçları, genel zararlar, nakliyat ve hava araçları sorumluluk branşlarında ikinci konumdadır. **2023 yılını 44.2 milyar TL prim üretimi ile tamamlayan Şirket, 11A24 döneminde 57,8 milyar TL prim üretimi gerçekleştirmiştir.** Kasım ayında yayımladığımız raporda, yılı 63 milyar TL prim üretimi ile tamamlamasını beklerken, beklentimizin üzerinde açıklanan Kasım ayı verisi ve yeni Aralık ayı beklentimizle **yılı yaklaşık olarak 65 milyar TL brüt prim üretimi ile tamamlamasını bekliyoruz.** Şirket'in, 2025 yılında da enflasyonun üstünde brüt prim üretim elde etmesini öngörüyoruz.
- Prim üretiminin yanı sıra branş bazında alınan aksiyonların ise karlılık tarafındaki artışı desteklediği görülmektedir. Regülasyonun oldukça etkili olduğu zorunlu trafik branşında Anadolu Sigorta'nın, portföyündeki trafik branşı prim üretimini ve dolayısıyla sektördeki pazar payını düzenli şekilde azalttığı görülmektedir. Kaskoda ise daha yüksek paya sahip olması, karlılık açısından önem arz etmektedir. **2024 yılı için hasar prim oranının %83, masraf oranının %22 ve paralelinde bileşik rasyonun %103 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Uzun vadeli bileşik rasyo beklentimiz ise %105 seviyesinde oluşmaktadır.**
- Satış kanalında banka ağırlığını artırıyor olması da hem karlılık tarafını hem de prim üretimini destekleyen bir diğer unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.
- Anadolu Sigorta'nın 2023 yılında 32 milyar TL olan fon büyüklüğü ise 9A24 döneminde %55 artış göstererek yaklaşık 50 milyar TL'ye ulaşmıştır. **Yönetilen fon büyüklüğündeki artış ve sağlıklı yatırım portföyü finansal yatırımlardan elde edilen gelirlerdeki artışın temellerini oluşturmaktadır.**

BİM Birleşik Mağazaları

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|-----------------|---------|---------|---------|
| Bloomberg Hisse Kodu | BIMAS | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 527.00 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 755.50 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 43.4% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 303.78 - 620.95 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 2,237 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 607 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 319,994 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 458,740 | | | |
| Net Borç | 14,449 | | | |
| Firma Değeri | 334,443 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 279,253 | 328,442 | 492,523 | 698,275 |
| FAVÖK | 13,632 | 13,751 | 20,671 | 32,047 |
| Net Kar | 16,596 | 15,441 | 17,781 | 25,138 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 3.6x | 8.3x | 18.0x | 12.7x |
| PD/DD | 1.0x | 1.4x | 2.9x | 2.4x |
| FD/FAVÖK | 5.3x | 10.8x | 16.2x | 10.4x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 3% | 15% | 68% | 79% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 4% | 4% | 32% | 36% |



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ BİM Birleşik Mağazaları (BIMAS) – AL – Hedef Fiyat: 755,50 TL

- **BİM Birleşik Mağazaları, 2024 yılında %79 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %36 üzerinde performans göstermiştir. BIMAS hisseleri son 12 aylık verilere göre 14,9x F/K ve 19,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. BİM Birleşik Mağazalar'ı 12-aylık hedef fiyatımızı 739,00 TL'den 755,50 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.**
- **Yurt dışı operasyonları ve private label markalarıyla öne çıkan BİM Mağazalar'ı; pazar liderliği, geniş bir coğrafyada farklı marka & marketlerle herkese hitap ederek ürünlerine olan talebin trend içerisinde olması gibi nedenlerle beğeniyoruz.**
- **Yılın ilk yarısında asgari ücret sebebiyle operasyonel karlılık baskılınsa da yılın ikinci yarısında faaliyet kaldırıcının da etkisiyle marjların toparlanacağını düşünüyoruz.** Büyüme tarafında ise, açılacak veya yenilenecek şubeler ve ürün karmasındaki değişimler kritik olacaktır. Ek olarak, *Ramazan* döneminin 2025'te Mart ayına yansımaları, alım gücü nispeten yükselen tüketicinin daha fazla harcama yapmasına bağlı olarak, operasyonel karlılığı çeyrek bazında destekleyebilir. File'nin ise tüketici tarafında daha fazla tercih edilmesini bekleyebiliriz.
- Diğer taraftan, pazar lideri konumunda olması Şirket'in marjlarını sektöründe üzerinde korumasını sağlamaktadır. Ayrıca, yurt dışında Fas ve Mısır gibi temel ihtiyaçlara yapılan harcamaların yoğun olduğu ve kalabalık nüfusa sahip ülkelerdeki faaliyetlerin de satışları destekleyeceğini düşünmekteyiz.
- **i) iç talepte yaşanacak durgunluk ii) enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.**

Coca Cola İçecek

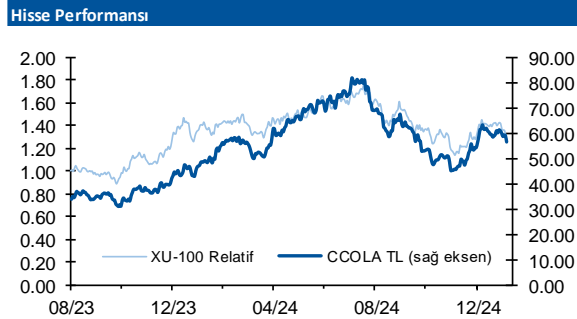
| Hisse Verileri | |
|------------------------------------|---------------|
| Bloomberg Hisse Kodu | CCOLA |
| Mevcut Fiyat (TL) | 56.40 |
| Hedef Fiyat (TL) | 82.40 |
| Getiri Potansiyeli (%) | 46.1% |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 42.53 - 83.82 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 470 |
| Sermaye (mln TL) | 2,798 |
| Pazar | Yıldız Pazar |

| Hisse Verileri (mln TL) | |
|--------------------------|---------|
| Piyasa Değeri | 157,812 |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 230,562 |
| Net Borç | 24,716 |
| Firma Değeri | 182,528 |

| Hisse Verileri (mln TL) | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-------------------------|--------|---------|---------|---------|
| Net Satış | 93,190 | 101,042 | 140,106 | 187,054 |
| FAVÖK | 16,024 | 17,918 | 27,930 | 35,902 |
| Net Kar | 13,877 | 20,580 | 18,240 | 21,852 |

| Çarpanlar | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-----------|------|------|-------|-------|
| F/K | 2.6x | 3.7x | 8.7x | 7.2x |
| PD/DD | 0.9x | 1.4x | 2.1x | 1.7x |
| FD/FAVÖK | 2.9x | 5.4x | 6.5x | 5.1x |

| Hisse Performansı | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
|------------------------|------|------|-------|------|
| Nominal Getiri | -8% | 6% | 25% | 27% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -7% | -4% | -2% | -4% |



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Coca Cola İçecek (CCOLA) – AL – Hedef Fiyat: 82,40 TL

- **Coca Cola İçecek, 2024 yılında %27 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %4 gerisinde performans göstermiştir. CCOLA hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,8x F/K ve 7,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Coca Cola İçecek için 12-aylık hedef fiyatımız 82,40 TL ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.**
- **Operasyonlarını yönettiği pazarlardaki makroekonomik gelişmelere karşı hızlı reaksiyon alması, tedarik zinciri yönetimi ve türev varlıklarla zenginleştirilmiş etkin maliyet yönetimi, farklılaştırılmış geniş ürün yelpazesi ve düzenli temettü ödemesi dolayısıyla Coca Cola İçecek'i beğeniyoruz.**
- **Şirket, 2024'te, içeride talebin azalması ve dışarıda da en önemli pazar olan Pakistan'daki katkıların sınırlı olması nedeniyle satış hacimlerinde baskı görürken, buna karşın, fiyatlama tarafında ciroyu destekleyebildi. Diğer taraftan, 9A24 döneminde FAVÖK marjının korunabilmesi bu cephede kısmi büyümeyi getirdi. Son çeyrek operasyonel anlamda zayıf olmasına rağmen, geçen yılın baz etkisiyle toparlanma sürecine girdiğini düşündüğümüz için olumlu sonuçlanabilir.**
- **Şirket, 2025 yılında Irak ve Azerbaycan'da greenfield yatırımı gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Ek olarak, özellikle yılın ikinci yarısından sonra, bu senenin yarattığı baz etkisiyle içeride satış hacimlerinin toparlanacağını değerlendirmekteyiz. Fiyatlama tarafında dinamikleri takip edeceğini düşünmekle birlikte, ürün miksini ayarlanması ile birlikte brüt kar marjının destekleneceğine inanıyoruz.**
- **i) tedarik zincirinde yaşanabilecek problemler ve lojistik maliyetlerdeki yükseliş ii) hammadde fiyatlarındaki artış iii) satın alma gücündeki azalma iv) olası jeopolitik riskler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.**

Çimsa

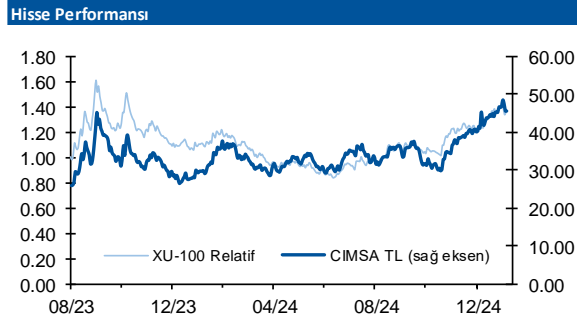
| Hisse Verileri | |
|------------------------------------|---------------|
| Bloomberg Hisse Kodu | CIMSA |
| Mevcut Fiyat (TL) | 45.42 |
| Hedef Fiyat (TL) | 68.40 |
| Getiri Potansiyeli (%) | 50.6% |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 27.59 - 48.96 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 514 |
| Sermaye (mln TL) | 946 |
| Pazar | Yıldız Pazar |

| Hisse Verileri (mln TL) | |
|--------------------------|--------|
| Piyasa Değeri | 42,949 |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 64,678 |
| Net Borç | 3,150 |
| Firma Değeri | 46,099 |

| Hisse Verileri (mln TL) | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Net Satış | 20,820 | 20,505 | 27,522 | 43,253 |
| FAVÖK | 2,133 | 3,660 | 5,704 | 8,530 |
| Net Kar | 4,077 | 2,491 | 3,948 | 5,593 |

| Çarpanlar | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-----------|------|------|-------|-------|
| F/K | 1.6x | 8.8x | 10.9x | 7.7x |
| PD/DD | 0.4x | 0.9x | 1.1x | 0.9x |
| FD/FAVÖK | 3.7x | 6.9x | 8.1x | 5.4x |

| Hisse Performansı | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
|------------------------|------|------|-------|------|
| Nominal Getiri | 11% | 43% | 63% | 64% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 12% | 30% | 28% | 25% |



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Çimsa (CIMSA) – AL – Hedef Fiyat: 68,40 TL

- Çimsa, 2024 yılında %64 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %25 üzerinde performans göstermiştir. CIMSA hisseleri son 12 aylık verilere göre 9,3x F/K ve 8,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Çimsa'yı 12-aylık hedef fiyatımızı 51,30 TL'den 68,40 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Çimsa'yı, net ihracatçı konumu, büyümesini organik ve inorganik yöntemlerle devam ettirme sürecinde olması, beyaz çimento alanında global liderlerden biri olması ve kar marjlarını yukarı seviyelerde koruyacağı beklentisi gibi sebeplerden dolayı beğeniyoruz.
- Şirket için 2025 yılında birden fazla başlığın öne çıkacağını değerlendiriyoruz. Mannok satın alımı ile Şirket, global büyüklüğünü pekiştirirken, pazar erişimini de artırmaktadır. Diğer taraftan, Amerika'da yapılan gri çimento öğütme tesisiyle birlikte beyaz çimento operasyonlarına ek olarak gri çimento kategorisinde de varlığını artırmaktadır. Bir diğer önemli başlık ise, Mersin'deki varlıkların Suriye'deki gelişmeler çerçevesinde gelişen fırsatlar için oldukça elverişli olmasıdır.
- Yurt içinde, ekonomik aktivitenin hızlanmasıyla birlikte büyük montanlı alt ve üst yapı yatırımlarının hız kazanma beklentisi ve kentsel dönüşüm projelerinin gündemde olmasını önemli etkenler olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Finansal açıdan ise son Mannok satın alımı ile birlikte net borç/FAVÖK rasyosunda yükseliş görülmesinin, Şirket'in FAVÖK marjlarını koruyacağı beklentisi ile birlikte değerlendirme ve fiyatlama açısından yüksek derecede risk oluşturmadığını düşünüyoruz.
- i) enerji maliyetlerinin artması (elektrik, petrokok) ii) tedarik zincirinde yaşanabilecek aksamalar iii) inşaat sektörünün beklenenden daha yavaş büyümesi iv) yükselen konut fiyatlarıyla beraber konut satışlarının yavaşlaması v) makro ekonomik riskler, değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Hitit Bilgisayar

Hisse Verileri

| | | |
|------------------------------------|-------|--------------|
| Bloomberg Hisse Kodu | | HTTBT |
| Mevcut Fiyat (TL) | | 41.76 |
| Hedef Fiyat (TL) | | 73.50 |
| Getiri Potansiyeli (%) | | 76.0% |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 24.69 | 51.55 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | | 44 |
| Sermaye (mln TL) | | 300 |
| Pazar | | Yıldız Pazar |

Hisse Verileri (mln TL)

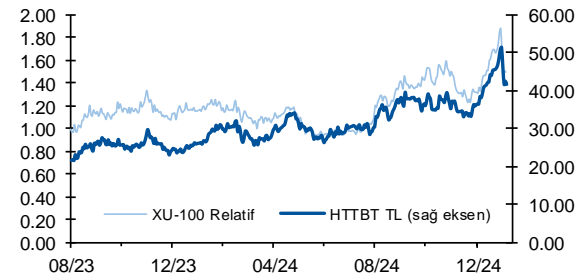
| | | |
|--------------------------|--|--------|
| Piyasa Değeri | | 12,528 |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | | 22,050 |
| Net Borç | | -275 |
| Firma Değeri | | 12,253 |

| Hisse Verileri (mln TL) | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-------------------------|------|------|-------|-------|
| Net Satış | 311 | 609 | 1,118 | 1,727 |
| FAVÖK | 131 | 231 | 451 | 709 |
| Net Kar | 59 | 132 | 263 | 408 |

| Çarpanlar | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| F/K | 36.8x | 41.9x | 47.6x | 30.7x |
| FD/FAVÖK | 14.3x | 22.0x | 27.1x | 17.3x |

| Hisse Performansı | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
|------------------------|------|------|-------|------|
| Nominal Getiri | 8% | 16% | 63% | 113% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 10% | 5% | 28% | 62% |

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Hitit Bilgisayar (HTTBT) – AL – Hedef Fiyat: 73,50 TL

- Hitit Bilgisayar, 2024 yılında %113 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %62 üzerinde performans göstermiştir. HTTBT hisseleri son 12 aylık verilere göre 52,7x F/K ve 33,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Hitit Bilgisayar için 51,43 TL olan hedef fiyatımızı 73,50 TL olarak revize ediyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- %100 yerli teknolojisi ile havacılık ve seyahat endüstrisine “Crane” markalı yazılım çözümleri ile hizmet veren Hitit Bilgisayar, dünyadaki en büyük 3. Yolcu Hizmetleri Sistemleri (Passenger Service System) sağlayıcısıdır. Şirket, aynı zamanda, havayollarının tüm ihtiyaçlarını karşılayabilen çözümleri ile sektörde tek noktadan tüm hizmetleri aynı anda verebilmektedir.
- 2024 yılında gördüğümüz birçok küçük, ancak, farklı bölgelerde yer alan havayolu şirketlerini bünyesine katan Hitit Bilgisayar, hem müşteri portföyünü hem de «know how» ağını genişletmiştir. Sürekli yatırım döngüsü içinde olan Şirket’in havayollarının değişen ve gelişen sistemlerinde önemli rol oynamaya devam edeceğini düşünüyoruz.
- 2024’te, sıklıkla sorulan, likidite problemi için çözüm olacak 2 önemli adım atılmıştır: bedelsiz sermaye artışı ve katılım endeksinde giriş. Majör endeksler içerisinde orta vadede yer almayı hedeflediklerini sıklıkla belirten Şirket için 2025 yılı, güçlenen finansal sonuçlar ile bu hedeflerini gerçekleştirmek için önemli bir dönüş noktası olabilir.
- Şirket, 2024 yılı için güçlü beklentiler paylaşmış, yıl boyunca da beklentilerini, hedeflerini ve stratejileri küçültmemek adına değiştirmediklerini ifade etmişti. Hatırlayacak olursak Şirket’in 2024 yılı beklentileri; i) ciroda %33 ile %38 aralığında büyüme ii) FAVÖK’te %43 ile %48 aralığında marj iii) net karda %25 ile %30 aralığında marj iv) yatırım/ciro oranı %30 ile %35 aralığı yönündeydi. Ayrıca, gerçekleştirilen son analist toplantısında, yıllar itibarıyla, belirli bir büyüklüğe ulaşana dek, bu büyüme hedeflerini koruyacaklarını açıklamış ve 2025 yılı için de benzer büyüme döngüsüne işaret etmişlerdi.

Ford Otosan

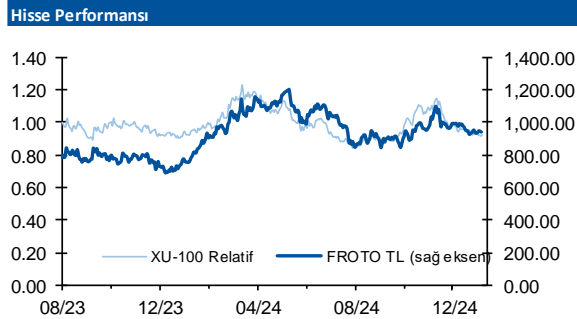
| Hisse Verileri | | |
|------------------------------------|--------|--------------|
| Bloomberg Hisse Kodu | | FROTO |
| Mevcut Fiyat (TL) | | 944.00 |
| Hedef Fiyat (TL) | | 1600.00 |
| Getiri Potansiyeli (%) | | 69.5% |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 713.22 | 1231.50 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | | 1,094 |
| Sermaye (mln TL) | | 351 |
| Pazar | | Yıldız Pazar |

| Hisse Verileri (mln TL) | |
|--------------------------|---------|
| Piyasa Değeri | 331,259 |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 561,456 |
| Net Borç | 99,196 |
| Firma Değeri | 430,455 |

| Hisse Verileri (mln TL) | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satış | 322,556 | 411,906 | 587,321 | 841,025 |
| FAVÖK | 31,981 | 42,710 | 43,560 | 53,925 |
| Net Kar | 27,730 | 49,056 | 39,025 | 47,015 |

| Çarpanlar | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-----------|------|------|-------|-------|
| F/K | 4.1x | 5.1x | 8.5x | 7.0x |
| PD/DD | 2.2x | 2.5x | 3.2x | 2.7x |
| FD/FAVÖK | 5.0x | 7.8x | 9.9x | 8.0x |

| Hisse Performansı | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
|------------------------|------|------|-------|------|
| Nominal Getiri | -5% | 5% | 28% | 33% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -4% | -5% | 1% | 1% |



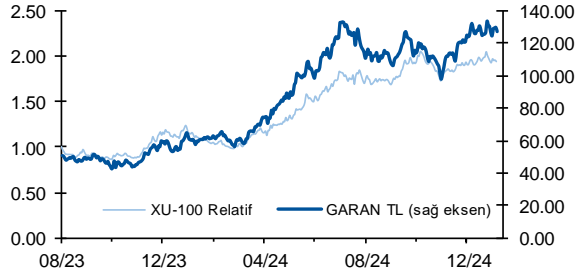
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Ford Otosan (FROTO) – AL – Hedef Fiyat: 1.600 TL

- Ford Otomotiv, 2024 yılında %33 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %1 üzerinde performans göstermiştir. FROTO hisseleri son 12 aylık verilere göre 6,5x F/K ve 12,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Ford Otomotiv için 12 aylık hedef fiyatımızı 1.423,54 TL'den 1.600 TL'ye yükseltiyor, önerimizi ise AL yönünde sürdürüp, Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. 2024 yılında olduğu gibi Ford Otosan'ı; elektrikli araç dönüşümüne olan katkısı, potansiyel risklere karşı koruyan iş modeli, Avrupa'daki en büyük ticari araç üreticisi olması, Türkiye'nin ihracat lideri konumunda olması ve düzenli temettü ödemesi gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.
- 2024 yılında otomotiv sektöründe yaşanan zorluklar, Ford Otosan nezdinde de etkili oldu. Şirket, karlılık üzerinde baskı yaratan ana başlıkları; *yurt içi satışlarının azalması, yeni modellerin üretime geçiş döneminin beklenenden uzun sürmesi, maliyet artı euro bazlı ihracat anlaşmalarına karşın artan üretim maliyetleri ve döviz kurunun seyri* olarak açıkladı. 2025 yılında da bu etkilerin benzer şekilde devam etmesini bekliyoruz.
- Araç satış rakamlarına bakacak olursak; *ODMD ve TAİD'in paylaştığı verilere göre, yurt içi satış adedi 113.535 olarak gerçekleşmiştir. Şirket beklentisi, 105-115 bin adet yönündeydi. Toplam yurt dışı satış adedi beklentisi ise 530-580 bin olması yönünde iken, 9A24 itibarıyla toplam ihracatın 395.325'e ulaştığını görmekteyiz.* Bunun yanı sıra, 2022 yılında Avrupa hafif ticari pazarında %15'lik pay ile ilk sırada yer alan Ford Motor Company, 2023 yılında liderliğini sürdürse de pazar payının %14 seviyelerine gerilediğini görmüştük. 2024 yılını ise, 2022'nin üzerinde bir pazar payıyla bitirmesini ve liderliğini 10.yılına taşımasını bekliyoruz.
- 2019'da elektrifikasyon yolculuğuna başlayan Ford Otosan, bu dönemde 455 bin adet olan üretim kapasitesini 2025'te 900 bin adedin üzerine çıkarmaya yönelik yatırımlarına devam etmektedir. **Devam eden 1 ton yatırımları ve bu yıl üretim hattında yer alacak olan Volkswagen 1 tonluk ticari araç modeli, 2025 yılının ana hikayesini oluşturmaktadır.** Hatırlayacak olursak, Şirket, 2023 yılını 746.500 adet araç üretim kapasitesiyle tamamlamıştır.

