

FINANSAL PİYASALAR STRATEJİSİ 2025

TÜRKİYE: HASAT VAKTİ

Garanti BBVA Yatırım

7 Ocak 2025

İçindekiler

TÜRKİYE: HASAT VAKTİ	3
ULUSLARARASI PİYASALAR	5
EKONOMİ	17
TÜRK LİRASI	24
FAİZ	28
- TL Tahvil	28
- Mevduat	30
- Eurobond	31
BİST STRATEJİ	33
SEKTÖR VE HİSSE SEÇİMLERİ	41
MODEL PORTFÖY	45
SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ	51
• Bankacılık	51
• Cam	55
• Dayanıklı Tüketim	56
• Demir&Çelik	57
• Gayrimenkul	58
• Gıda&İçecek	59
• Havayolları	60
• Otomotiv	61
• Perakende	62
• Petrol Ürünleri	63
• Savunma	64
• Telekom	65
Temettü Beklentileri	66
Tavsiye Listesi	67
BİST- 100 Gösterge Tabloları	68
UYARI NOTU	71

Türkiye: Hasat Vakti

Türkiye doğru rotada kararlılığını sürdürdü. 2024 yılına girerken yayınladığımız “Türkiye: Doğru Rotada İlerliyor” başlıklı strateji raporumuzda doğru makro politikalarda kararlı olduğu müddetçe yıl içinde olası oynaklıkların TL varlıklar için alım fırsatı yaratacağını öngörmüştük. Mayıs 2023'ten bu yana uygulanan para politikaları, makro dengesizlikleri azaltırken, yurtiçinde ve yurtdışında güveni artırarak ülke risk primini kayda değer şekilde düşürdü. Söz konusu politikalar dezenflasyon sürecini başlatırken, görece gevşek para politikalarının önü açıldı. Moody's, S&P ve Fitch'ten gelen not artırımları uygulanan politikaların olumlu bir başka sonucuydu. Türkiye ekonomisinde son iki yılda uygulanan kararlı para politikalarının meyvelerinin alınacağı bir döneme girildiğini düşünüyoruz.

Yeni teknolojiler, ticaret savaşları ve yüksek değerlemeler küresel tarafta öne çıkan başlıklar. Dünyada merkez bankalarının %75'inin faiz indirimi yaptığı bir yılı geride bırakıyoruz. Önde gelen merkez bankaları pandemi yılı, 2008 finansal krizi, 1998 krizi dönemlerinde olduğu gibi parasal gevşeme adımlarıyla 2025 yılına girmiş olsa da, global görünüm belirttiğimiz dönemlerden bu kez farklı. Dünyada büyümenin görece güçlü ve dengeli olduğu, şirket değerlemelerinin operasyonel verimliliği güçlendirecek Yapay Zeka uygulamalarına yönelik beklentilerle yükseldiği ve tartışıldığı bir dönemden geçiyoruz. ABD seçimleri sonrası güçlenen ABD doları, Avrupa'da belirsizlik, uluslararası ticaret gerilimleri yüksek değerlendirme seviyelerinde kısa vadeli oynaklık sebebi olabilir.

Global piyasalarda güçlü performansa sahip iki yılın ardından yatırımcılar daha temkinli portföy tercihlerine yönelebilir. 2024 yılında S&P500 endeksi, ABD hariç MSCI Dünya endeksine göre %24 daha iyi performans sergiledi. Bu son 27 yılın en iyi performansına işaret ediyor. Son iki yıldaki güçlü performans ABD hisse senetleri toplam piyasa değerinin 62 trilyon ABD\$ ile ABD hariç global hisse senedi piyasa değerini (61,7 trilyon ABD\$) aşmasını sağladı. Güçlü performansla geçen iki yılın ardından görece temkinli olma adına, yatırımcılar risk iştahlarını düşürebilir. Böyle dönemlerde oluşabilecek düzeltme riskine karşın ABD'nin görece küresel rekabet gücünü ve pazar çekiciliğini koruyacağını düşünüyoruz. Yapay Zeka devriminin beslediği yatırım teması; kurumsal kar marjlarını destekleyen, üretkenliği yükselten, enerji üretimi ve altyapı gibi alanları güçlendiren sektörleri olası düzeltmelerde ön planda tutabilir.