Garanti Bankası

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|----------------|------|-------|------|
| Bloomberg Hisse Kodu | GARAN | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 127.00 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 178.50 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 40.6% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 55.76 - 138.30 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 2,659 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 4,200 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 533,400 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 749,700 | | | |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | -1% | 12% | 114% | 123% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 0% | 1% | 68% | 69% |
| Hisse Performansı | | | | |



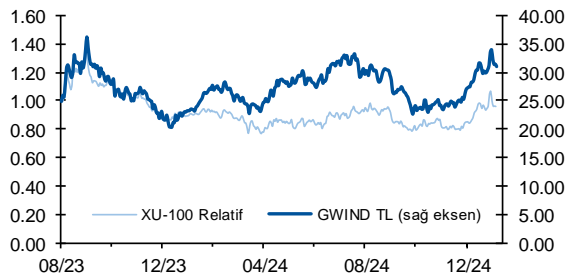
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Garanti BBVA (GARAN) – AL – Hedef Fiyat: 178,50 TL

- Garanti, 2024 yılında %123 performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %69 üzerinde getiri sağladı. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 4.00x F/K ve 1.21x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %36.1 seviyesindedir. İyi bir marj ve operasyonel gider yönetimi olan bankanın yüksek sermaye yeterliliği ile ön planda kalmaya devam etmesini bekliyor ve Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz. 2024 yılı karından hisse başı 3,33 TL temettü ödemesi yapabileceğini tahmin ediyoruz (%2,6 temettü verimliliği).
- Aktif/Pasif durasyon farkına bağlı olarak 2025 yılında düşen faiz ortamında marjlarını genişletmesini beklediğimiz bankanın, yine düşen enflasyon ortamında sektöre kıyasla daha düşük TÜFE'ye endeksli bono ve değişken faizli menkul kıymet taşıyor olmasını da önemli bir avantaj olarak değerlendiriyoruz. Garanti BBVA'nın operasyonel giderlerindeki artışın ise sektöre göre biraz daha sınırlı olabileceğini tahmin ediyoruz. Gerek etkin maliyet yönetimi gerekse de dijital kanalların kullanımındaki başarısı bankayı sektöre göre bir adım öne taşıyabilir. Yüksek likiditesi ve kuvvetli sermaye yeterlilik oranları ile bankanın kredi genişlemesi anlamında elinin oldukça rahat olduğunu düşünüyoruz.
- Bireysel segmentteki yüksek pazar payından ötürü teminatsız bireysel kredilerin toplam krediler içerisindeki payının yüksek olması kısa vadede kredi karşılıklarının sektör ortalamasına göre kısmen biraz daha yukarıda gerçekleşmesine neden olabilir. Net ücret ve komisyon gelirleri tarafında ise kredi kartlarındaki pazar payının yüksek olmasından ötürü TCMB'nin faiz indirim döneminde ödeme sistemlerinden elde edebileceği komisyon geliri artış hızındaki yavaşlama da kısmen sektöre kıyasla yüksek bazdan ötürü de kar büyümesinin daha düşük kalmasına neden olabilir.

Galata Wind Enerji

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|---------------|-------|-------|-------|
| Bloomberg Hisse Kodu | GWIND | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 30.90 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 44.60 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 44.3% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 22.03 - 34.34 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 95 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 540 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 16,686 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 24,084 | | | |
| Net Borç | 682 | | | |
| Firma Değeri | 17,368 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 2,297 | 1,859 | 2,305 | 3,456 |
| FAVÖK | 1,958 | 1,405 | 1,724 | 2,684 |
| Net Kar | 1,465 | 624 | 835 | 1,551 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 4.4x | 19.1x | 20.0x | 10.8x |
| PD/DD | 0.9x | 1.2x | 1.5x | 1.2x |
| FD/FAVÖK | 3.1x | 9.1x | 10.1x | 6.5x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 13% | 28% | 36% | 60% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 14% | 16% | 6% | 22% |
| Hisse Performansı | | | | |



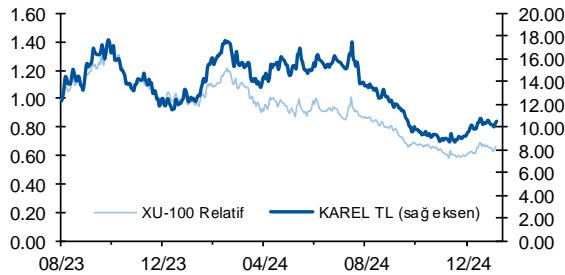
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Galata Wind Enerji (GWIND) – AL – Hedef Fiyat: 44,60 TL

- Galata Wind Enerji, 2024 yılında %60 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %22 üzerinde performans göstermiştir. GWIND hisseleri son 12 aylık verilere göre 16,8x F/K ve 10,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Galata Wind Enerji'yi 44,60 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2021 yılında halka açılan Galata Wind, bugün Doğan Holding'in ana sac ayaklarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Galata Wind Enerji, önde gelen rüzgâr ve güneş santrali işletmecisi olup, 3 rüzgâr enerjisi (RES), 2 güneş enerjisi santraline (GES) ve 1 hibrit güneş enerjisi santraline sahip olmanın yanı sıra kapasite artışları ve büyüme hikayesiyle dikkat çekmektedir. Şirket'in, mevcutta ise 297,2 MW kapasitesi bulunmaktadır.
- Şirket, ek kapasite ve yatırımları doğrultusunda, 2025 yılına kadar portföyünü 576 MW kapasiteye ulaştırmayı hedeflemektedir. 2026 yılı ve sonrasında devreye alınması planlanmakta olan projeler ile 1.000 MW üzerinde kapasiteli bir şirket haline geleceği öngörülmektedir.
- Galata Wind Enerji'nin satış gelirleri 9A24 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %13 azalarak 1.682 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Toplam üretimi %10 artmasına rağmen satış geliri azalışı, PTF'nin %2 azalması ve endeksleme oranı kaynaklıdır. Ayrıca, 9A23 döneminde, karbon kredisi satışlarından yaklaşık 62 milyon TL gelir elde edilirken, 9A24 döneminde uygun fiyatların oluşmaması sebebi ile karbon kredisi satışı gerçekleştirilmemiştir. EPIAŞ verilerine göre, Şirket'in, 4Ç24 döneminde elektrik üretiminin geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %16 arttığını hesaplamaktayız.
- Son çeyrek beklentimizle yılı güçlü tamamlamasını öngördüğümüz Şirket'in, artan kapasitesi doğrultusunda 2025 yılında da ön planda olmasını beklerken, yüksek yatırım döneminde olması kaynaklı net borç pozisyonunda artış olmasını öngörüyoruz.

Karel Elektronik

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|--------------|-------|--------|--------|
| Bloomberg Hisse Kodu | KAREL | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 10.49 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 17.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 62.1% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 8.30 - 18.43 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 70 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 806 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 8,454 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 13,700 | | | |
| Net Borç | 4,366 | | | |
| Firma Değeri | 12,820 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Net Satış | 6,384 | 9,458 | 11,922 | 14,718 |
| FAVÖK | 98 | 1,020 | 554 | 1,399 |
| Net Kar | -192 | 235 | -1,162 | 520 |
| Çarpanlar | | | | |
| F/K | - | 37.2x | - | 16.3x |
| PD/DD | 1.7x | 2.7x | 3.1x | 2.1x |
| FD/FAVÖK | 74.3x | 12.6x | 23.2x | 9.2x |
| Hisse Performansı | | | | |
| Nominal Getiri | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| BIST100 Rölatif Getiri | 6% | 7% | -13% | -12% |
| | 7% | -3% | -32% | -33% |



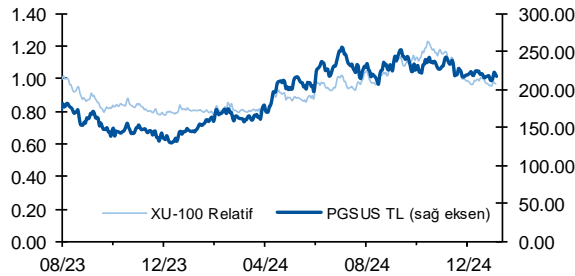
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Karel Elektronik (KAREL) – AL – Hedef Fiyat: 17,00 TL

- Karel Elektronik, 2024 yılında %12 negatif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %33 altında performans göstermiştir. KAREL hisseleri son 12 aylık verilere göre 18,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Karel Elektronik'i 17,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2022 yılında, i) teknoloji odaklı yapısı ile katma değeri yüksek sektörlerdeki faaliyetleri ii) Doğan Holding ile bağlı ortaklıktan yaratılan sinerji ve yeniden yapılandırma katkısı iii) büyüme potansiyeli ile önümüzdeki dönem finansallarına ilişkin güçlü beklentilerimiz doğrultusunda Model Portföyümüze eklediğimiz Karel Elektronik, ne yazık ki beklediğimiz geri dönüşü zamanlama ve momentum olarak henüz yakalayamadı.
- Hem verimlilik çalışmaları hem de organizasyon değişikliği sırasında yıla yangınla başlayan Karel Elektronik, konjonktürün de sektörü desteklememesi nedeniyle oldukça zorlu bir yılı geride bıraktı. 2024'te yaşanan zorlukları kısaca; *kontratlı iş modeli dolayısıyla giderlerde yaşanan reel artışı tolere edememesi, düşük döviz kuru (gelirinin %50'den fazlası yabancı para birimi cinsinden ya da yabancı paraya endekli), artan finansman maliyeti, gelirlerin ve karın son çeyreğe yığılması ve TOGG üretiminin beklentinin altında kalması dolayısıyla Daiichi tarafından beklenen desteğin görülmemesi* olarak sıralanabilir.
- Doğan Holding yatırımcı toplantısında, Karel Elektronik yönetim ekibi, kısa vadeli önceliklerini; *i) kurumsal projeler segmentinde yapılanma ve karlılık ii) elektronik kart segmentinde karlılık iii) stok ve tedarik yönetimi iv) stabil üretim ve verimlilik v) nakit üretimi ve yönetimi* olarak sıralamıştı.
- 2024 yılında yapılan yeni sözleşmeler ile büyük kısmı tamamlanan organizasyonel dönüşümün ve verimlilik çalışmalarının meyvesinin 2025 yılında finansal tablolarda yer almasını beklediğimizden dolayı Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

Pegasus

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|-----------------|--------|---------|---------|
| Bloomberg Hisse Kodu | PGSUS | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 218.60 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 362.50 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 65.8% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 141.69 - 260.00 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 1,875 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 500 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 109,300 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 181,250 | | | |
| Net Borç | 101,953 | | | |
| Firma Değeri | 211,253 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 42,732 | 70,532 | 108,051 | 138,504 |
| FAVÖK | 14,099 | 21,626 | 30,993 | 40,582 |
| Net Kar | 7,100 | 20,908 | 12,191 | 16,620 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 3.0x | 3.1x | 9.0x | 6.6x |
| FD/FAVÖK | 4.9x | 6.9x | 6.8x | 5.2x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | -2% | -4% | 50% | 60% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -1% | -13% | 17% | 22% |
| Hisse Performansı | | | | |



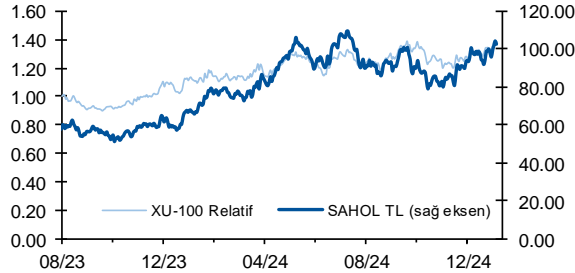
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Pegasus (PGSUS) – AL – Hedef Fiyat: 362,50 TL

- Pegasus, 2024 yılında %60 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %22 üzerinde performans göstermiştir. PGSUS hisseleri son 12 aylık verilere göre 5,4x F/K ve 6,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Pegasus için 12 aylık hedef fiyatımızı 340,00 TL'den 362,50 TL'ye yükseltiyor, önerimizi ise AL yönünde sürdürüp, Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2024 yılı, normalleşme dönemine girdiğimiz havacılık sektöründe, tüketicilerde tekrar fiyat hassasiyetinin arttığı bir dönem oldu. Bu durum ise aslında Pegasus için kendi iş modeline uygun ortamın tekrar oluşması anlamına gelmekte. Rakiplerine göre daha uygun fiyat sunması, artması hedeflenen doluluk oranları ve yan gelirlerle Pegasus'u 2024 yılında olduğu gibi 2025'te de beğenmeye devam ediyoruz.
- Pegasus, 2024 yılına güçlü beklentilerle başlamıştı. Hatırlayacak olursak, 2024 yılı için AKK'de %12-%14 büyüme öngörmüştü. 9A24 döneminde baktığımızda %15 büyüme elde ettiğini görürken, yolcu sayısı ve doluluk oranlarında önemli noktalara geldiğini söyleyebiliriz. 2025 yılında da sadece uçak siparişleri doğrultusunda önemli bir büyüme gerçekleştirmesini bekliyoruz.
- Şirket, 2023 yılında tarihindeki ve neredeyse sektördeki en iyi FAVÖK marjına ulaşmıştı. Normalleşmeyi konuştuğumuz, EUR'nun finansalları desteklemediği bu dönemde elde ettiği FAVÖK marjını «hala ve yine» önemli görmekteyiz. 2025'te ise enflasyonun görece düşük seyrinin personel gideri üzerinde yarattığı etkiyi sınırlandırmasını ve marjlarını korumasını bekliyoruz.
- Pegasus, 2024 yılını dikkat çeken uçak siparişi ile tamamlamıştır. Hatırlayacak olursak, Aralık ayının son günlerinde 2028 yılından itibaren 100 adet Boeing 737-10 uçak için kesin sipariş verdiğini, ilerleyen yıllarda kesin siparişe çevrilebilir ilave 100 adede kadar Boeing 737-10 uçak için opsiyon siparişinde bulunduğunu açıkladı. Teslimat detaylarının henüz belirli olmamasına karşın, 2028 yılı ve sonrası için önemli bir kapasite artışına işaret etmektedir. Bunun yanında halihazırda, Airbus sipariş takvimi ile Pegasus'un 2029 yılına dek her yıl ortalama %6-7 kapasite büyümesi sergilemesini öngörmekteyiz.

Sabancı Holding

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|----------------|--------|--------|--------|
| Bloomberg Hisse Kodu | SAHOL | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 102.80 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 153.30 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 49.1% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 58.62 - 111.00 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 1,641 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 2,100 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 215,919 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 321,988 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Kar | 39,421 | 15,427 | -9,946 | 35,325 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 1.2x | 6.6x | a.d. | 6.1x |
| PD/DD | 0.2x | 0.3x | 0.7x | 0.6x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 7% | 14% | 71% | 64% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 8% | 4% | 34% | 25% |
| Hisse Performansı | | | | |



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Sabancı Holding (SAHOL) – AL – Hedef Fiyat: 153,30 TL

- Sabancı Holding, 2024 yılında %64 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %25 üzerinde performans göstermiştir. SAHOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 30,5x F/K ve 0,8x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Sabancı Holding'i 153,30 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Sabancı Holding'i güçlü bilanço yapısı, net aktif değer (NAD) iskontosu, orta vadeli hedefleri, yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımlar ve kesintisiz temettü ödemesi dolayısıyla beğeniyoruz.
- Holding yeni ekonomiler alanındaki yatırımları devam ederken, yenilenebilir enerji, ileri mobilite çözümleri, ileri malzeme ve yeni nesil dijital teknolojiler gibi uzun vadeli büyüme potansiyeli yüksek ve değer artıran cazip alanlara yoğunlaşmaktadır. Böylelikle, güçlü büyüme ve yüksek getiri performansı ile mevcut durumda yaklaşık 10 milyar USD olan NAD'ın orta vadede 20 milyar USD'ye çıkarılması hedeflenmektedir. Bu noktada, Holding'in veri merkezi alanındaki yatırım niyetini olumlu okuyor, değer yaratabilecek bir yatırım olduğunu düşünüyoruz.
- Ek olarak, **enerji alanında yatırımlar devam ediyor.** Mevcut durumda, Türkiye'nin aktif kapasite olarak en büyük üreticisi konumunda bulunan Enerjisa Üretim'in Türkiye'de 3,8 GW olan kapasitesinin 5,0 GW seviyesinin üzerine yükseltilmesi ve yenilenebilir payının artırılması planlanırken, ABD'deki üretim kapasitesi Cutlass II santralinin ardından Oriana santralinin de devreye girmesi ile 504 MW'a ulaşacak.
- **Sabancı Holding'in güçlü bilanço yapısına sahip olduğunu düşünüyoruz.** 2023 yıl sonunda 7 milyar TL olan solo net nakit pozisyonu Eylül 2024'te 12,2 milyar TL'ye ulaşırken, yeni yatırımları ve güçlü bilanço yapısı ile mevcut yüksek NAD iskontosunu hak etmediğine inanıyoruz.
- i) faaliyet gösterdiği bankacılık ve enerji sektörlerindeki regülasyon riski ii) sanayi tarafında ham madde fiyatlarındaki hızlı yükseliş ve beklentimizin altında karlılık iii) yeni yatırımlarda aksama/gecikme değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

TAB Gıda

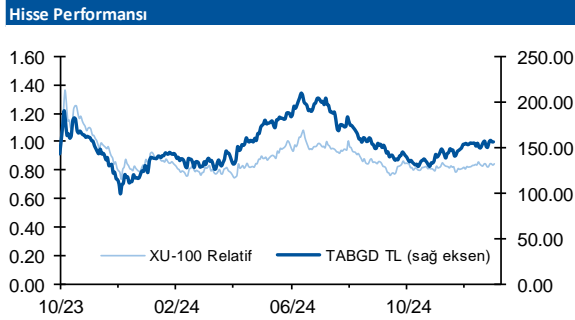
| Hisse Verileri | |
|------------------------------------|-----------------|
| Bloomberg Hisse Kodu | TABGD |
| Mevcut Fiyat (TL) | 155.70 |
| Hedef Fiyat (TL) | 320.00 |
| Getiri Potansiyeli (%) | 105.5% |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 111.87 - 212.37 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 147 |
| Sermaye (mln TL) | 261 |
| Pazar | Yıldız Pazar |

| Hisse Verileri (mln TL) | |
|--------------------------|--------|
| Piyasa Değeri | 40,683 |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 83,613 |
| Net Borç | -2,169 |
| Firma Değeri | 38,514 |

| Hisse Verileri (mln TL) | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Net Satış | 16,612 | 19,988 | 30,740 | 44,278 |
| FAVÖK | 2,286 | 4,233 | 6,370 | 9,348 |
| Net Kar | 1,853 | 2,458 | 2,138 | 3,245 |

| Çarpanlar | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| F/K | - | 15.8x | 19.0x | 12.5x |
| PD/DD | - | 2.9x | 2.2x | 1.6x |
| FD/FAVÖK | - | 8.6x | 6.0x | 4.1x |

| Hisse Performansı | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
|------------------------|------|------|-------|------|
| Nominal Getiri | 2% | 11% | 30% | 28% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 3% | 0% | 2% | -3% |



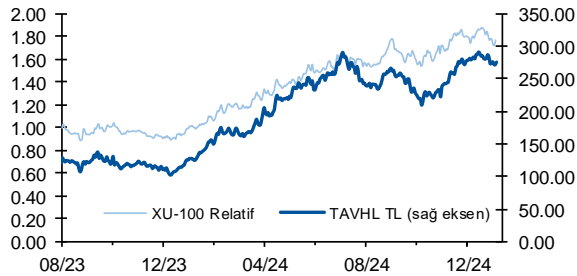
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ TAB Gıda (TABGD) – AL – Hedef Fiyat: 320,00 TL

- TAB Gıda, 2024 yılında %28 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %3 gerisinde performans göstermiştir. TABGD hisseleri son 12 aylık verilere göre 23,1x F/K ve 6,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. TAB Gıda'yı 320,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- TAB Gıda'yı; Başta *Burger King* ve *Popeyes* olmak üzere güçlü markaları portföyünde bulundurması, TFI içerisindeki dikey entegre sisteminin en kilit parçası olması & dolayısıyla tedarik ağının güçlü olması, Türkiye'deki QSR (*quick-service-restaurant*) sektöründe pazar lideri olması ve düşük net işletme sermayesi ihtiyacına ek olarak yüksek FAVÖK marjıyla çalışması gibi sebeplerle beğeniyoruz.
- Şirket, Kasım 2023'te halka arz sürecini gerçekleştirdi. 2024 yılında beklentilerini paylaşan Şirket, yılın ortasında görülmeye başlanan talep tarafındaki geri çekilme nedeniyle beklentilerinde güncellemeye gidebileceğini belirtmişti. Sonrasında, 3Ç24 döneminde satış tarafında yaklaşık %8'lik düşüş yönünde güncellemede bulunurken, etkin yönetim sayesinde karlılığın güçlü sonuçlanacağını değerlendirildi. Diğer taraftan, **fiyatlama bakımından, halihazırda yüksek olan iskontosuna ek olarak, piyasa tarafından cezalandırıldığını değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, biz, Şirket'in son çeyrekle birlikte yıl sonu hedeflerini gerçekleştireceğini ve hatta büyüme tarafının daha iyi sonuçlanabileceğini düşünüyoruz.**
- 2024 yılını yüksek şube açılışlarıyla kapatan TAB Gıda'nın, 2025 yılında da bu ivmesini koruyacağını ve dolayısıyla büyümesini desteklerken, etkin finansal yönetim sayesinde, FAVÖK marjını da destekleyeceğini değerlendiriyoruz. **Özellikle belirtmek isteriz ki, değerlendirme açısından oldukça uygun bulmaya devam ediyoruz.**
- i) et, tarım ürünleri ve malzeme fiyatlarında yaşanabilecek ani artışlar ve ii) satın alma gücündeki azalma sonucunda harcanabilir gelirdeki daralma gibi başlıklar, değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

TAV Havalimanları

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|-----------------|--------|--------|--------|
| Bloomberg Hisse Kodu | TAVHL | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 276.00 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 460.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 66.7% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 113.50 - 294.75 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 467 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 363 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 100,266 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 167,109 | | | |
| Net Borç | 40,777 | | | |
| Firma Değeri | 141,043 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 18,308 | 34,433 | 56,019 | 73,262 |
| FAVÖK | 5,515 | 10,200 | 17,310 | 23,151 |
| Net Kar | 1,899 | 7,530 | 6,722 | 10,257 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 10.8x | 4.8x | 14.9x | 9.8x |
| FD/FAVÖK | 7.3x | 7.0x | 8.1x | 6.1x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | -2% | 21% | 141% | 155% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -1% | 9% | 89% | 94% |
| Hisse Performansı | | | | |



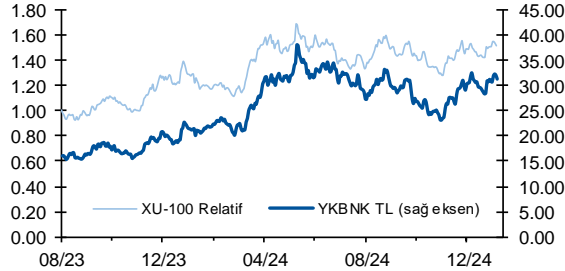
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ TAV Havalimanları (TAVHL) – AL – Hedef Fiyat: 460,00 TL

- TAV Havalimanları, 2024 yılında %155 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %94 üzerinde performans göstermiştir. TAVHL hisseleri son 12 aylık verilere göre 11,4x F/K ve 8,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. TAV Havalimanları için hedef fiyatımızı 425,50 TL'den 460,00 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- TAV Havalimanları, takvime uygun şekilde gerçekleştirdiği yatırımlarıyla, 2024 yılının ön plana çıkan şirketleri arasında yer almakta. Şirket, daha önce sıklıkla yatırımcı sunumlarında paylaştığı şekilde, Haziran ayının başında, Almatı Havalimanı yeni dış hatlar terminalinin inşaatının tamamlandığını ve yeni terminal binasının hizmete açıldığını duyurdu. Yakın zamanda Antalya yeni terminal yatırımının açılışı planlanmaktadır ve buna ek olarak Ankara Esenboğa Havalimanı'nın yatırımının öngörülenden daha hızlı ilerlemesi sonucunda, bitiş tarihi iki çeyrek öne çekilerek 2025'in ikinci çeyreği olarak güncellenmiştir.
- TAV Havalimanları, 2025 yılı yatırım harcaması beklentisini 2024'te yukarı yönlü revize etmiştir. 2025 için yatırım harcamaları beklentilerindeki değişikliğin temel nedeni, Almatı Havalimanı yeni yatırım planı kaynaklıdır. Almatı yatırım planının 2025-2028 yılları arasında 3-4 yıla yayılmış şekilde 150-300 milyon EUR arasında olması, yatırım programı büyüklüğünün Şubat 2025'te yapılacak olan Yönetim Kurulu toplantısında güncellenmesinin planlandığı bilgisine yer verilmiştir. Yatırım planından da anlaşılacağı üzere Almatı, önümüzdeki dönemlerde de TAV Havalimanları'nın parlayan yıldızı olmaya devam edecek.
- Son olarak 3Ç24'te beklentilerle paralel güçlü finansal sonuçlar açıklaması, 2024 yılını güçlü sonuçlarla tamamlayacağına yönelik beklentilerimizi pekiştirdi. Hatırlayacak olursak, TAV Havalimanları, 9A24 döneminde %25 artışla 1.231 milyon EUR satış geliri, %28 artışla 411 milyon EUR FAVÖK elde etmişti. Buna ek olarak, Ocak-Aralık ayında hizmet verdiği yolcu sayısı 106.500.650 olarak gerçekleşti. Şirket'in 2024 yılı toplam yolcu beklentisi 100-110 milyon aralığındaydı. Bu anlamda, beklentilerle uyumlu gerçekleşme gördük.
- 2025 yılında takip edilen yeni projeler arasında ise Karadağ'ın Podgorica ve Tivat Havalimanları karşımıza çıkmakta.

Yapı Kredi Bankası

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|---------------|------|-------|------|
| Bloomberg Hisse Kodu | YKBNK | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 31.18 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 46.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 47.5% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 19.51 - 39.46 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 5,396 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 8,447 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 263,379 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 388,564 | | | |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | -2% | 16% | 48% | 64% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -1% | 5% | 16% | 24% |
| Hisse Performansı | | | | |



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

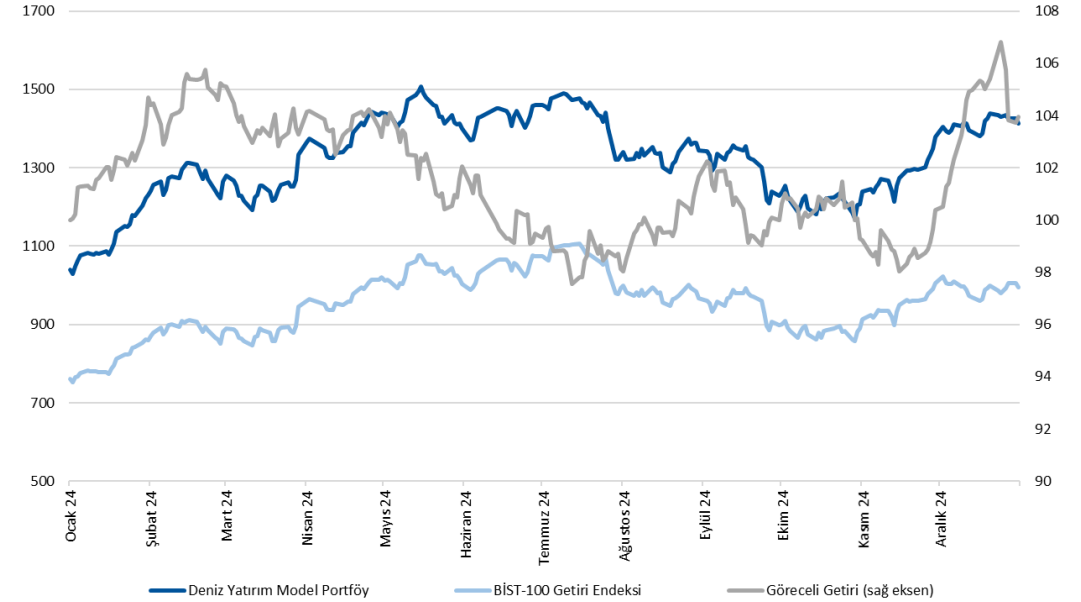
■ Yapı Kredi Bankası (YKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 46,00 TL

- Yapı Kredi Bankası, 2024 yılında %64 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %24 üzerinde performans göstermiştir. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 4.19x F/K ve 1.04x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %27.9 seviyesindedir. Olumlu marj dinamiği, sektöre görece yüksek verimliliği ve artan karlılığı ile Model Portföyümüzde yer almaktadır. 2024 yılı karından hisse başı 0,56 TL temettü ödemesi yapabileceğini tahmin ediyoruz (%1,8 temettü verimliliği).
- 3 aya kadar olan vadede sektöre kıyasla daha düşük oranda faiz kazandıran varlığı yeniden fiyatlanacağı için bu olumlu durasyon farkına bağlı olarak 2025 yılında düşen faiz ortamında marjlarını genişletmesini beklediğimiz bankanın, toplam fonlaması içerisinde bankalararası fonlamasının sektöre kıyasla oldukça yüksek olmasının da yine düşen faiz ortamında olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. Diğer taraftan bilanço içi döviz pozisyon açığı sektöre kıyasla biraz daha yüksek olan şirketin, swap fonlaması tarafında da marj açısından kısmen avantajlı olabileceği görüşündeyiz. Yüksek likiditesi ve kuvvetli sermaye yeterlilik oranları ile bankanın kredi genişlemesi anlamında elinin oldukça rahat olduğunu düşünüyoruz.
- Dezavantajlar tarafında baktığımızda ise düşen enflasyon ortamında sektöre kıyasla daha yüksek TÜFE'ye endeksli bono taşıyor olması faiz marjı açısından sınırlı bir baskıya neden olabilir. Bireysel segmentteki yüksek pazar payından ötürü teminatsız bireysel kredilerin toplam krediler içerisindeki payının yüksek olması kısa vadede kredi karşılıklarının sektör ortalamasına göre kısmen biraz daha yukarıda gerçekleşmesine neden olabilir. Net ücret ve komisyon gelirleri tarafında ise kredi kartlarındaki pazar payının yüksek olmasından ötürü TCMB'nin faiz indirim döneminde ödeme sistemlerinden elde edebileceği komisyon geliri artış hızındaki yavaşlama da kısmen sektöre kıyasla yüksek bazdan ötürü de kar büyümesinin daha düşük kalmasına neden olabilir.

Deniz Yatırım Model Portföy, Ocak 2025

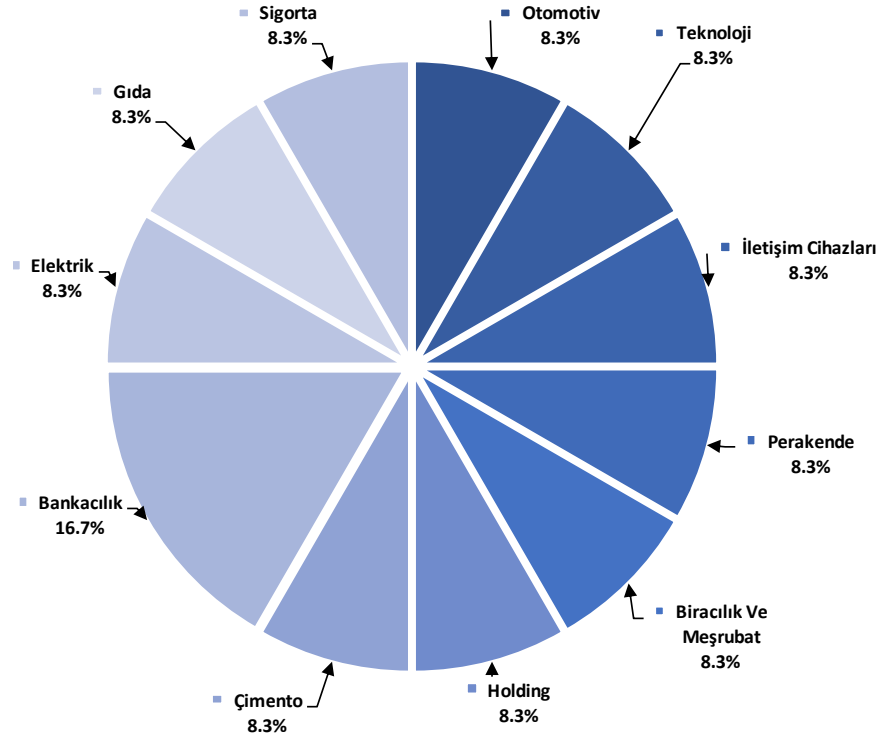
| Hisse | Portföye giriş tarihi | Hedef fiyat | Potansiyel | Nominal getiri (Portföye girişten itibaren) | BIST-100'e rölatif getiri (Portföye girişten itibaren) |
|-------|-----------------------|-------------|------------|--|---|
| TAVHL | 10.05.2021 | 460.00 | 67% | 1055% | 69% |
| FROTO | 07.09.2022 | 1600.00 | 69% | 218% | 8% |
| HTTBT | 03.11.2022 | 73.50 | 76% | 334% | 78% |
| KAREL | 30.11.2022 | 17.00 | 62% | -2% | -51% |
| PGSUS | 27.12.2022 | 362.50 | 66% | 111% | 16% |
| BIMAS | 16.01.2023 | 755.50 | 43% | 336% | 123% |
| CCOLA | 16.01.2023 | 82.40 | 46% | 241% | 74% |
| SAHOL | 12.05.2023 | 153.30 | 49% | 147% | 21% |
| CIMSA | 21.06.2023 | 68.40 | 51% | 186% | 51% |
| YKBNK | 21.08.2023 | 46.00 | 48% | 109% | 59% |
| GWIND | 09.07.2024 | 44.60 | 44% | -3% | 6% |
| TABGD | 18.07.2024 | 320.00 | 106% | -24% | -15% |
| GARAN | 02.08.2024 | 178.50 | 41% | 1% | 7% |
| ANSGR | 29.11.2024 | 174.30 | 72% | 10% | 7% |

| Yıl | Nominal getiri | BIST-100 Endeksi'ne göre rölatif getiri | BIST-100 Getiri Endeksi'ne göre rölatif getiri |
|------------------------|----------------|---|--|
| 2019 | 56% | 27% | 25% |
| 2020 | 50% | 16% | 15% |
| 2021 | 43% | 13% | 10% |
| 2022 | 205% | 3% | 0% |
| 2023 | 52% | 12% | 9% |
| 2024 | 44% | 10% | 7% |
| 12A | 39% | 6% | 4% |
| YBB | -1% | -3% | -3% |
| 2019'dan bugüne | 2107% | 102% | 71% |



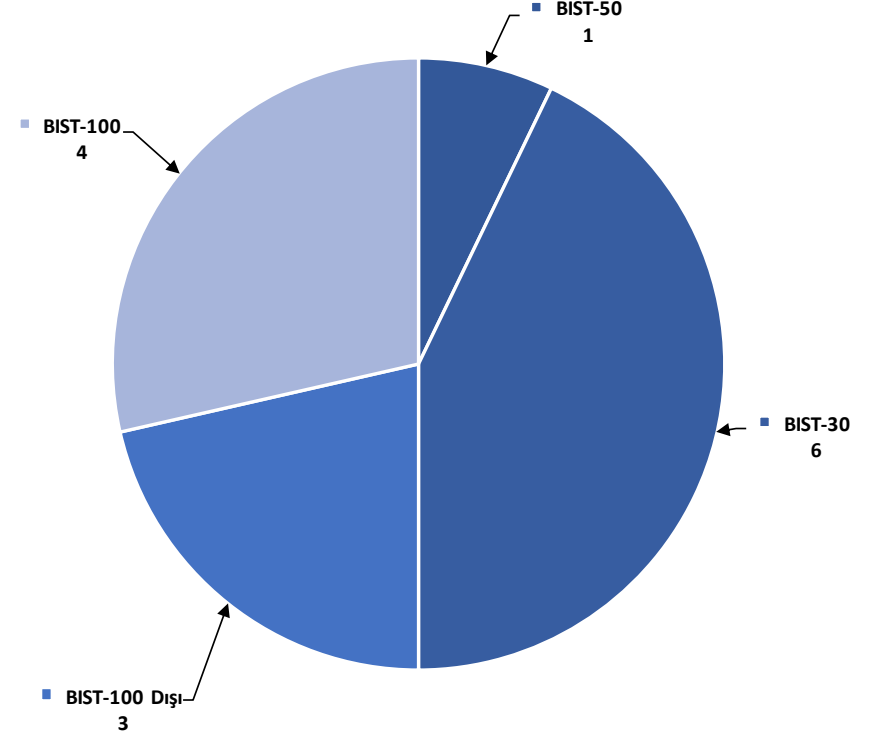
Model Portföy sektör-endeks kırılımı

Model portföy sektörel dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

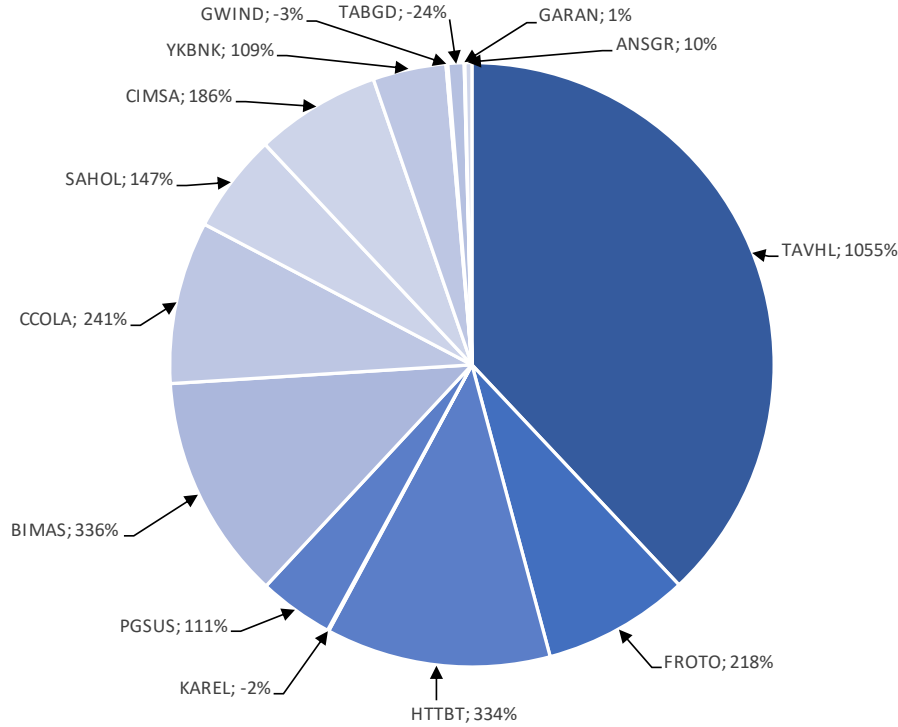
Model portföy endeks dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

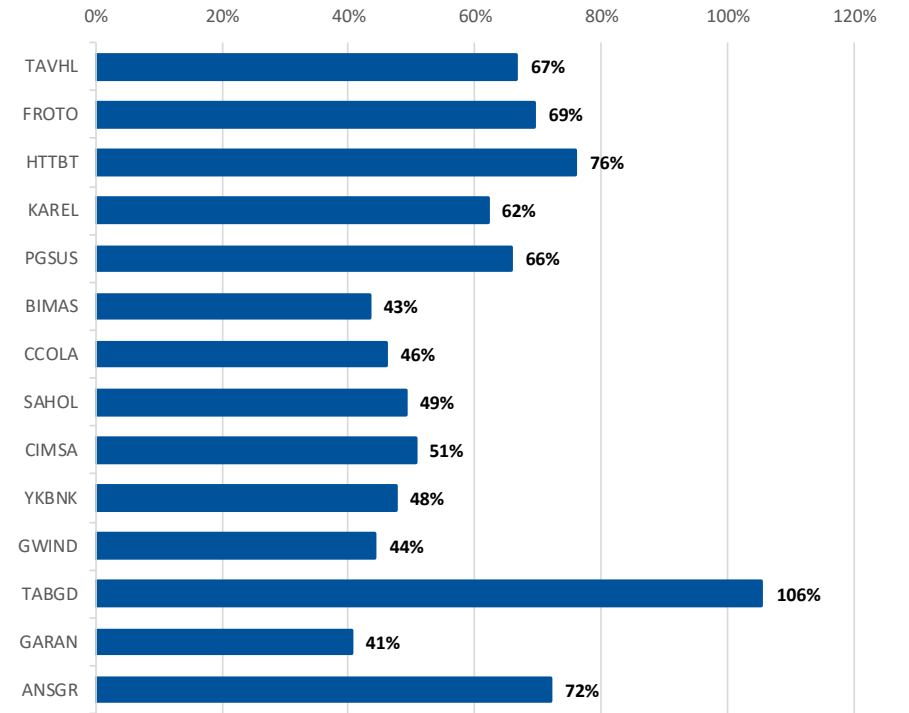
Model Portföy hisse performans & hedef fiyat potansiyelleri