2025 yılında global tarafta jeopolitik riskleri daha az konuşabiliriz. Ortadoğu, Rusya-Ukrayna, Çin-Tayvan kaynaklı gelişmeler 2024 yılı boyunca gerek global gerekse de lokal risk iştahı üzerinde farklı zaman dilimlerinde baskı yarattı. 2024 yılı Google aramalarının en çok aranan başlıklarından biri olan ABD Başkanlık Seçimi öncesi ve sonrasındaki açıklamalar, ABD'de 20 Ocak'ta görevi devralacak yeni yönetimin jeopolitik risklerde tansiyonun düşmesi yönünde çaba göstereceği beklentisi yaratıyor.

Lokal tarafta TL cinsi varlıklar 2025 yılında da olumlu performans sergilemeye aday. Jeopolitik riskler tarafında Türkiye'ye yakın coğrafyada tansiyonu düşürecek gelişmelerin, TL cinsi varlıkları olumlu etkilemesini bekleriz. Makroekonomik görünümde ise dezenflasyon sürecine geçiş, TCMB'nin görece gevşek para politikalarına kapı araladı. Aralık ayında gerçekleşen Para Politikası Kurulu toplantısında 22 ayın ardından ilk faiz indirimi geldi. Politika faizi 250 bp düşüşle %47,5'e indirildi. Faiz indirimlerinin, yılın ikinci yarısından itibaren iç talebi artırmasını ve büyümeye katkı sağlamasını bekliyoruz. TCMB'den beklenen faiz indirim sürecinin başlamasının yanı sıra artan öngörülebilirlik ve kredibilite ile düşen fonlama maliyetleri TL cinsi varlıkları yeni yılda destekleyebilecek başlıklar.

Güçlenen döviz rezervleri, enflasyon beklentilerinin gerilemesi ve sıkı para politikasının korunacak olması gibi etkenlerle TL'deki reel değerlenme trendinin sürmesini bekliyoruz. Baz senaryomuza göre 2025 yıl sonu USDTRY kur tahminimiz 45.5, TCMB politika faizi beklentimiz ise %31 seviyesinde bulunuyor. 2025 yılında ortalama TCMB fonlama oranı tahminimiz %38 civarında. Öngördüğümüz senaryoda 2025 yılında TL'deki ortalama faiz getirisi, ABD\$'na karşı değer kaybı oranından yüksek olacak. Bu koşullarda döviz yerine cazip potansiyel reel faizi nedeni ile TL'de kalınmasını önermekteyiz. Politika faizi indirimleri ile beraber özellikle kısa vadeli TL tahvillerde hızlı değer artışı öngörüyoruz. Dezenflasyon süreci başarıyla ilerledikçe yabancı yatırımcıların TL tahvillere girişi sürebilir. 2025 yıl sonu için gösterge 2 yıllık tahvil getirisi beklentimiz %26,8 seviyesinde bulunuyor. Faiz indirim döngüsünde TL mevduat getirisini aşması yönündeki beklentimizden hareketle 2 yıl vadeli tahvilde uzun pozisyon öneriyoruz. Mevcut Ortodoks ekonomi politikaları 2025 yılında ek kredi notu artışları getirebilir. Kredi notumuz yatırım yapılabilir seviyeye yaklaştıkça ülke risk primi olan 5 Yıl vadeli CDS'te 200bp seviyesine yönelik düşüş görebiliriz. CDS'in düştüğü senaryoda önceki yıllara kıyasla daha yavaş olsa da, Türk Hazine Eurobondlarında hala değer artışı beklenebilir.