Deniz Yatırım Model Portföy, hisse performans dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

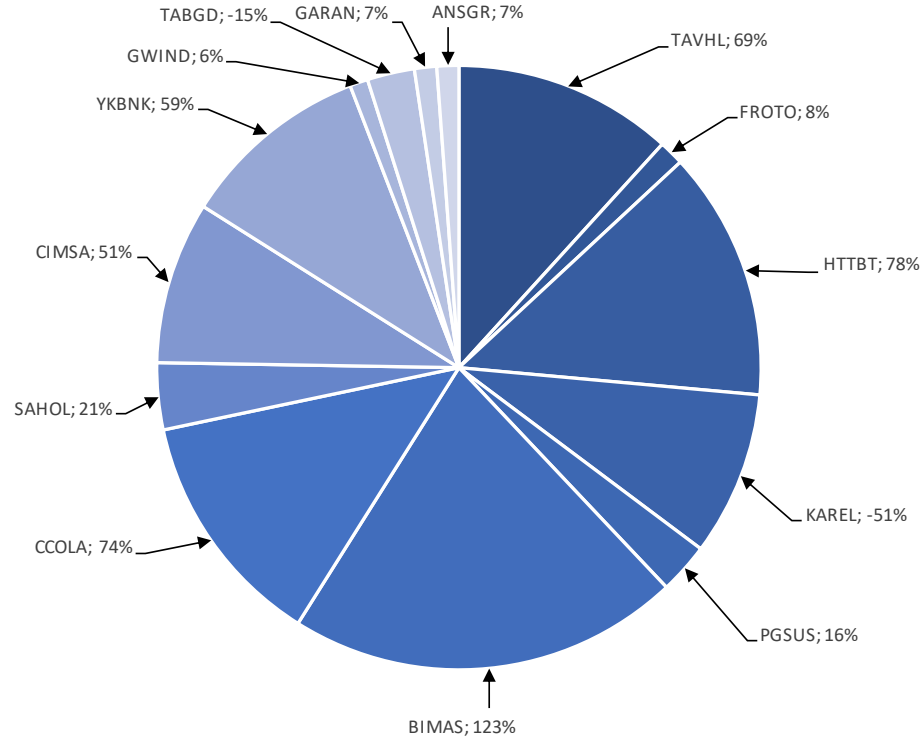
Deniz Yatırım Model Portföy, hisselerin hedef fiyatlarına olan potansiyelleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

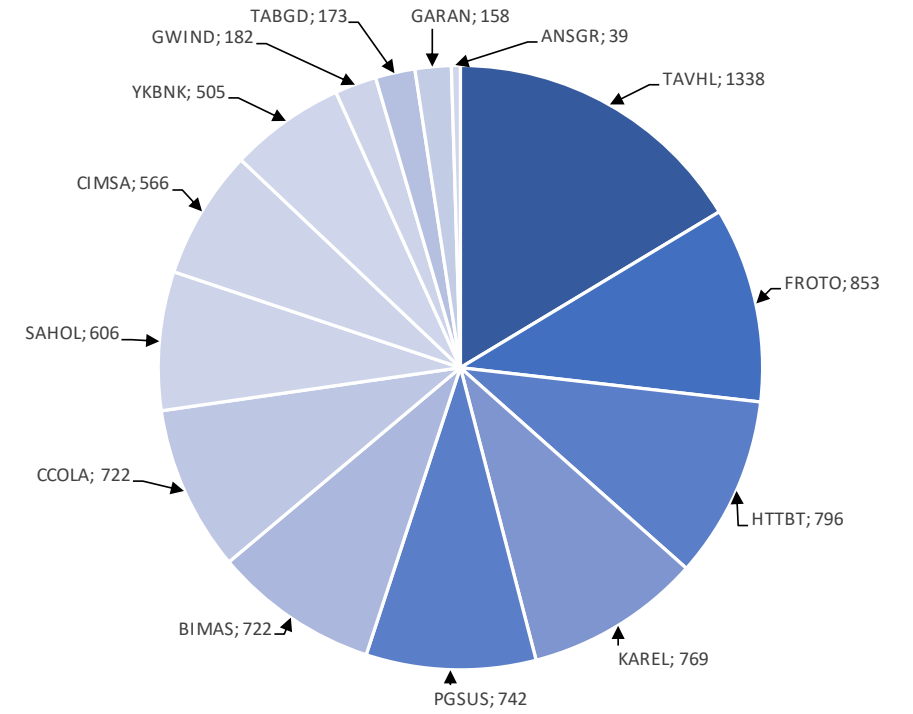
Model Portföy hisse rölatif performans & taşındığı gün sayısı

Deniz Yatırım Model Portföy, hisse performans dağılımı, BIST 100 rölatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

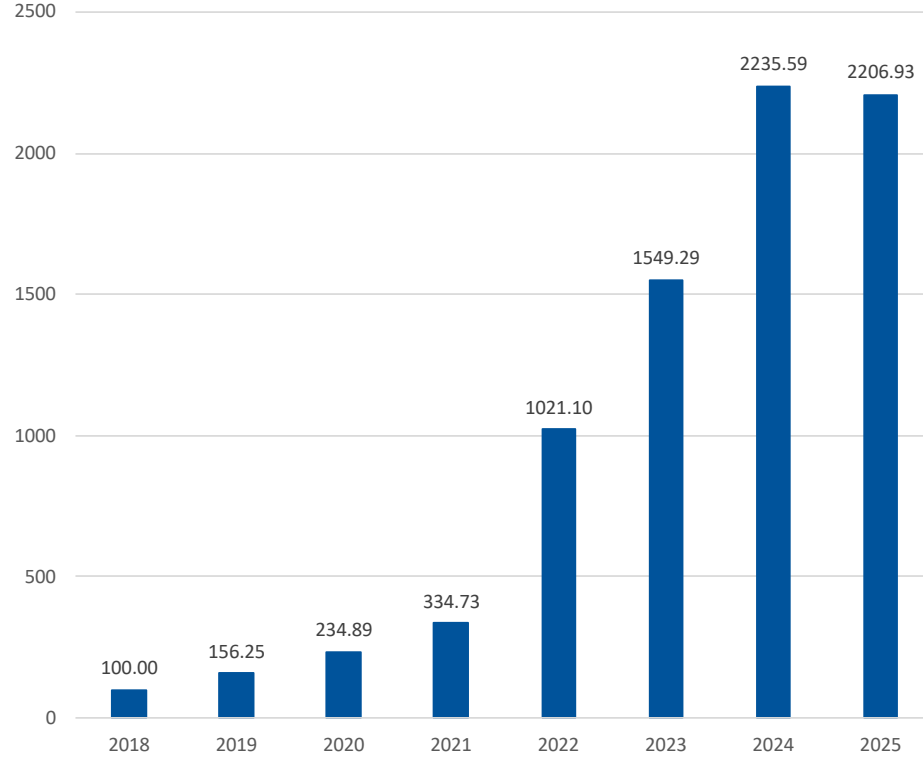
Deniz Yatırım Model Portföy, hisselerin taşındığı gün sayısı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

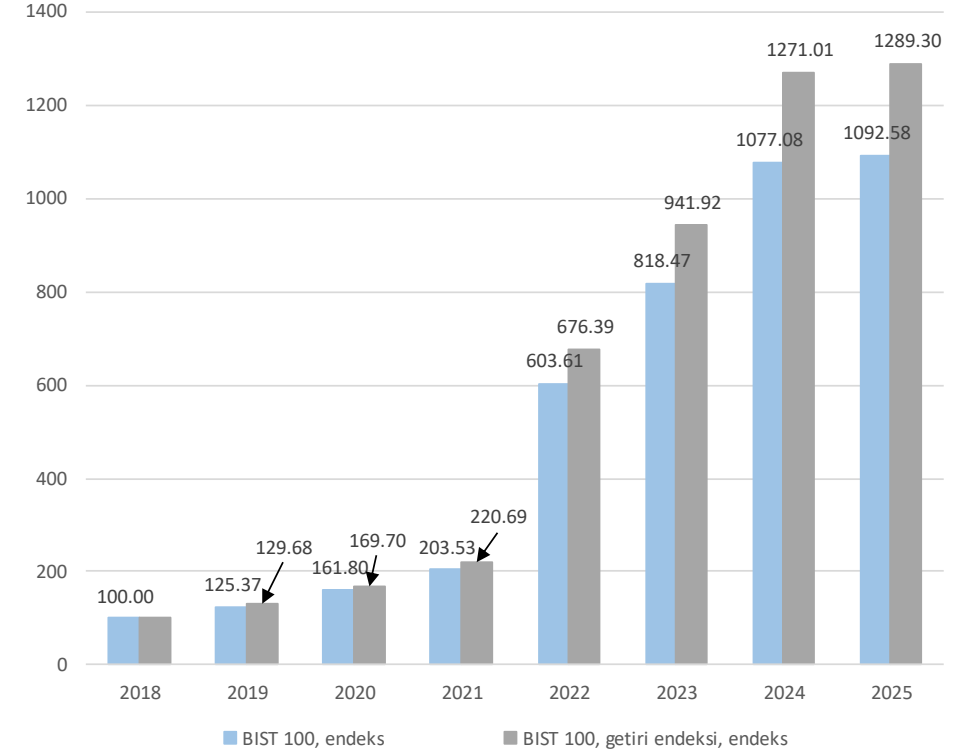
Model Portföy, performans

Deniz Yatırım Model Portföy, 2018 = 100 endeks değeri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

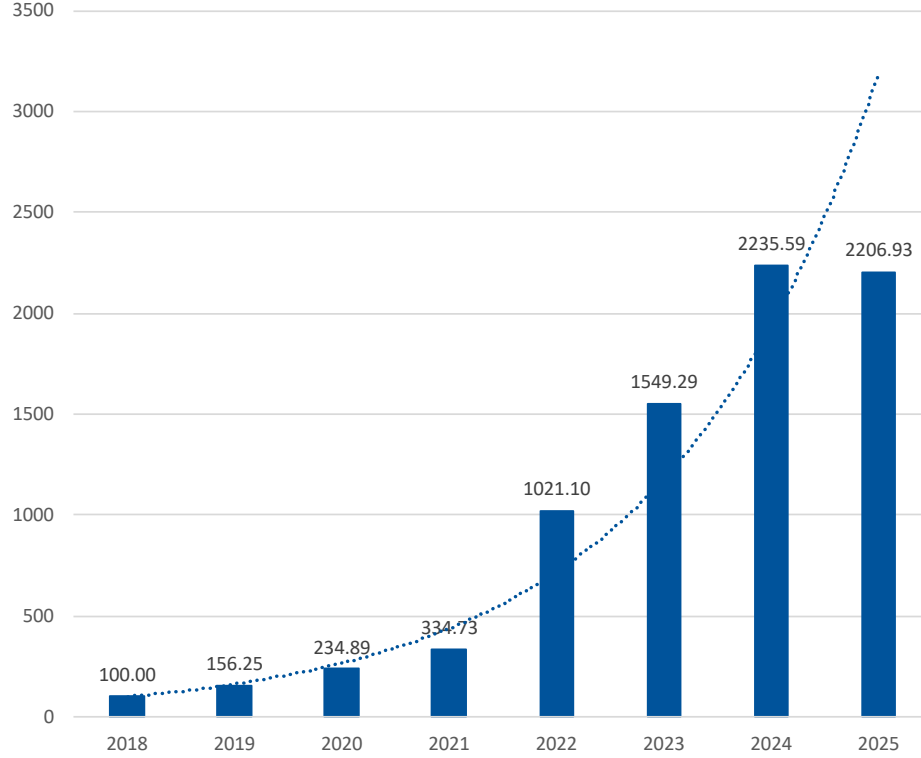
BIST 100 & BIST 100 getiri endeksi, 2018 = 100 endeks değeri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

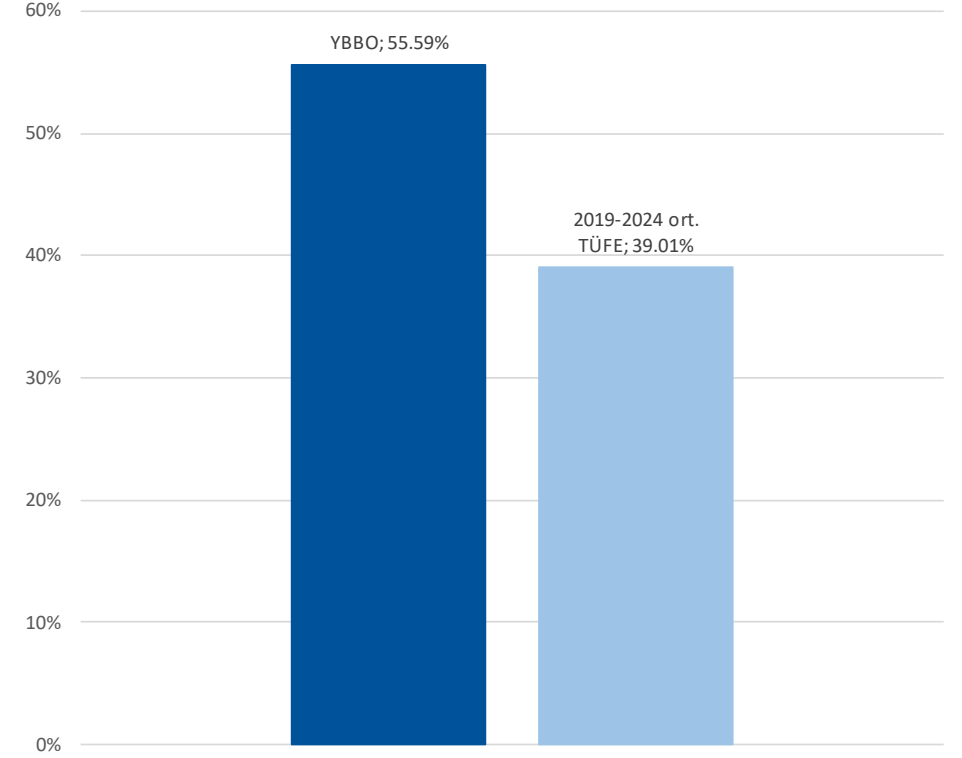
Model Portföy, performans

Deniz Yatırım Model Portföy, 2018 = 100 endeks değeri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Deniz Yatırım Model Portföy YBBO & ortalama TÜFE, 2019-2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

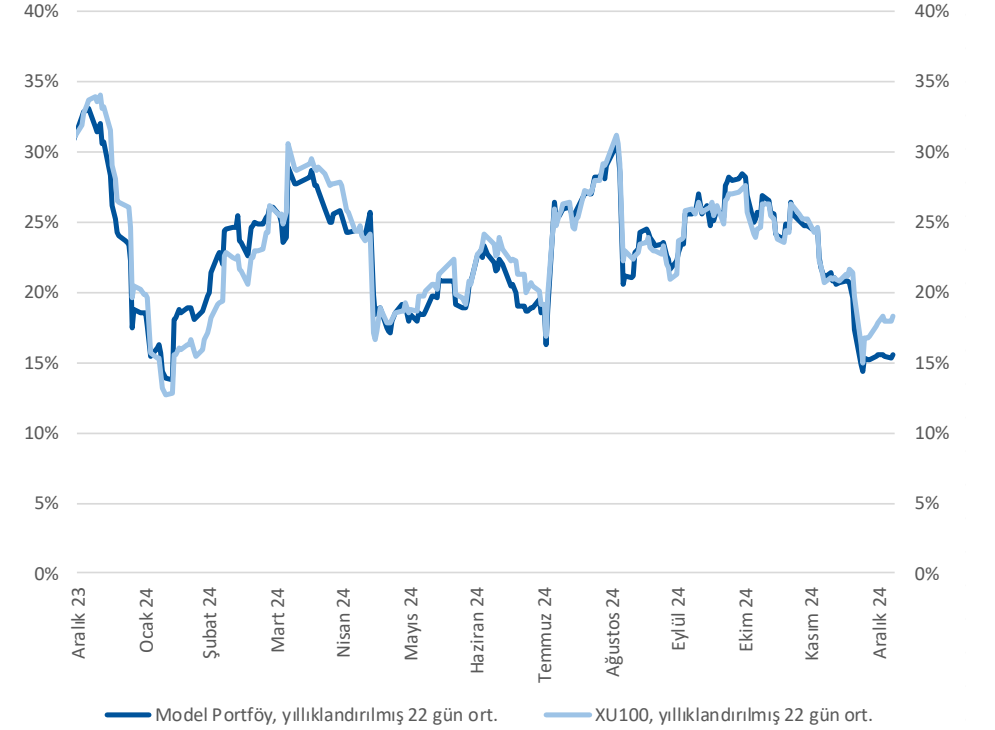
Model Portföy, volatilité

Model Portföy & BIST 100, 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Model Portföy & BIST 100, 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

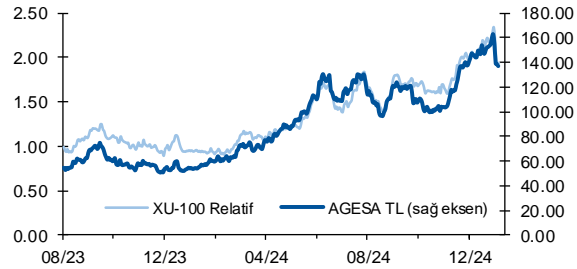
■ Deniz Yatırım Döngüsel Portföy

Döngüsel Portföy, Ocak 2025

- **AGESA** : Sektörün büyüme dinamikleri, sermayedarlık yapısı, geniş müşteri kitlesi ve dağıtım ağı ve temettü ödemeleri.
- **AKBNK** : Faiz durasyonu açısından marj avantajı, yüksek sermaye yeterliliği ile kredi büyümesi için önemli alanı bulunması, daha cazip çarpan ve daha yüksek özsermaye karlılığı beklentimiz.
- **ASELS** : Türkiye ve diğer ülkelerin savunma sanayiine ayırdıkları bütçelerin artması, döviz pozisyonu, geniş ürün gamı, ihracat odaklı büyüme, seri üretim siparişleri.
- **DOHOL** : Daha yalın portföy, iskonto oranı azaltma ve net aktif değer içinde stratejik segmentlerin payının artması ve büyüme hedefleri.
- **ISCTR** : Güçlü bilançosu ile kredi büyümesini hızlandırma anlamında önemli avantaja sahip olması ve düşen enflasyon döneminde enflasyona endekli bonolar için uyguladığı farklı muhasebe standardı ile olumlu ayrışma ihtimali.
- **KRDMD** : Daha karlı ürün karması, ham madde tedarikindeki maliyet avantajı, yurt içinde artan demiryolu yatırımları, beklenen Filyos Limanı projesi, devam eden yatırımları ve cazip çarpanlar.
- **LKMNH** : İstanbul Hastanesi'nin finansallara katkıları, yeni branşlar ve maliyet odaklı finansal yönetim.
- **MAVI** : Pazardaki pozisyonu, nakit üretimi ve artan girdi maliyetlerine karşı fiyatlama stratejisi.
- **MGROS** : Rekabetçi fiyatlama stratejisi, pazardaki payını artırması ve alt marka & iştirakleri ile entegre güçlü bir perakende ağı kurma süreci.
- **MPARK** : Yatırım stratejileri ile kapasite kazanması, sağlık turizminden pozitif etkilenmesi, güçlü nakit yaratımı ve hisse geri alım programı.
- **TCELL** : Pazardaki güçlü konumu, ARPU büyümesi, bilanço yapısı ve yenilenebilir enerjiye yönelik yatırımları.
- **THYAO** : AKK büyümesi, geniş filo yapısı, uçuş ağı genişliği, çeşitlendirilmiş gelir tabanı ve büyüme hedefleri.
- **ULKER** : Atıştırmalık pazarında lider konumu, açık pozisyonunu kapatması yönündeki adımları, ihracattaki pozisyonu ve dinamik fiyatlama stratejisi.

AgeSA Hayat ve Emeklilik

| Hisse Verileri | |
|------------------------------------|---|
| Bloomberg Hisse Kodu | AGESA |
| Mevcut Fiyat (TL) | 137.00 |
| Hedef Fiyat (TL) | 212.30 |
| Getiri Potansiyeli (%) | 55.0% |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 51.53 162.70 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 55 |
| Sermaye (mln TL) | 180 |
| Pazar | Yıldız Pazar |
| Hisse Verileri (mln TL) | |
| Piyasa Değeri | 24,660 |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 38,214 |
| Hisse Verileri (mln TL) | |
| Net Kar | 2022 834 2023 1,374 2024T 2,758 2025T 4,020 |
| Çarpanlar | |
| F/K | 2022 5.6x 2023 5.7x 2024T 8.9x 2025T 6.1x |
| PD/DD | 2.8x 2.7x 4.9x 2.8x |
| Hisse Performansı | |
| Nominal Getiri | 1 Ay -7% 3 Ay 27% 12 Ay 161% 2024 172% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -6% 15% 105% 107% |
| Hisse Performansı | |



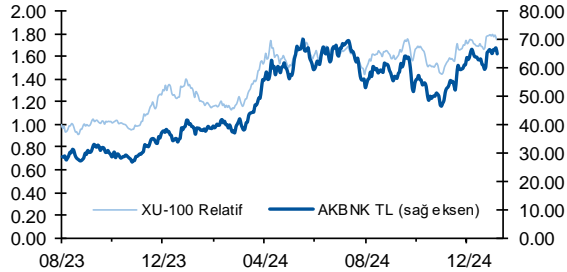
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ AgeSA Hayat ve Emeklilik (AGESA) – AL – Hedef Fiyat: 212,30 TL

- AgeSA Hayat ve Emeklilik, 2024 yılında %172 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %107 üzerinde performans göstermiştir. AGESA hisseleri son 12 aylık verilere göre 10,9x F/K ve 5,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. AgeSA Hayat ve Emeklilik için hedef fiyatımızı 157,30 TL'den 212,30 TL'ye yükseltiyor, AL önerimizle Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- AgeSA Hayat ve Emeklilik'i, sektörün büyüme dinamikleri, sermayedarlık yapısı, geniş müşteri kitlesi ve dağıtım ağı ve temettü ödemeleri ile beğeniyoruz.
- 2023 yılında 7.484 milyon TL olan toplam prim üretimi, Ocak-Kasım 2024 döneminde 12.897 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket, 11A24 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %95'lik artış ile enflasyonun oldukça üzerinde prim büyümesi elde etmiştir. Halihazırda açıklanan Ekim-Kasım verileri ise, 4Ç23 döneminin %14 üzerindedir. Prim üretiminde artışa ek olarak, Ocak-Kasım dönemi itibarıyla hayat segmentinde %15'e yaklaşan pazar payı ile lider konumunu sürdürmektedir. 2024 yılında ivmelenen büyümenin 2025 yılında da devam etmesini ve enflasyon üzerinde prim üretimi elde etmesini bekliyoruz.
- Kasım ayında geçen yılın aynı dönemine göre %73 artan fon büyüklüğü yaklaşık 193 milyar TL'ye ulaşmış durumdadır. Emeklilik tarafında ise AgeSA Hayat ve Emeklilik, %20'e yaklaşan pazar payı ile 2. sırada konumlanmaktadır.
- Geçtiğimiz yıl Medisa satın alımı dolayısıyla daha düşük takip ettiğimiz temettü dağıtım oranının 2025'te tekrar yükseleceğini öngörüyoruz. 1 milyar TL'nin üzerinde temettü ödemesi yönündeki beklentimiz %4,1 temettü verimliliğine işaret etmektedir.

Akbank

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|---------------|------|-------|------|
| Bloomberg Hisse Kodu | AKBNK | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 64.75 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 90.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 39.0% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 35.82 - 70.75 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 4,610 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 5,200 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 336,700 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 468,000 | | | |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | -1% | 16% | 67% | 85% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 0% | 5% | 31% | 41% |
| Hisse Performansı | | | | |



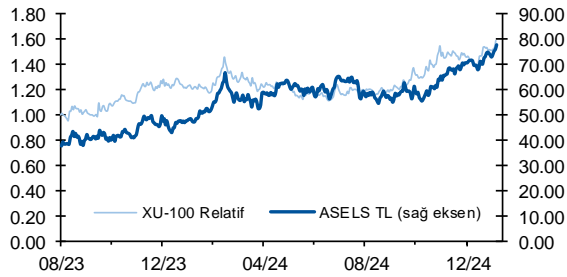
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Akbank (AKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 90,00 TL

- Akbank, 2024 yılında %85 performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %41 üzerinde performans göstermiştir. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 3.84x F/K ve 1.06x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %32.3 seviyesindedir. Faiz durasyonu açısından marj avantajı olan bankanın yüksek sermaye yeterliliği ile kredi büyümesi için de önemli alanı bulunmaktadır. Diğer bankalara kıyasla daha cazip çarpan ve daha yüksek özsermaye karlılığı beklentisi ile AKBNK'ı Döngüsel Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz. Kuvvetli özsermayesi ile şirketin 2024 yılı karından hisse başı 1,33 TL temettü ödemesi yapabileceğini tahmin ediyoruz (%2,0 temettü verimliliği).
- Kredi kalitesi tarafında Akbank'ın teminatsız bireysel kredilerinin toplam kredilere oranının düşük olmasını ve Grup 1 harici krediler için ayrılan karşılık oranının sektör ortalamasına göre belirgin yüksek olmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz. Büyüme tarafında ise kuvvetli çekirdek sermaye yeterliliği oranı ve mevduatın krediye dönüşüm oranının düşük olması ile gerektiğinde kredi büyümesini hızlandırma anlamında önemli bir avantaja sahip olduğunu düşünüyoruz.
- Kredi kartı tarafında elde edebileceği ödeme sistemleri kaynaklı komisyon gelirindeki yavaşlama rakiplerine göre daha az olabilir. Bununla birlikte şube başına kredi oranının yüksek olmasını da verimlilik adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- TL cinsi sabit getirili bonolarının toplam aktiflere oranı %5,8 olan Akbank'ın faizlerin gerilediği bir ortamda elde edebileceği tek seferlik değerlendirme farkı gelirinin sektöre kıyasla daha belirgin olabileceği görüşüdeyiz.
- Marj dinamikleri açısından ise üç aya kadar olan vadede yeniden fiyatlanacak faiz yükü doğuran yükümlülüklerinin toplam içerisindeki payının görece düşük olması, vadesiz mevduatının toplam aktiflere oranının sektöre görece düşük olması ve TÜFE'ye endeksli bonolar hariç değişken faizli TL cinsi bonoların toplam faiz kazandıran varlıklar içerisindeki payının kısmen yüksek olması marj gelişiminin sektöre kıyasla biraz daha yavaş olmasına neden olabilir.

Aselsan

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|---------------|--------|---------|---------|
| Bloomberg Hisse Kodu | ASELS | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 77.30 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 110.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 42.3% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 46.14 - 78.35 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 2,067 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 4,560 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 352,488 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 501,600 | | | |
| Net Borç | 29,788 | | | |
| Firma Değeri | 382,276 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 66,860 | 73,593 | 117,757 | 159,609 |
| FAVÖK | 14,040 | 16,027 | 28,548 | 39,043 |
| Net Kar | 1,282 | 7,290 | 12,721 | 18,488 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 52.0x | 21.2x | 27.7x | 19.1x |
| PD/DD | 0.8x | 1.3x | 2.4x | 1.9x |
| FD/FAVÖK | 5.3x | 10.8x | 13.4x | 9.8x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 9% | 31% | 63% | 61% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 10% | 19% | 27% | 23% |
| Hisse Performansı | | | | |



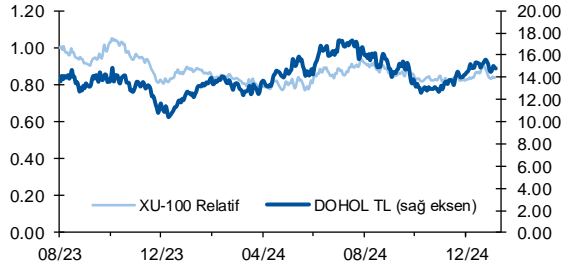
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Aselsan (ASELS) – AL – Hedef Fiyat: 110,00 TL

- **Aselsan, 2024 yılında %61 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %23 üzerinde performans göstermiştir. ASELS hisseleri son 12 aylık verilere göre 30,0x F/K ve 16,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Aselsan için hedefi fiyatımızı 89,59 TL'den 110,00 TL'ye yükseltiyor ve önerimizi AL yönünde sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.**
- 2024 yılı Strateji Raporu'muzda Aselsan'ın; artan savunma bütçesi paralelinde ihracat odaklı büyümesi, backlog rakamları ve birçok sektörün operasyonel marjlarında daralma beklerken Aselsan'ın pozitif ayrışacağı hikayelerini temel olarak Döngüsel portföyümüzde taşımaya devam etmiştik. **Bugün, yapılan yüksek montajlı ihracat anlaşmaları, backlog rakamında dikkat çeken artış ve marjlarda yaşanan iyileşme doğrultusunda doğru noktada olduğumuzu teyit etmiş olduk.**
- **2025'te ise 2024 yılında başlayan hikayelerin güçlenerek devam edeceği ve finansallara sağlayacağı katkı dolayısıyla Döngüsel Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz. 2025 yılında öne çıkacağını düşündüğümüz ana başlıklar:**
 - ✓ Artan savunma sanayi bütçesi ve Stratejik Plan çerçevesinde ortaya konulan ihracat ve millileştirme hedefleri Aselsan'ın büyüme hikayesini desteklemeye devam edecektir. 2024 yılında alınan işlerin yaklaşık 5 milyar USD'ye ulaştığını görmekteyiz. Bu ivmenin 2025 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz. Halihazırda ulaşılan bakiye sipariş rakamı büyüme dinamiğinin temelini oluşturmaktadır. Paylaşılan bakiye sipariş yaşlandırma tablosunda 2028 yılına kadar nerdeyse yaklaşık yıllık 2,5 milyar USD seviyesinde gelir elde etme potansiyeli ortaya konulmuştur. 9A24 döneminde 12,6 milyar USD'ye ulaşan bakiye sipariş rakamının, yıl sonunda yaklaşık 13 milyar USD olmasını ve 2025 yılında bu artışın devam etmesini bekliyoruz.
 - ✓ Özellikle artan ihracat siparişlerinin 2025 yılında operasyonel marjları desteklemesini, dolayısıyla **2024'ten daha iyi operasyonel karlılık elde edilmesini öngörüyoruz.**
 - ✓ Buna ek olarak savunma sanayi tedarikçilerinin nakit akışını rahatlatmak ve finansmana erişimlerini kolaylaştırmak amacıyla atılan adımların, tedarikçilerin güçlendirmesi dolayısıyla, Aselsan'ın uzun vadede de nakit akışının da iyileşmesinde etkili olmasını bekliyoruz. Son çeyrekte ise tahsilatlarda yaşanan ivme ile net borcu pozitif yönde etkilemesini beklemekteyiz.

Doğan Holding

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|---------------|-------|-------|-------|
| Bloomberg Hisse Kodu | DOHOL | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 14.79 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 21.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 42.0% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 11.69 - 17.77 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 349 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 2,617 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 38,705 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 54,957 | | | |
| Net Borç | -17,541 | | | |
| Firma Değeri | 21,165 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Kar | 232 | 297 | 4,500 | 6,221 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 52.7x | 98.5x | 8.6x | 6.2x |
| PD/DD | 0.3x | 0.4x | 0.5x | 0.4x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 0% | 9% | 24% | 31% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 1% | -1% | -3% | 0% |
| Hisse Performansı | | | | |



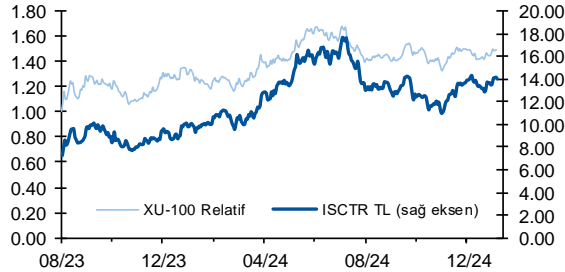
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Doğan Holding (DOHOL) – AL – Hedef Fiyat: 21,00 TL

- Doğan Holding, 2024 yılında %31 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksine paralel performans göstermiştir. DOHOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 11,7x F/K ve 0,6x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Doğan Holding'i 21,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Doğan Holding'i ortaya koyduğu hedefleri doğrultusunda temel olarak beğenirken, 2024 yılında beklediğimiz performansı göremedik. Ancak, devam eden büyüme hikayesi dolayısıyla 2025 yılında da Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Holding, 2024 yılında yaşanan zorlukları; i) kurun enflasyon altında hareket etmesi ii) maliyet baskısı (sanayi ve otomotiv segmentlerinde) iii) talep daralması olarak sıralamıştır. 2024 yılında, iskonto oranını azaltmak ve net aktif değer içinde stratejik segmentlerin payının artması yönünde olan hedeflerini ise gerçekleştirememiş durumdadır. Öte yandan daha yalın portföy hedefi doğrultusunda DOBUR ve DMC paylarının satışını gerçekleştirmiş ve madencilik sektörüne giriş yapmıştır.
- 2024'te satın alınan, ancak, henüz finansal tablolarında etkisini göremediğimiz madencilik segmenti, 2025 yılının odak noktası konumunda. Gümüştaş'ın, Türkiye'nin önde gelen kurşun ve çinko üreticisi ve ihracatta önemli oyuncularından biri olmasına ek, oluşturması planlanan sinerji sonrasında, 2025 yıl sonunda, madencilik tarafının 80-100 milyon USD satış geliri ve 35-40 milyon USD FAVÖK elde etmesi planlanmaktadır.
- Zor geçen 2024 yılından sonra Holding, grup şirketlerinin her birini 1 milyar USD değerlemeye ulaştırma ana hedefini korumaktadır. Bu hedef doğrultusunda; i) yenilenebilir enerji segmentinde 2026 ve sonrası için 1.086 MW kapasite hedefi ii) dijital sigorta segmentinde 430 milyon USD portföy büyüklüğü (bu doğrultuda halka arz için en güçlü aday) iii) otomotiv tarafında SAIC ile üretim tesisi çalışmaları, motosiklet üretim yatırımlarının tamamlanması iv) elektronik teknoloji tarafında kapasite artışı ve modernizasyon yatırımları, Daiichi ürün gamında katma değerli ürün çeşitliliği v) maden sektörüne giriş vi) yeni şirket satın alımları temel alınmaktadır.

İş Bankası

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|--------------|------|-------|------|
| Bloomberg Hisse Kodu | ISCTR | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 14.00 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 21.30 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 52.1% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 9.16 - 17.77 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 5,711 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 25,000 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 350,000 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 532,499 | | | |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | -1% | 13% | 42% | 49% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 0% | 2% | 11% | 13% |
| Hisse Performansı | | | | |



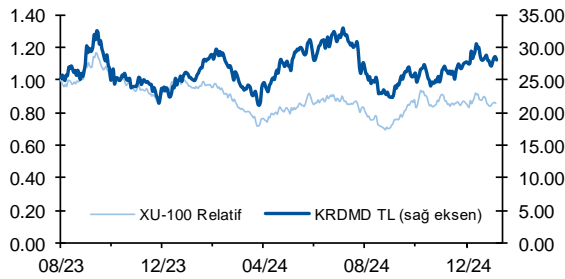
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ İş Bankası (ISCTR) – AL – Hedef Fiyat: 21,30 TL

- İş Bankası, 2024 yılında %49 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %13 üzerinde performans göstermiştir. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 4.20x F/K ve 0.92x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %24.9 seviyesindedir. İştiraklerinin tek bir çatı altında birleştirilmesi ileride önemli bir değeri açığa çıkartabilir. Enflasyona endeksli bonolar için uyguladığı farklı muhasebe standardı nedeni ile düşen enflasyon döneminde olumlu ayrışabilir. AL önerisi ile hisseyi Döngüsel Portföyümüze ekliyor ve bankanın 2024 yılı karından hisse başı 0,20 TL temettü ödemesi yapabileceğini tahmin ediyoruz (%1,4 temettü verimliliği).
- Aktif/Pasif durasyon farkından dolayı yeniden fiyatlama etkisiyle bankaların marj genişlemesi açısından iyi bir dönem geçirmelerini öngörüyoruz. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, Eylül 2024 finansalları dikkate alındığında, İş Bankası'nın marj anlamında rakiplerine kıyasla düşen faiz ortamında daha iyi bir performans elde edebileceğini tahmin ediyoruz. TÜFE'ye endeksli bonolarının toplam faiz kazandıran varlıklar içerisinde daha düşük bir paya sahip olması, İnterbank fonlamasının diğer bankalara görece daha yüksek olması, önümüzdeki üç ay içerisinde yeniden fiyatlanacak varlıklarının toplam faiz kazandıran varlıklar içerisinde oranının daha düşük olması ve geniş şube ağı sayesinde vadesiz mevduatlarının toplam aktiflere oranı görece yüksek olması bizce İş Bankası'nın net faiz marjını daha iyi yönetmesine imkan sağlayabilir.
- Büyüme tarafında ise kuvvetli çekirdek sermaye yeterliliği oranı ve mevduatın krediye dönüşüm oranının düşük olması ile gerektiğinde kredi büyümesini hızlandırma anlamında önemli bir avantaja sahip olduğunu düşünüyoruz.
- Görece zayıf noktaları açısından değerlendirildiğinde ise personel başına giderlerin diğer bankalara göre yüksek olması, faaliyet giderlerinin sektör ortalamasına göre daha yüksek olmasına neden olabilir. Şube başına kredi hacminin düşük olması da verimlilik açısından diğer bir risk unsuru olarak değerlendirilebilir.

Kardemir

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|---------------|--------|--------|--------|
| Bloomberg Hisse Kodu | KRDMD | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 28.00 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 43.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 53.6% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 21.02 - 33.88 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 1,366 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 1,140 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 32,121 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 49,020 | | | |
| Net Borç | 973 | | | |
| Firma Değeri | 33,094 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 54,168 | 51,621 | 56,468 | 67,961 |
| FAVÖK | 5,105 | 3,210 | 4,524 | 8,874 |
| Net Kar | 1,108 | 1,588 | -2,685 | 2,254 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 13.8x | 15.9x | a.d. | 14.2x |
| PD/DD | 0.4x | 0.5x | 0.6x | 0.6x |
| FD/FAVÖK | 3.2x | 6.8x | 7.3x | 3.7x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 2% | 8% | 10% | 14% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 3% | -2% | -14% | -13% |
| Hisse Performansı | | | | |



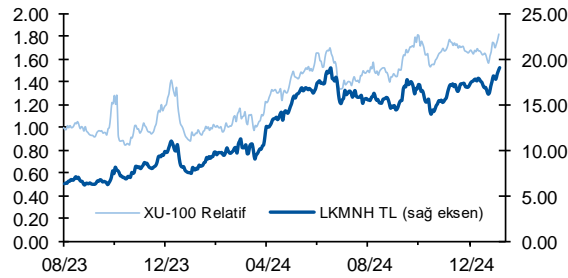
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Kardemir (KRDMD) – AL – Hedef Fiyat: 43,00 TL

- Kardemir, 2024 yılında %14 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %13 altında performans göstermiştir. KRDMD hisseleri son 12 aylık verilere göre 17,5x F/K ve 12,6x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Kardemir D'yi 43,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Kardemir'i, haddelenmiş ürün ağırlığında artış beraberinde daha karlı ürün karması, ham madde tedarikindeki maliyet avantajı, yurt içinde artan demiryolu yatırımları, beklenen Filyos Limanı projesi, devam eden yatırımları ve cazip çarpanları dolayısıyla beğeniyoruz.
- Şirket'in kapasitesi ve ürün yelpazesinin katma değeri yüksek ürünlerle çeşitlendirilmesine yönelik yatırım çalışmaları devam ederken, mevcut yıllık üretim kapasitesinin 2,4 milyon ton seviyesinden 3,5 milyon ton seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Toplam satışlar içindeki kütük payı 2019 yılındaki %43 seviyesinden 2023 yılında %36 seviyesine gerilerken, karlılığı görece yüksek profil, ray, çubuk ve kangal ürünlerin payı aynı dönemler için %33 seviyesinden %39 seviyesine yükseldi. Söz konusu yatırımlarla ürün çeşitliliğindeki artış eşliğinde bu eğilimin devam edebileceğini tahmin ediyoruz.
- Türkiye'de demir yolu yatırımları öncelikli alan olarak belirlenirken, önümüzdeki 25-30 yıl içerisinde 70 milyar USD'lik demir yolu yatırımı hedeflenmektedir. Ayrıca, Türkiye, Irak, Katar ve BAE arasında "Kalkınma Yolu Projesi Hakkında Ortak İş Birliği Mutabakat Zaptı" imzalanırken, Türkiye ve bölge ülkelerdeki tek ray ve tren tekeri üreticisi olarak Kardemir'i ön plana çıkarmaktadır. 2025 yılında Şirket'in ray ve tren tekeri satışlarında önemli artışlar olmasını ve ton başına FAVÖK rakamını desteklemesini bekliyoruz.
- i) ham madde fiyatlarındaki hızlı yükseliş ii) beklentimizin altında satış hacmi iii) çelik fiyatlarında düşüş değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Lokman Hekim

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|
| Bloomberg Hisse Kodu | LKMNH | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 19.09 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 27.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 41.4% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 7.17 - 19.23 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 25 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 216 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 4,123 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 5,832 | | | |
| Net Borç | 826 | | | |
| Firma Değeri | 4,949 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 1,659 | 1,896 | 3,062 | 4,691 |
| FAVÖK | 303 | 359 | 603 | 950 |
| Net Kar | 317 | 322 | 197 | 390 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 2.1x | 3.7x | 20.9x | 10.6x |
| PD/DD | 0.7x | 0.7x | 2.0x | 1.6x |
| FD/FAVÖK | 4.1x | 5.2x | 8.2x | 5.2x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 8% | 11% | 133% | 70% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 10% | 0% | 83% | 29% |
| Hisse Performansı | | | | |



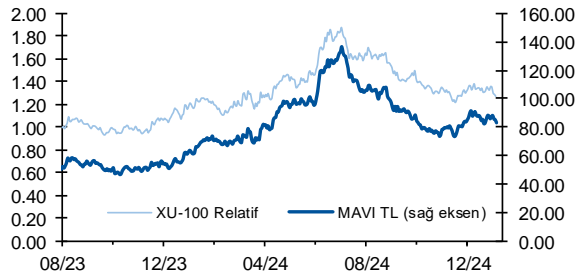
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Lokman Hekim (LKMNH) – AL – Hedef Fiyat: 27,00 TL

- Lokman Hekim, 2024 yılında %70 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %29 üzerinde performans göstermiştir. LKMNH hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,8x F/K ve 8,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Lokman Hekim için hedefi fiyatımızı 24,72 TL'den 27,00 TL'ye yükseltiyor, önerimizi ise AL olarak sürdürüyor ve Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Lokman Hekim'i, sürdürülebilir defansif iş modeli, İstanbul Hastanesi'ndeki katkının kademe kademe görülmesi, maliyet yönetimini kolaylaştıran finansal & operasyonel adımların dönüşlerinin görülmeye başlaması, düzenli temettü ödemesi ve pay geri alım programını aktif şekilde kullanması gibi sebeplerden dolayı beğeniyoruz.
- Henüz en güçlü çeyreğini görmediğimiz Şirket'in 2024 yılına dair TMS29 dahil olmayan öngörülerini *i) 2.850 milyon TL hasılat ve ii) %20 FAVÖK marjı* şeklindedir. Şirket'in yıl sonunda bu seviyelerde veya bu seviyelere yakın bir noktada yılı tamamlayacağını değerlendirmekteyiz. Ek olarak, İstanbul Hastanesi'nin FAVÖK tarafına katkısının görülmeye başlanması Şirket için önemli bir diğer gelişme oldu.
- 2025'te Şirket finansallarında GES yatırımı sayesinde maliyet tarafında daha fazla kontrol edilebilirlik sağlanacağını değerlendirirken, büyümeyi destekleyecek adımların ise İstanbul Hastanesi'nin etkinliğinden ve yeni branşların açılmasına yönelik girişimler sayesinde başarılacağını değerlendiriyoruz. Diğer taraftan, FAVÖK tarafının güçlenmesiyle birlikte, son finansallara göre geri çekilmeye devam eden net borç/FAVÖK rasyosunun olası yatırımlar durumunda Şirket'in konumunu iyileştirmeye devam ettireceğini düşünüyoruz.
- i) malzeme fiyatlarında yaşanabilecek ani artışlar ii) asgari ücret artışı iii) küresel ekonomideki yavaşlamanın ve/veya küresel çapta sağlık hizmetlerinin rekabetçi olmasının sağlık turizminde aşağı yönlü baskıya neden olabilme ihtimali değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Mavi Giyim

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|----------------|--------|--------|--------|
| Bloomberg Hisse Kodu | MAVI | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 82.90 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 138.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 66.5% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 54.72 - 137.00 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 344 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 397 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 32,933 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 54,821 | | | |
| Net Borç | -1,904 | | | |
| Firma Değeri | 31,029 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 21,038 | 26,293 | 38,125 | 49,001 |
| FAVÖK | 4,181 | 4,854 | 7,220 | 8,406 |
| Net Kar | 1,906 | 1,784 | 3,418 | 3,717 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 3.6x | 9.6x | 9.6x | 8.9x |
| PD/DD | 1.3x | 2.1x | 2.9x | 2.3x |
| FD/FAVÖK | 1.2x | 2.8x | 4.3x | 3.7x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | -8% | -6% | 51% | 53% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -7% | -15% | 19% | 16% |
| Hisse Performansı | | | | |



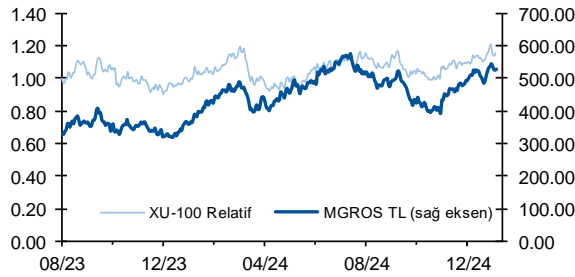
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Mavi Giyim (MAVI) – AL – Hedef Fiyat: 138,00 TL

- Mavi Giyim, 2024 yılında %53 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %16 üzerinde performans göstermiştir. MAVI hisseleri son 12 aylık verilere göre 12,9x F/K ve 4,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Mavi Giyim için hedefi fiyatımızı 154,20 TL'den 138,00 TL'ye revize ediyor ve önerimizi AL yönünde sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2024 yılının ilk 7 ayında oldukça başarılı hisse performansı gösteren Mavi Giyim, sonrasında, ilk 7 ayın oldukça tersi şeklinde performans ortaya koydu. Bu terse dönüşte her ne kadar sıkışma adımlarının etkisinin hissedilmeye başlanması ve tüketimdeki zayıflamanın ikinci çeyrek finansalları ile gün yüzüne çıkması etkili olsa da fiyatlamamızın, operasyonel verilerdeki zayıflamadan daha derin gerçekleştiğini düşünüyoruz. Operasyonel verilerdeki zayıflamayı sıkışma adımlarının doğal bir sonucu olduğu düşüncemize ek olarak Mavi Giyim'in sahip olduğu pazar payı, bilanço yapısı ve nakit üretimi sayesinde operasyonel zayıflamayı en iyi şekilde yönetebilecek ve hızlı aksiyon alabilecek yapıya sahip olması dolayısıyla Portföyümüzde taşımaya devam etmiştik. Bugün geldiğimiz noktada ise düşüncemizde değişiklik bulunmuyor. Son aylarda yaşanan hisse performansına rağmen Mavi Giyim, 2024 yılını %53 nominal getiri ile tamamlamayı başarmıştır. Dolayısıyla, 2025'te de; sektördeki konumu, bilanço yapısı ve net nakit pozisyonu dolayısıyla Mavi Giyim'i Döngüsel Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.
- Şirket'in, 4Ç24 döneminde ve 2025'in ilk yarısında bir önceki yıldan gelen yüksek baz dolayısıyla güçlü operasyonel sonuçlar açıklamasını beklemiyoruz. Üçüncü çeyrekle beraber baz etkisinin terse dönmesiyle daha güçlü finansal sonuçlar bekleyebiliriz.
- Son açıklanan finansallar Şirket'in 1.904 milyon TL net nakit pozisyonu olduğunu göstermektedir ve Şirket, 2024 yılında net nakit pozisyonu beklentisini korumaya devam etmiştir. 2025 yılında da beklentimiz, nakit üretiminin korunması yönündedir. Bunun yanı sıra Şirket, 2025 yılında temettü ödemesi ile dikkat çekebilir. Son olarak, olası yabancı yatırımcı aktivite artışı senaryosunda MAVI'nin ilgi katsayısını da önemsiyoruz.

Migros Ticaret

| Hisse Verileri | |
|------------------------------------|---|
| Bloomberg Hisse Kodu | MGROS |
| Mevcut Fiyat (TL) | 530.50 |
| Hedef Fiyat (TL) | 800.00 |
| Getiri Potansiyeli (%) | 50.8% |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 340.17 - 580.29 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 764 |
| Sermaye (mln TL) | 181 |
| Pazar | Yıldız Pazar |
| Hisse Verileri (mln TL) | |
| Piyasa Değeri | 96,049 |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 144,843 |
| Net Borç | -4,418 |
| Firma Değeri | 91,632 |
| Hisse Verileri (mln TL) | |
| Net Satış | 2022 140,480 2023 181,674 2024T 270,154 2025T 382,188 |
| FAVÖK | 2022 3,761 2023 3,221 2024T 14,173 2025T 20,067 |
| Net Kar | 2022 9,140 2023 8,829 2024T 6,019 2025T 5,762 |
| Çarpanlar | |
| F/K | 2022 1.4x 2023 5.2x 2024T 16.0x 2025T 16.7x |
| PD/DD | 2022 0.5x 2023 0.9x 2024T 1.7x 2025T 1.5x |
| FD/FAVÖK | 2022 3.2x 2023 13.3x 2024T 6.5x 2025T 4.6x |
| Hisse Performansı | |
| Nominal Getiri | 1 Ay 4% 3 Ay 22% 12 Ay 53% 2024 67% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 1 Ay 5% 3 Ay 11% 12 Ay 20% 2024 27% |
| Hisse Performansı | |



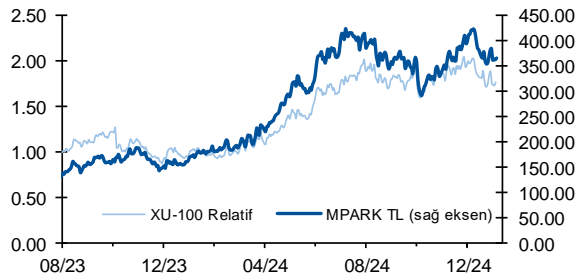
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Migros Ticaret (MGROS) – AL – Hedef Fiyat: 800,00 TL

- Migros Ticaret, 2024 yılında %67 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %27 üzerinde performans göstermiştir. MGROS hisseleri son 12 aylık verilere göre 15,1x F/K ve 9,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Migros Ticaret için 12-aylık hedef fiyatımızı 772,03 TL'den 800,00 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Çoklu kanal yetkinliği ve online operasyonlarıyla fark yaratan Migros Ticaret'i; yüksek kurumsal yönetimi, uzun vadeli büyümeyi sağlamak için yeni işbirliklerle perakende sektöründe birbirine entegre dönüşüm yaratma potansiyelinin yanı sıra yatırım ve büyüme sürecinde bulunurken nakit yaratma kapasitesindeki iyileşme dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.
- 2024 yılında, fiyatlama rekabeti stratejilerini başarıyla uygulayarak 9A24 verilerine göre, yıllık bazda cirosunu %12 büyütürken sektördeki en başarılı Şirket oldu. Ek olarak, %4,9'luk FAVÖK yaratımında da sektöre öncülük etti. Ayrıca, yıl içerisinde Antalya'daki ve Kazakistan'daki varlıkların elden çıkarılmasıyla net kar desteklenirken, net işletme sermayesine de katkı sağlandı. Bununla birlikte, her ne kadar güçlü FAVÖK yaratılsa da, vadeli alımlar kaleminin yükselmesi Şirket'in piyasa tarafından değerlendirilmesinde risk unsuru olarak ele alındığını düşünüyoruz.
- 2025'te Şirket'in online kanalını daha fazla yaygınlaştıracaklarını ve pazardaki gücünü pekiştireceğine inanıyoruz. Ek olarak, sektördeki güçlü pozisyonu sayesinde, sektördeki olumlu gelişmelerden büyüme anlamında güçlü, olumsuz gelişmelerden ise karlılığını koruyarak ayrışabileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, net nakit pozisyonunda olan Şirket'in, yatırımlarını gerçekleştirme konusunda konumunun güçlü olduğunu değerlendirmekteyiz.
- i) iç talepte yaşanabilecek durgunluk ii) enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

MLP Sağlık Hizmetleri

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|-----------------|--------|--------|--------|
| Bloomberg Hisse Kodu | MPARK | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 363.50 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 532.30 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 46.4% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 150.41 - 427.48 | | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 180 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 191 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 69,433 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 101,676 | | | |
| Net Borç | 3,777 | | | |
| Firma Değeri | 73,209 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 18,903 | 22,449 | 38,950 | 53,990 |
| FAVÖK | 4,280 | 5,784 | 9,470 | 13,081 |
| Net Kar | 4,742 | 4,530 | 5,500 | 6,032 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 2.0x | 4.8x | 12.6x | 11.5x |
| PD/DD | 0.9x | 1.3x | 2.8x | 2.1x |
| FD/FAVÖK | 3.0x | 4.5x | 7.7x | 5.6x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | -11% | 0% | 135% | 135% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -10% | -10% | 84% | 79% |
| Hisse Performansı | | | | |



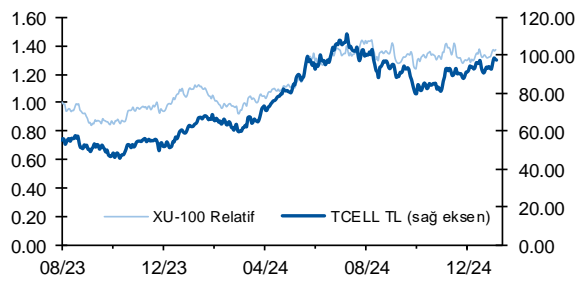
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ MLP Sağlık Hizmetleri (MPARK) – AL – Hedef Fiyat: 532,30 TL

- MLP Sağlık Hizmetleri, 2024 yılında %135 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %79 üzerinde performans göstermiştir. MPARK hisseleri son 12 aylık verilere göre 9,6x F/K ve 7,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. MLP Sağlık Hizmetleri için 12-aylık hedef fiyatımızı 489,02 TL'den 532,30 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde muhafaza ediyoruz.
- MLP Sağlık Hizmetleri'ni, "Asset Light" stratejisi ile düşük yatırım harcamalarıyla yurt içinde ve yurt dışında hastaneleri portföyüne katması, marka bilinirliğine sahip olması, fiyat stratejisi izleyerek özellikle orta ve üst düzey gelir gruplarına hitap etmesi, yüksek enflasyon ortamında regülatör kuruluşlar tarafından yapılan düzenlemelerden pozitif şekilde etkilenmesi ve sağlık turizminin canlı olması sebebiyle beğeniyoruz.
- Şirket, 2025 yılında dek 2 adet hastaneyi portföyüne eklemeyi planlamaktadır. Eklenecek hastanelerin *Liv Hospital* markası altında Topkapı ve Bursa lokasyonlarında ve 200'den fazla yatakla hizmet vermesi planlanmaktadır. 2026 yılında devreye alınacak bu hastanelerin mevcut kapasiteye %25-30 oranında katkı sağlaması beklenmektedir.
- Diğer taraftan, TSS tarafı katkısını 2025 yılında da göreceğimizi değerlendirirken, yönetim hizmeti sağlanan yurt dışı hastanelerin de katkısını yıl içerisinde göreceğimizi ekleyelim. Ayrıca, portföye son dönemlerde dahil olan diğer hastaneler de büyüme tarafına katkı sağlayacaktır. Etkin maliyet ve operasyonel yönetimin ise FAVÖK marjını yukarılarda tutmak için destek olacağını değerlendirmekteyiz.
- i) malzeme fiyatlarında yaşanabilecek ani artışlar ii) asgari ücret artışı iii) küresel ekonomideki yavaşlamanın ve/veya küresel çapta sağlık hizmetlerinin rekabetçi olmasının sağlık turizminde aşağı yönlü baskıya neden olabilme ihtimali değerlememiz açısından başlıca risk unsurları arasındadır.

Turkcell

| Hisse Verileri | | | | |
|------------------------------------|--------------|---------|---------|---------|
| Bloomberg Hisse Kodu | TCELL | | | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 97.50 | | | |
| Hedef Fiyat (TL) | 192.00 | | | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 96.9% | | | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 57.55 | 111.81 | | |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 2,014 | | | |
| Sermaye (mln TL) | 2,200 | | | |
| Pazar | Yıldız Pazar | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| Piyasa Değeri | 214,500 | | | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 422,400 | | | |
| Net Borç | 19,038 | | | |
| Firma Değeri | 233,538 | | | |
| Hisse Verileri (mln TL) | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 90,206 | 102,963 | 161,292 | 220,978 |
| FAVÖK | 39,829 | 47,053 | 67,759 | 89,514 |
| Net Kar | 6,880 | 12,554 | 24,842 | 17,664 |
| Çarpanlar | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
| F/K | 7.2x | 7.7x | 8.6x | 12.1x |
| PD/DD | 0.5x | 0.6x | 1.1x | 1.0x |
| FD/FAVÖK | 2.2x | 2.8x | 3.4x | 2.6x |
| Hisse Performansı | | | | |
| | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
| Nominal Getiri | 3% | 22% | 62% | 71% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 5% | 11% | 27% | 30% |



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Turkcell (TCELL) – AL – Hedef Fiyat: 192,00 TL

- Turkcell, 2024 yılında %71 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %30 üzerinde performans göstermiştir. TCELL hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,9x F/K ve 4,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Turkcell için hedefi fiyatımızı 154,95 TL'den 192,00 TL'ye yükseltiyor, önerimizi ise AL olarak sürdürüyor ve Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Sektördeki güçlü konumu, dinamik fiyatlandırma stratejisi, ARPU büyümesinde devam eden ivme, abone kazanımı, ihtiyatlı maliyet yönetimi, yenilenebilir enerji üretimine yönelik yatırımları, dengeli müşteri portföyü ve temettü getirisi dolayısıyla Turkcell'i beğenmeye devam ediyoruz.
- Eylül 2024'te Şirket, Ukrayna'da faaliyet gösteren Lifecell LLC, LLC Global Bilgi ve LLC Ukrtower hisselerinin tamamının, tüm hak ve borçları ile birlikte devrini gerçekleştirdi. Şirket'in 3Ç24 döneminde sürdürülen faaliyetlerden net karı 3.065 milyon TL iken Ukrayna satışı sonrası net karı 14.280 milyon TL olarak açıklandı. **Satış ile net kar tarafında yaşanan artışın, 2025 yılında temettü tarafını desteklemesini bekliyoruz.**
- Hatırlayacak olursak, Şirket 3Ç24 finansalları sonrasında, düşük çift haneli satış geliri büyümesini %7 olarak revize etti. Satış geliri beklentisindeki değişikliği, yılın ikinci yarısında enflasyonun beklentilerinin üstünde gerçekleşmesi sebebiyle, yıl sonu enflasyon tahminlerini yukarı yönlü revize etmesi olarak açıklamış bunu yanında yaklaşık %42 seviyesinde olan FAVÖK beklentisini ise korumaya devam etmişti. **2025 yılına geldiğimizde devam eden ARPU büyümesi paralelinde enflasyon üzerinde ciro büyümesinin devam etmesini bekliyoruz. Bunu yanı sıra operasyonel karlılığın ihtiyatlı kalmak adına bir miktar zayıflamasını bekliyoruz. %41 seviyesinde beklediğimiz FAVÖK marjının hala çok önemli bir karlılık rakamı olduğunun altını çizmek isteriz.**

Türk Hava Yolları

| Hisse Verileri | | |
|------------------------------------|--------|--------------|
| Bloomberg Hisse Kodu | | THYAO |
| Mevcut Fiyat (TL) | | 293.50 |
| Hedef Fiyat (TL) | | 454.00 |
| Getiri Potansiyeli (%) | | 54.7% |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 237.70 | 332.00 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | | 7,316 |
| Sermaye (mln TL) | | 1,380 |
| Pazar | | Yıldız Pazar |

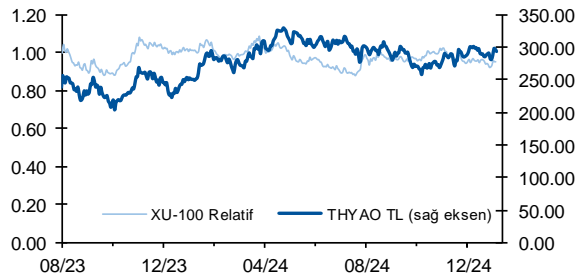
| Hisse Verileri (mln TL) | |
|--------------------------|---------|
| Piyasa Değeri | 405,030 |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 626,520 |
| Net Borç | 282,195 |
| Firma Değeri | 687,225 |

| Hisse Verileri (mln TL) | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satış | 311,169 | 504,398 | 736,401 | 958,099 |
| FAVÖK | 78,684 | 115,397 | 169,372 | 220,363 |
| Net Kar | 47,429 | 163,003 | 113,513 | 153,296 |

| Çarpanlar | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-----------|------|------|-------|-------|
| F/K | 1.8x | 1.6x | 3.6x | 2.6x |
| FD/FAVÖK | 3.3x | 4.4x | 4.1x | 3.1x |

| Hisse Performansı | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
|------------------------|------|------|-------|------|
| Nominal Getiri | -2% | 9% | 21% | 23% |
| BIST100 Rölatif Getiri | -1% | -2% | -5% | -7% |

| Hisse Performansı | |
|-------------------|--|
|-------------------|--|



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Türk Hava Yolları (THYAO) – AL – Hedef Fiyat: 454,00 TL

- Türk Hava Yolları, 2024 yılında %23 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %7 gerisinde performans göstermiştir. THYAO hisseleri son 12 aylık verilere göre 2,2x F/K ve 5,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 448,00 TL'den 454,00 TL'ye yükseltiyor, önerimizi AL olarak sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Türk Hava Yolları'nı; AKK büyümesi, geniş filo yapısı, uçuş ağı genişliği ve çeşitlendirilmiş gelir tabanı gerekçeleriyle 2025 yılında da beğenmeye devam ediyoruz.
- Yatay büyüme stratejisi doğrultusunda pandemi döneminde pozitif ayrılan Türk Hava Yolları, «normalleşme döneminde» «artan jeopolitik gerginliklere» rağmen rakiplerine göre başarılı sonuçlar elde etmeyi başardı. 9A24 döneminde satış gelirini %7,8 artırırken, %23'lük FAVÖK marjı elde etti.
- 2024 yılında Türk Hava Yolları için öne çıkan en önemli başlık kargo taşımacılığı oldu. 9A24 döneminde taşınan kargo ve birim gelirdeki artışla kargo gelirleri %40,7 yükselmiştir. 9A23 döneminde satış geliri içinde %11,4'lük paya sahip olan kargo geliri payının bu dönemde %14,9'a yükseldiğini görmekteyiz.
- Yolcu sayılarında artan jeopolitik risk etkili olurken, Türk Hava Yolları'nın kapasitesini Asya tarafına kaydırmasıyla hem yolcu sayısını hem de gelir ve karlılık tarafını koruduğunu gördük. 2025 yılında da var olan kapasite büyümesine ek olarak jeopolitik gerginliklerde yaşanan azalma yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.
- 2025'te, Türk Hava Yolları'nın 10 yılı kapsayan stratejisinde ele aldığı ana hedefler arasında yer alan «yolcu kapasitesini yıllık ortalama %7,7 artırarak 2023 yılına göre 2 katına çıkması» yönündeki hedefinin, önemli bir büyüme hedefine işaret ettiğini düşünmekteyiz. 9A24 dönemine baktığımızda yolcu kapasitesi %8,5 artış gerçekleştirmiştir.

Ülker Bisküvi

Hisse Verileri

| | | |
|------------------------------------|--------------|--------|
| Bloomberg Hisse Kodu | ULKER | |
| Mevcut Fiyat (TL) | 115.50 | |
| Hedef Fiyat (TL) | 167.90 | |
| Getiri Potansiyeli (%) | 45.4% | |
| Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL) | 77.35 | 188.70 |
| 3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL) | 705 | |
| Sermaye (mln TL) | 369 | |
| Pazar | Yıldız Pazar | |

Hisse Verileri (mln TL)

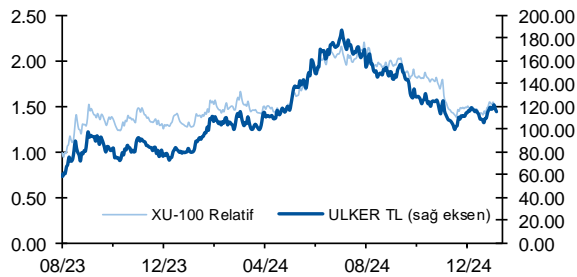
| | | |
|--------------------------|--------|--|
| Piyasa Değeri | 42,651 | |
| Hedeflenen Piyasa Değeri | 62,001 | |
| Net Borç | 24,205 | |
| Firma Değeri | 66,857 | |

| Hisse Verileri (mln TL) | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-------------------------|--------|--------|--------|---------|
| Net Satış | 51,981 | 55,836 | 80,926 | 107,227 |
| FAVÖK | 6,703 | 10,601 | 14,766 | 18,440 |
| Net Kar | 985 | 3,379 | 7,200 | 10,385 |

| Çarpanlar | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|-----------|------|------|-------|-------|
| F/K | 7.0x | 5.5x | 5.9x | 4.1x |
| PD/DD | 0.6x | 0.8x | 1.5x | 1.1x |
| FD/FAVÖK | 4.5x | 4.2x | 4.5x | 3.6x |

| Hisse Performansı | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay | 2024 |
|------------------------|------|------|-------|------|
| Nominal Getiri | -1% | -11% | 43% | 44% |
| BIST100 Rölatif Getiri | 0% | -19% | 12% | 9% |

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 07 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

■ Ülker Bisküvi (ULKER) – AL – Hedef Fiyat: 167,90 TL

- Ülker Bisküvi, 2024 yılında %44 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %9 üzerinde performans göstermiştir. ULKER hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,1x F/K ve 4,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Ülker Bisküvi için hedef fiyatımızı 198,00 TL'den 167,90 TL'ye revize ediyor ve var olan yükseliş potansiyeli dolayısıyla, 2025 yılında da Döngüsel Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.
- Atıştırmalık pazarında lider konumda olan Ülker Bisküvi'yi; pazar payı ve marka bilinirliği, FAVÖK marjındaki iyileşme, coğrafi yaygınlığı, dinamik fiyatlama stratejisi, güçlü ihracat konumuna ek olarak döviz açık pozisyonunu kapatması için atılan adımlar gerekçeleriyle 2024 yılında Döngüsel Portföyümüzde taşımaya devam etmiştik. Bugün geldiğimiz noktada hala bu başlıkları önemli görmekteyiz. Ancak, 2025 yılında iç tüketimde devam edeceğini düşündüğümüz yavaşlama ve artan maliyetler dolayısıyla operasyonel karlılığında zayıflama beklemekteyiz.
- Şirket, 2024 yılını, **80 milyar TL satış geliri ve yaklaşık %18,2 FAVÖK marjı** ile tamamlamayı hedeflemektedir. 9A24 dönemine baktığımızda satış gelirinین geçen yılın aynı dönemine göre %3 artarak 58 milyar TL'ye ulaştığını, %18,7 marj ile yaklaşık 11 milyar TL FAVÖK rakamı elde ettiğini görmekteyiz.
- Eylül 2024 itibarıyla 407 milyon USD açık pozisyonunu hedge etmiştir. Açık pozisyonun yaklaşık %68'i kapatılmıştır.
- Emtia fiyatlarındaki artış, tedarik zincirindeki olası problemler, küresel iklim sorunları nedeniyle yaşanan kuraklık ve kurdaki dalgalı seyir değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Döngüsel Portföy, Ocak 2025

| Deniz Yatırım Döngüsel Portföy | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|--------------|----------------|-------------|---------|---------|-----------------------------|----------------------------|------------------|------------------|---------------|---------------------|
| Hisse senedi | Giriş tarihi | Giriş seviyesi | Son kapanış | Değişim | Rölatif | Portföyde kalma süresi, gün | Yıl başlangıcından değişim | Haftalık değişim | Haftalık rölatif | Haftalık beta | Haftalık korelasyon |
| THYAO | 25.01.2022 | 26.05 | 293.50 | 1027% | 117% | 1079 | 4% | 4% | 3% | 0.97 | 0.73 |
| TCELL | 10.10.2022 | 22.42 | 97.50 | 335% | 56% | 821 | 5% | 5% | 4% | 0.83 | 0.63 |
| ULKER | 13.12.2022 | 38.36 | 115.50 | 201% | 58% | 757 | -2% | -2% | -3% | 1.08 | 0.60 |
| MPARK | 16.01.2023 | 85.43 | 363.50 | 325% | 117% | 723 | -5% | -5% | -6% | 0.72 | 0.51 |
| MAVI | 12.05.2023 | 27.42 | 82.90 | 202% | 48% | 607 | -5% | -5% | -6% | 0.82 | 0.61 |
| ASELS | 17.07.2023 | 36.43 | 77.30 | 112% | 39% | 541 | 7% | 7% | 5% | 0.97 | 0.67 |
| AKBNK | 21.08.2023 | 26.69 | 64.75 | 143% | 85% | 506 | 0% | 0% | -2% | 1.28 | 0.73 |
| MGROS | 19.12.2023 | 323.98 | 530.50 | 64% | 27% | 386 | -3% | -3% | -4% | 0.81 | 0.62 |
| KRDMD | 05.04.2024 | 23.03 | 28.00 | 22% | 15% | 278 | 3% | 3% | 2% | 1.30 | 0.67 |
| DOHOL | 09.07.2024 | 16.28 | 14.79 | -9% | -1% | 183 | 2% | 2% | 1% | 1.13 | 0.75 |
| AGESA | 02.09.2024 | 102.30 | 137.00 | 34% | 34% | 128 | -16% | -16% | -17% | 0.57 | 0.36 |
| LKMNH | 16.09.2024 | 15.02 | 19.09 | 27% | 23% | 114 | 6% | 6% | 4% | 0.48 | 0.29 |
| ISCTR | 08.01.2025 | 14.00 | | | | | 3% | 3% | 2% | 1.29 | 0.67 |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonel

Döngüsel Portföy, Ocak 2025

| Hisse | Beta (3 ay) | Korelasyon (3 ay) | Ort. işlem hacmi (3 ay, mio TRY) | F/K (Son 4 çeyrek) | FD/FAVÖK (Son 4 çeyrek) | 3 ay rölatif perf. | YBB rölatif perf. |
|-------|-------------|-------------------|----------------------------------|--------------------|-------------------------|--------------------|-------------------|
| THYAO | 0.94 | 0.73 | 7,316 | 2.2 | 5.3 | -2% | 1% |
| TCELL | 0.73 | 0.52 | 2,014 | 5.0 | 3.5 | 11% | 4% |
| ULKER | 0.97 | 0.51 | 705 | 7.1 | 4.7 | -18% | -1% |
| MPARK | 0.29 | 0.13 | 180 | 9.6 | 7.5 | -8% | 0% |
| MAVI | 1.00 | 0.65 | 344 | 13.4 | 4.9 | -11% | -5% |
| ASELS | 0.33 | 0.25 | 2,067 | 30.0 | 16.3 | 21% | 5% |
| AKBNK | 1.70 | 0.85 | 4,625 | 7.0 | | 5% | -2% |
| MGROS | 1.01 | 0.63 | 764 | 15.1 | 9.0 | 13% | 0% |
| KRDMD | 0.99 | 0.59 | 1,366 | 17.5 | 12.6 | 3% | 1% |
| DOHOL | 0.91 | 0.74 | 349 | 11.7 | 2.8 | 2% | -2% |
| AGESA | 0.23 | 0.12 | 55 | 10.9 | | 14% | -11% |
| LKMNH | 0.84 | 0.53 | 25 | 7.8 | 8.5 | 1% | 9% |
| ISCTR | 1.22 | 0.78 | 5,727 | 6.4 | | 2% | 3% |

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

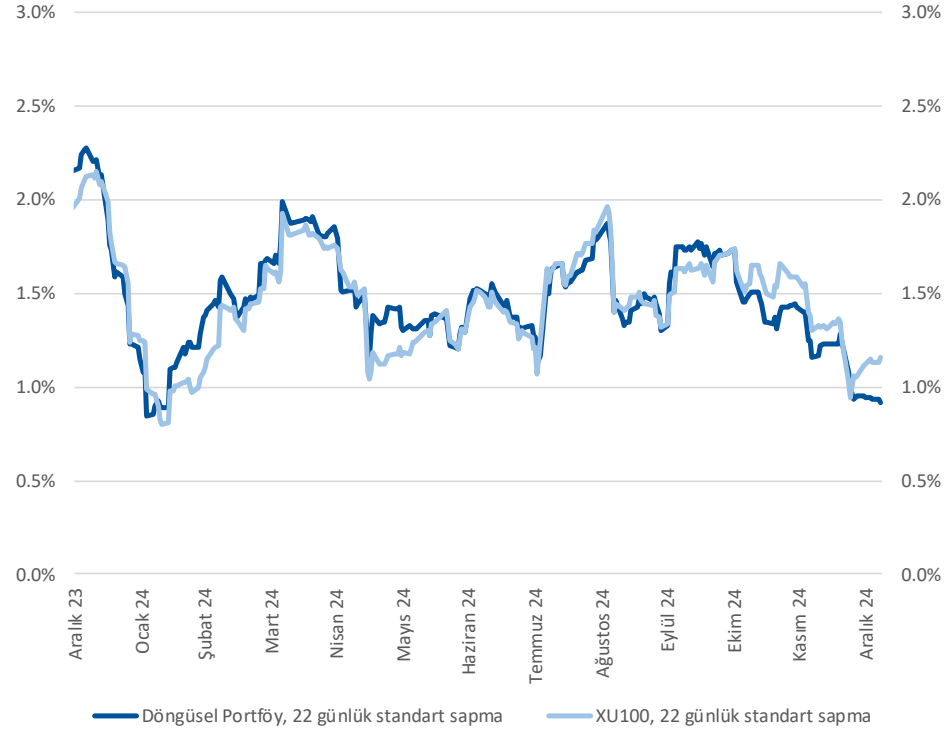
Döngüsel Portföy, Ocak 2025

| Dönem | Döngüsel Portföy endeks seviyesi | Döngüsel Portföy rölatif (XU100) | Döngüsel Portföy rölatif (XU30) | XU100 |
|---|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-------|
| 07.01.2025 | 1221 | 78% | 78% | 685 |
| 31.12.2024 | 1224 | 81% | 81% | 675 |
| 31.12.2024 | 1224 | 81% | 81% | 675 |
| 29.12.2023 | 845 | 65% | 65% | 513 |
| 30.12.2022 | 539 | 42% | 42% | 379 |
| 31.12.2021 | 144 | 13% | 13% | 128 |
| 21.10.2021 | 100 | | | 100 |
| Haftalık performans (Portföy) | 0% | | | |
| Yıl başlangıcından performans (Portföy) | 0% | | | |
| Kurulduğu günden performans (Portföy) | 1121% | | | |
| Haftalık ortalama beta (Portföy) | 0.94 | | | |
| Haftalık ortalama korelasyon (Portföy) | 0.60 | | | |
| Ortalama gün (Portföy) | 510 | | | |
| Toplam gün (Portföy kuruluşundan) | 1174 | | | |
| XU100 haftalık performans | 1% | | | |
| XU100 yıl başlangıcından performans | 1% | | | |
| XU100 Döngüsel Portföy kurulduğu günden performans | 585% | | | |
| Döngüsel Portföy, XU100 haftalık rölatif | -2% | | | |
| Döngüsel Portföy, XU100 yıl başlangıcından rölatif | -2% | | | |
| Döngüsel Portföy, XU100 kurulduğu günden rölatif | 78% | | | |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

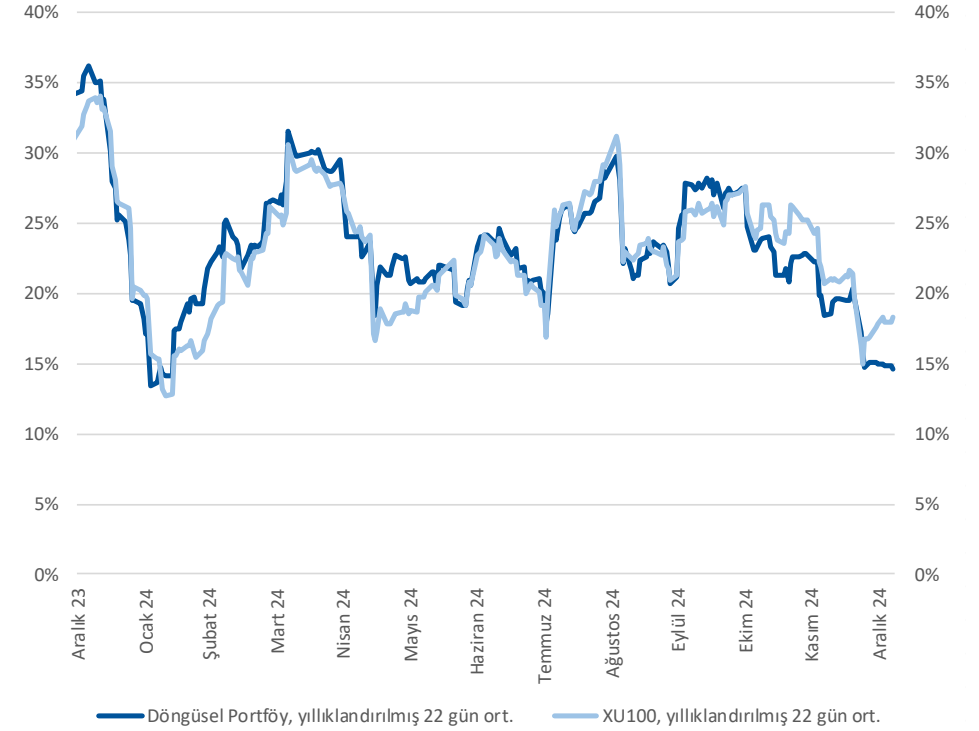
Döngüsel Portföy, volatilité

Döngüsel Portföy & BIST 100, 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

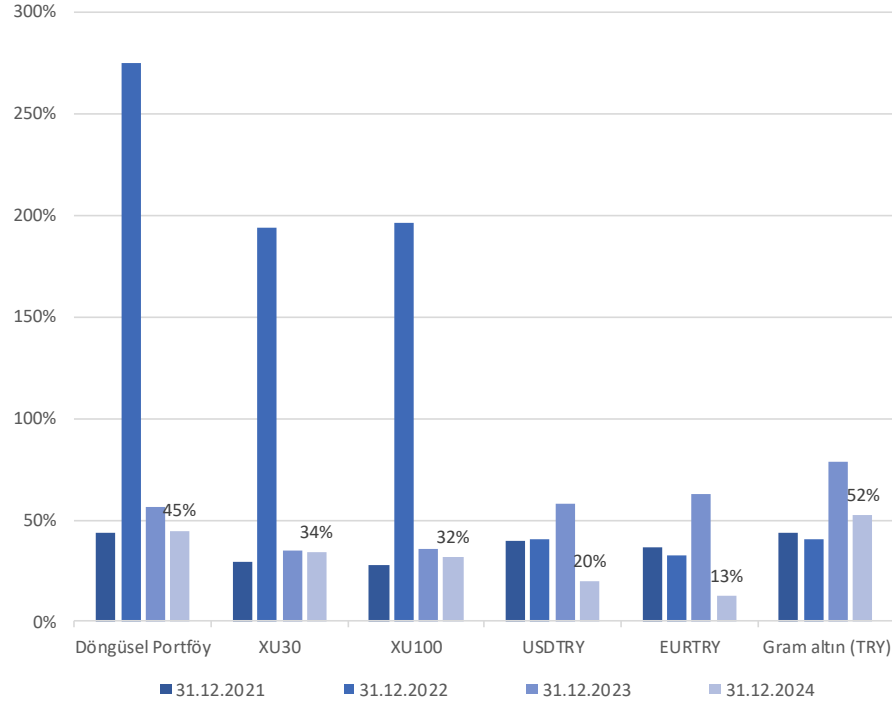
Döngüsel Portföy & BIST 100, 22 gün volatilité



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

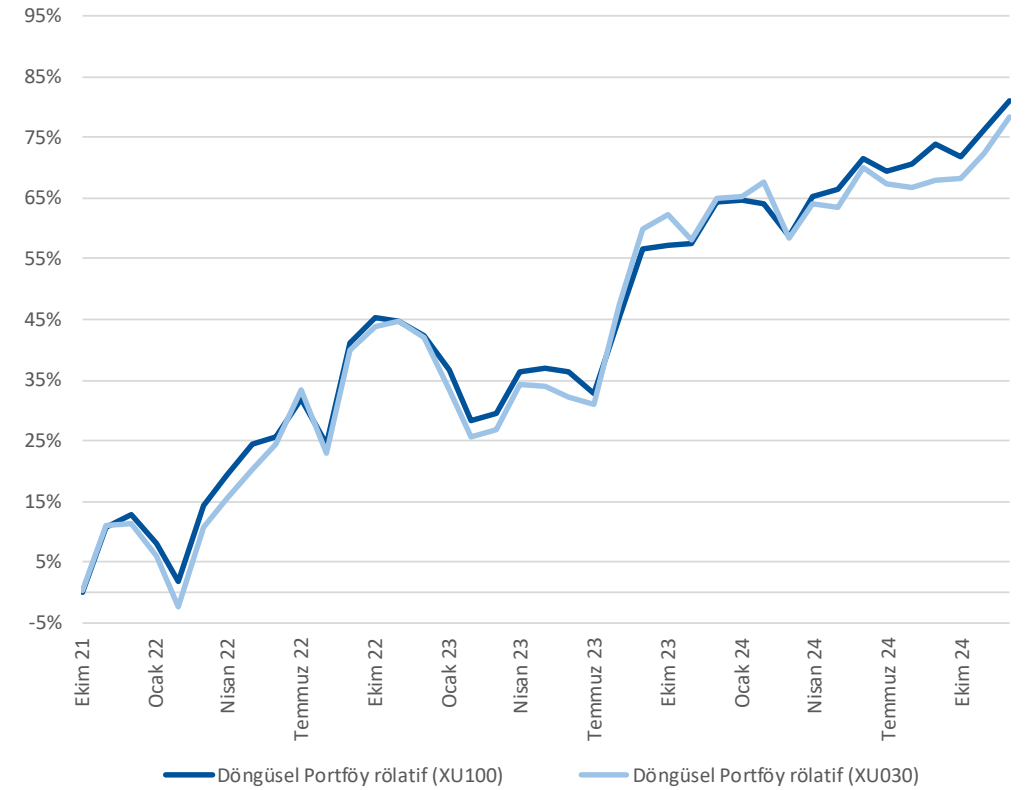
Döngüsel Portföy, performans

Döngüsel Portföy ve seçilmiş varlık sınıflarının yıllık performansları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet
2021 yılı hesaplamaları için Döngüsel Portföyün kurulduğu 21.10.2021 ile yıl sonu arasındaki performanslar üzerinden gidilmiştir.

Döngüsel Portföy aylık performans, kurulduğu günden bu yana



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

| | Piyasa Değeri (mn TL) | Piyasa Değeri (mn USD) | BIST 30 Endeksi'ndeki Payı | BIST 100 Endeksi'ndeki Payı | Nominal Hisse Performansı - 2024 | Relatif Hisse Performansı - 2024 | F/K Son 12 Aylık | PD/DD Son 12 Aylık | Eski Hedef Fiyat (TL) | Eski Tavsiye | Yeni Hedef Fiyat (TL) | Yeni Tavsiye | Kapanış Fiyatı | Yükseliş / Düşüş Potansiyeli |
|-------------------------|--------------------------|---------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------|--------------------------|-----------------|-------------------|---------------------------------|
| Finansallar | | | | | | | | | | | | | | |
| Agesa Hayat Emeklilik | 24,660 | 699 | --- | --- | 172% | 107% | 10.9 | 5.3 | 157.30 | AL | 212.30 | AL | 137.00 | 55.0% |
| Akbank | 336,700 | 9,545 | 8.7% | 6.4% | 85% | 41% | 7.0 | 1.5 | 82.00 | AL | 90.00 | AL | 64.75 | 39.0% |
| Aksigorta | 11,800 | 334 | --- | --- | 46% | 11% | 7.2 | 2.6 | 8.30 | AL | 10.40 | AL | 7.32 | 42.1% |
| Anadolu Hayat Emeklilik | 43,516 | 1,234 | --- | 0.3% | 187% | 118% | 12.1 | 5.2 | 148.00 | AL | 158.30 | AL | 101.20 | 56.4% |
| Anadolu Sigorta | 50,650 | 1,436 | --- | 0.6% | 73% | 31% | 6.1 | 1.8 | 174.30 | AL | 174.30 | AL | 101.30 | 72.1% |
| Garanti Bank | 533,400 | 15,121 | 3.7% | 2.7% | 123% | 69% | 5.5 | 1.8 | 154.30 | AL | 178.50 | AL | 127.00 | 40.6% |
| Halkbank | 124,009 | 3,515 | --- | 0.4% | 35% | 3% | 9.3 | 0.9 | 21.10 | TUT | 21.10 | TUT | 17.26 | 22.2% |
| İş Bankası | 350,000 | 9,922 | 5.3% | 3.9% | 49% | 13% | 6.4 | 1.2 | 16.50 | AL | 21.30 | AL | 14.00 | 52.1% |
| İş Yatırım | 66,630 | 1,889 | --- | 0.7% | 57% | 19% | 13.6 | 2.8 | 50.00 | AL | 64.60 | AL | 44.42 | 45.4% |
| TSKB | 36,148 | 1,025 | --- | 0.5% | 87% | 42% | 4.0 | 1.2 | 18.00 | AL | 18.20 | AL | 12.91 | 41.0% |
| Türkiye Sigorta | 79,950 | 2,266 | --- | 0.5% | 98% | 50% | 7.5 | 3.3 | 18.60 | AL | 25.00 | AL | 15.99 | 56.3% |
| Vakıf Bank | 237,784 | 6,741 | --- | 0.5% | 82% | 38% | 6.4 | 1.2 | 28.70 | AL | 31.80 | AL | 23.98 | 32.6% |
| Yapı Kredi Bank | 263,379 | 7,466 | 5.1% | 3.7% | 64% | 24% | 6.3 | 1.4 | 36.50 | AL | 46.00 | AL | 31.18 | 47.5% |
| Holdingle | | | | | | | | | | | | | | |
| Alarko Holding | 41,282 | 1,170 | 0.7% | 0.5% | 2% | -22% | 8.3 | 0.7 | 140.00 | AL | 140.00 | AL | 94.90 | 47.5% |
| Doğan Holding | 38,705 | 1,097 | --- | 0.5% | 31% | 0% | 11.7 | 0.6 | 21.00 | AL | 21.00 | AL | 14.79 | 42.0% |
| Enka İnşaat | 299,400 | 8,487 | 1.7% | 1.3% | 50% | 14% | 12.3 | 1.1 | 70.00 | AL | 74.00 | AL | 49.90 | 48.3% |
| Koç Holding | 470,916 | 13,349 | 5.0% | 3.7% | 31% | -1% | 10.9 | 0.9 | 280.00 | AL | 298.80 | AL | 185.70 | 60.9% |
| Sabancı Holding | 215,919 | 6,121 | 5.4% | 3.9% | 64% | 25% | 30.5 | 0.8 | 130.00 | AL | 153.30 | AL | 102.80 | 49.1% |
| Şişecam | 128,287 | 3,637 | 3.0% | 2.2% | -8% | -30% | 6.9 | 0.7 | 52.30 | TUT | 52.30 | TUT | 41.88 | 24.9% |
| Tekfen Holding | 24,994 | 709 | --- | 0.4% | 95% | 48% | 20.6 | 0.9 | 64.40 | TUT | 73.10 | TUT | 67.55 | 8.2% |
| Petrol ve Gaz | | | | | | | | | | | | | | |
| Aygaz | 37,080 | 1,051 | --- | --- | 37% | 4% | 5.5 | 0.8 | 250.00 | AL | 253.00 | AL | 168.70 | 50.0% |
| Petkim | 47,393 | 1,343 | 1.1% | 0.8% | -1% | -24% | 2.4 | 0.8 | 22.00 | TUT | 22.00 | TUT | 18.70 | 17.6% |
| Tüpraş | 282,083 | 7,996 | 6.7% | 4.9% | 13% | -14% | 4.5 | 1.2 | 228.06 | AL | 233.00 | AL | 146.40 | 59.2% |
| Enerji | | | | | | | | | | | | | | |
| Aksa Enerji | 50,329 | 1,427 | --- | 0.4% | 36% | 3% | 9.7 | 1.3 | 49.40 | TUT | 52.20 | TUT | 41.04 | 27.2% |
| Alfa Solar Enerji | 25,723 | 729 | --- | 0.2% | -18% | -38% | 56.5 | 7.3 | 82.00 | TUT | 82.00 | TUT | 69.90 | 17.3% |
| Biotrend Enerji | 8,440 | 239 | --- | --- | -1% | -25% | 10.1 | 2.2 | 27.00 | AL | 24.20 | AL | 16.88 | 43.4% |
| Galata Wind Enerji | 16,686 | 473 | --- | --- | 60% | 22% | 16.8 | 1.7 | 44.60 | AL | 44.60 | AL | 30.90 | 44.3% |
| Enerjisa Enerji | 72,636 | 2,059 | --- | 0.5% | 35% | 2% | --- | 1.0 | 86.00 | AL | 97.60 | AL | 61.50 | 58.7% |
| Demir Çelik | | | | | | | | | | | | | | |
| Erdemir | 168,560 | 4,778 | 4.0% | 2.9% | 20% | -8% | 9.0 | 0.7 | 34.50 | AL | 37.00 | AL | 24.08 | 53.7% |
| Kardemir (D) | 32,121 | 911 | 1.0% | 0.7% | 14% | -13% | 17.5 | 0.7 | 40.00 | AL | 43.00 | AL | 28.00 | 53.6% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

| | Piyasa Değeri (mn TL) | Piyasa Değeri (mn USD) | BIST 30 Endeksi'ndeki Payı | BIST 100 Endeksi'ndeki Payı | Nominal Hisse Performansı - 2024 | Relatif Hisse Performansı - 2024 | F/K Son 12 Aylık | PD/DD Son 12 Aylık | Eski Hedef Fiyat (TL) | Eski Tavsiye | Yeni Hedef Fiyat (TL) | Yeni Tavsiye | Kapanış Fiyatı | Yükseliş / Düşüş Potansiyeli |
|--|--------------------------|---------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------|--------------------------|-----------------|-------------------|---------------------------------|
| Kimya, Tarımsal İlaç ve Gübre | | | | | | | | | | | | | | |
| Aksa Akrilik | 45,455 | 1,289 | --- | 0.6% | 59% | 21% | 13.5 | 2.1 | 12.00 | AL | 14.50 | TUT | 11.70 | 23.9% |
| Alkim Kimya | 5,841 | 166 | --- | --- | 12% | -15% | 14.7 | 1.7 | 22.50 | AL | 24.50 | TUT | 19.47 | 25.8% |
| Hektaş | 33,804 | 958 | 0.7% | 0.5% | -46% | -59% | --- | 4.3 | 4.30 | SAT | 4.80 | SAT | 4.01 | 19.7% |
| Kimteks Poliüretan | 9,437 | 268 | --- | --- | -34% | -50% | --- | 3.2 | 36.00 | AL | 33.00 | AL | 19.41 | 70.0% |
| Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi | | | | | | | | | | | | | | |
| Doğuş Otomotiv | 44,440 | 1,260 | --- | 0.6% | -12% | -33% | 4.3 | 0.9 | 294.70 | TUT | 266.60 | TUT | 202.00 | 32.0% |
| Ford Otosan | 331,259 | 9,390 | 2.9% | 2.1% | 33% | 1% | 6.5 | 3.3 | 1385.75 | AL | 1600.00 | AL | 944.00 | 69.5% |
| Kordsa | 14,638 | 415 | --- | --- | -8% | -30% | --- | 1.0 | 96.00 | TUT | 90.60 | TUT | 75.25 | 20.4% |
| Tofaş | 103,050 | 2,921 | 1.2% | 0.9% | 5% | -20% | 8.6 | 2.3 | 296.60 | TUT | 255.00 | TUT | 206.10 | 23.7% |
| Türk Traktor | 71,047 | 2,014 | --- | 0.6% | 17% | -11% | 7.3 | 3.8 | 1235.02 | AL | 1050.00 | AL | 710.00 | 47.9% |
| Otokar | 57,270 | 1,623 | --- | 0.5% | 15% | -12% | 140.2 | 6.9 | 633.60 | TUT | 633.60 | TUT | 477.25 | 32.8% |
| Brisa | 27,430 | 778 | --- | --- | 21% | -8% | 7.4 | 1.6 | 131.91 | AL | 124.20 | AL | 89.90 | 38.2% |
| Sağlık | | | | | | | | | | | | | | |
| Gen ilaç | 34,440 | 976 | --- | --- | 160% | 98% | 47.7 | 5.4 | 102.10 | TUT | 104.00 | TUT | 114.80 | -9.4% |
| Lokman Hekim | 4,123 | 117 | --- | --- | 70% | 29% | 7.8 | 2.4 | 24.72 | AL | 27.00 | AL | 19.09 | 41.4% |
| Meditera Tıbbi Malzeme | 6,129 | 174 | --- | --- | 91% | 45% | 44.5 | 3.0 | 58.91 | TUT | 68.90 | AL | 51.50 | 33.8% |
| MLP Sağlık | 69,433 | 1,968 | --- | 0.7% | 135% | 79% | 9.6 | 3.4 | 489.02 | AL | 532.30 | AL | 363.50 | 46.4% |
| Selçuk Eczacı Deposu | 51,978 | 1,473 | --- | 0.3% | 30% | -1% | 39.0 | 2.5 | 73.20 | TUT | 85.00 | TUT | 83.70 | 1.6% |
| Perakende ve Toptan | | | | | | | | | | | | | | |
| BİM | 319,994 | 9,071 | 9.4% | 6.8% | 79% | 36% | 14.9 | 3.2 | 739.00 | AL | 755.50 | AL | 527.00 | 43.4% |
| Bizim Toptan | 2,408 | 68 | --- | --- | -22% | -41% | --- | 1.5 | 36.00 | TUT | 36.00 | TUT | 29.92 | 20.3% |
| Mavi Giyim | 32,933 | 934 | --- | 0.9% | 53% | 16% | 13.4 | 3.5 | 154.20 | AL | 138.00 | AL | 82.90 | 66.5% |
| Migros | 96,049 | 2,723 | 2.3% | 1.7% | 67% | 27% | 15.1 | 1.8 | 772.03 | AL | 800.00 | AL | 530.50 | 50.8% |
| Şok Marketler | 24,444 | 693 | --- | 0.4% | -20% | -39% | --- | 0.9 | 58.50 | TUT | 58.50 | TUT | 41.20 | 42.0% |
| Gıda ve İçecek | | | | | | | | | | | | | | |
| Coca Cola İçecek | 157,812 | 4,474 | --- | 1.5% | 27% | -4% | 7.8 | 2.9 | 82.40 | AL | 82.40 | AL | 56.40 | 46.1% |
| TAB Gıda | 40,683 | 1,153 | --- | 0.3% | 28% | -3% | 23.1 | 2.8 | 320.00 | AL | 320.00 | AL | 155.70 | 105.5% |
| Ülker Bisküvi | 42,651 | 1,209 | 0.8% | 0.6% | 44% | 9% | 7.1 | 1.6 | 198.00 | AL | 167.90 | AL | 115.50 | 45.4% |
| Büyük Şefler Gıda | 3,242 | 92 | --- | --- | 38% | 5% | 16.4 | 2.9 | 52.46 | AL | 52.46 | AL | 30.30 | 73.1% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

| | Piyasa Değeri (mn TL) | Piyasa Değeri (mn USD) | BIST 30 Endeksi'ndeki Payı | BIST 100 Endeksi'ndeki Payı | Nominal Hisse Performansı - 2024 | Relatif Hisse Performansı - 2024 | F/K Son 12 Aylık | PD/DD Son 12 Aylık | Eski Hedef Fiyat (TL) | Eski Tavsiye | Yeni Hedef Fiyat (TL) | Yeni Tavsiye | Kapanış Fiyatı | Yükseliş / Düşüş Potansiyeli |
|--|--------------------------|---------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------|--------------------------|-----------------|-------------------|---------------------------------|
| Beyaz Eşya ve Mobilya | | | | | | | | | | | | | | |
| Arçelik | 98,116 | 2,781 | --- | 0.5% | 11% | -16% | 110.1 | 1.3 | 190.00 | TUT | 196.00 | TUT | 145.20 | 35.0% |
| Vestel Beyaz Eşya | 27,168 | 770 | --- | --- | 9% | -17% | 17.1 | 1.0 | 24.00 | TUT | 24.50 | TUT | 16.98 | 44.3% |
| Vestel Elektronik | 23,700 | 672 | --- | 0.4% | 54% | 17% | --- | 0.5 | 80.00 | TUT | 87.00 | TUT | 70.65 | 23.1% |
| Yataş | 4,251 | 121 | --- | --- | 14% | -14% | 21.2 | 0.7 | 38.80 | AL | 36.50 | AL | 28.38 | 28.6% |
| Telekom & Teknoloji & Yazılım | | | | | | | | | | | | | | |
| Aztek Teknoloji | 4,866 | 138 | --- | --- | -53% | -65% | 27.4 | 2.8 | 109.90 | AL | 98.90 | AL | 48.66 | 103.2% |
| Hitit Bilgisayar Hizmetleri | 12,528 | 355 | --- | --- | 113% | 62% | 52.7 | 6.5 | 51.43 | AL | 73.50 | AL | 41.76 | 76.0% |
| İndeks Bilgisayar | 6,000 | 170 | --- | --- | 34% | 1% | 7.6 | 1.4 | 10.80 | AL | 10.80 | AL | 8.00 | 35.0% |
| Karel Elektronik | 8,454 | 240 | --- | --- | -12% | -33% | --- | 3.6 | 17.00 | AL | 17.00 | AL | 10.49 | 62.1% |
| Kontrolmatik Teknoloji | 25,415 | 720 | 0.6% | 0.4% | -43% | -56% | 52.9 | 5.3 | 88.00 | AL | 64.00 | TUT | 39.10 | 63.7% |
| Logo Yazılım | 11,296 | 320 | --- | --- | 45% | 10% | 33.8 | 4.4 | 144.84 | TUT | 144.84 | TUT | 118.90 | 21.8% |
| Türkcell | 214,500 | 6,081 | 5.5% | 4.0% | 71% | 30% | 5.0 | 1.2 | 145.95 | AL | 192.00 | AL | 97.50 | 96.9% |
| Türk Telekom | 162,680 | 4,612 | 1.0% | 0.7% | 78% | 36% | 6.3 | 1.2 | 76.60 | AL | 91.00 | AL | 46.48 | 95.8% |
| Savunma | | | | | | | | | | | | | | |
| Aselsan | 352,488 | 9,992 | 4.3% | 3.2% | 61% | 23% | 30.0 | 2.8 | 89.59 | AL | 110.00 | AL | 77.30 | 42.3% |
| Yapı Malzemeleri | | | | | | | | | | | | | | |
| Akçansa | 34,575 | 980 | --- | --- | 32% | 0% | 17.8 | 1.9 | 199.00 | TUT | 230.70 | TUT | 180.60 | 27.7% |
| Çimsa | 42,949 | 1,217 | --- | 0.7% | 64% | 25% | 9.3 | 1.7 | 51.30 | AL | 68.40 | AL | 45.42 | 50.6% |
| Kalekim | 15,631 | 443 | --- | --- | 46% | 11% | 15.9 | 4.1 | 49.00 | AL | 55.80 | AL | 33.98 | 64.2% |
| Havacılık | | | | | | | | | | | | | | |
| Pegasus | 109,300 | 3,098 | 2.3% | 1.7% | 60% | 22% | 4.7 | 1.4 | 340.00 | AL | 362.50 | AL | 218.60 | 65.8% |
| TAV Havalimanları | 100,266 | 2,842 | --- | 1.7% | 155% | 94% | 11.4 | 1.7 | 425.50 | AL | 460.00 | AL | 276.00 | 66.7% |
| Türk Hava Yolları | 405,030 | 11,482 | 9.9% | 7.2% | 23% | -7% | 2.2 | 0.7 | 448.00 | AL | 454.00 | AL | 293.50 | 54.7% |
| Kağıt ve Kağıt Ürünleri | | | | | | | | | | | | | | |
| Europap Tezol Kağıt | 8,500 | 241 | --- | --- | -1% | -25% | --- | 1.9 | 24.20 | AL | 23.00 | AL | 17.00 | 35.3% |
| GYO | | | | | | | | | | | | | | |
| Emlak GYO | 51,680 | 1,465 | 1.3% | 0.9% | 98% | 50% | 16.1 | 0.6 | 17.30 | AL | 19.30 | AL | 13.60 | 41.9% |
| Ozak GYO | 19,481 | 552 | --- | --- | 82% | 38% | 7.8 | 0.4 | 17.85 | AL | 21.70 | AL | 13.38 | 62.2% |
| Torunlar GYO | 61,000 | 1,729 | --- | --- | 110% | 60% | 5.4 | 0.7 | 69.15 | AL | 86.50 | AL | 61.00 | 41.8% |

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

Yasal Uyarı

Uyarı Notu:

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Disclaimer:

Assessments included in this report/e-mail have been prepared based on information and data obtained from sources deemed to be reliable by Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. The statements in the report may not be suitable with your financial status, risk or income preferences and must not be evaluated as a form of guidance towards carrying out sales or purchases in any way. Deniz Yatırım does not guarantee the accuracy, completeness and permanence of these data. Therefore, readers are recommended to verify the accuracy of these data before they act based on information in these reports, and the responsibility of decisions taken as per these information belongs to the reader. Deniz Yatırım cannot in any way be held liable for the incompleteness or inaccuracy of this information. Also, employees and consultants of Deniz Yatırım and DenizBank Financial Services Group have no direct or indirect responsibility with regards to any losses to be incurred due to information given in this report/e-mail. This information does not constitute an investment recommendation, buy-sell proposal or promise of income in relation to any capital market instruments and does not fall in scope of investment consultancy. Investment Consultancy services are tailor-made for persons based on their risk and income preferences in scope of investment consultancy agreements signed with authorized institutions. None of this content can be copied without the written permission of Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş., published in any form or environment, given reference or utilized.

© DENİZ YATIRIM 2025