BİST değerlemelerde politika faizi adımları ve büyüme faktörü öne çıkacak. BIST100 bir yıl ileriye dönük beklentilerle, 6,4x F/K ve 3,7x FD/FVAÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu oranlar sırasıyla gelişmekte olan ülke benzerlerine göre %52 ve %61 iskontoya işaret ediyor. Son dönemde yaşanan normalleşme neticesinde risk priminde yaşanan düşüş, faiz koşulları ve kar büyüme beklentileri ışığında 7,4x seviyesinde bir F/K çarpanının BIST100 için adil düzey olduğunu hesaplıyoruz. Bu F/K çarpanının ve kar büyümesinin ima ettiği endeks seviyesi 14.200 olmakla birlikte, bu hedef tarihsel çarpan ortalamaları ve hisse bazlı endeks tahmin çalışmalarımızla uyumlu görünmektedir. BIST100 beklentimiz, %41 potansiyele işaret etmekte ve bunun %17'si çarpan büyümesi, %24'ü ise kar artışından gelmektedir.

Faiz indirim döngüsü ve dezenflasyon sürecinin başarısı 2025 yılı BİST performansı açısından da önem taşıyor. Enflasyon muhasebesi uygulamaları ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın etkilerinin yanı sıra piyasa mekanizmasının daha sağlıklı işlemeye başladığı, yasal düzenlemelerin bir miktar sadeleştiği 2024'te, iç talebin yavaşlamasının etkilerini şirket bilançolarında zayıflama olarak gördük. 2025'in ise, son dönemde izlenen ekonomi politikası sonuçlarının daha görünür hale geldiği bir yıl olacağı kanaatindeyiz. Bu görünüm ışığında, **bankacılık, havacılık, perakende, savunma ve telekom** beğendiğimiz sektörler arasında yer alıyor. Bu kapsamda model portföyümüzde bulunan hisseler; AKBNK, YKBNK, ASELS, BIMAS, KCHOL, KRDM, TCELL, TOASO ve THYAO'dur.

Oxford sözlük "brain rot / beyin çürümesi" kavramını 2024 yılı kelimesi olarak seçti. Seçilen kavram önemsiz ya da zorlayıcı olmayan materyallerin aşırı tüketimi, sosyal medyada yer alan düşük kalitedeki içeriklerin gereğinden fazla kullanılmasıyla kişinin zihinsel düzeyinde düşüş, entelektüel düzeyinde gerileme olarak tanımlanıyor. Söz konusu kavram günümüzde doğru bilginin önemine işaret ediyor. 2024 yılında olduğu gibi 2025 yılı raporumuzu oluşturan analizlerimizi ve yorumlarımızı olabildiğince özet, yalın ve öngörülerimizi net yansıtacak şekilde hazırlamayı hedefledik. **Yıl içinde yaşanacak olası fırsatlar ve oynaklıklarda yatırımcılarımızın yanında olmayı sürdüreceğiz. Garanti BBVA Yatırım'a güveniniz için teşekkür eder, tüm yatırımcılarımıza mutlu, sağlıklı, başarılı ve bol kazançlı bir 2025 dileriz!**

Garanti BBVA Yatırım Araştırma ve Yatırım Danışmanlığı Ekibi

ULUSLARARASI PİYASALAR

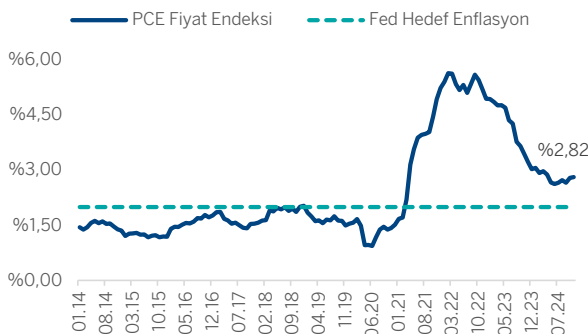
Faiz İndirimlerinde Öngörülebilirlik Azalıyor

Siyasi, jeopolitik ve mali politikalara yönelik belirsizlikler para politikalarının öngörülebilirliğini 2025 yılında azaltıyor. Geçtiğimiz yılda finansal piyasalara iki anlatı hâkim oldu: seçimler ve enflasyon. 2024 yılı merkez bankaları için nispeten sorunsuz bir yıl olmuş, enflasyonla mücadele süreci pekişmiş ve %2'lik enflasyon hedefine ulaşılabacağına dair güven artmıştır. Ancak 2025 yılında zorlukların yoğunlaşması ve daha derin tartışmalara yol açması beklenebilir.

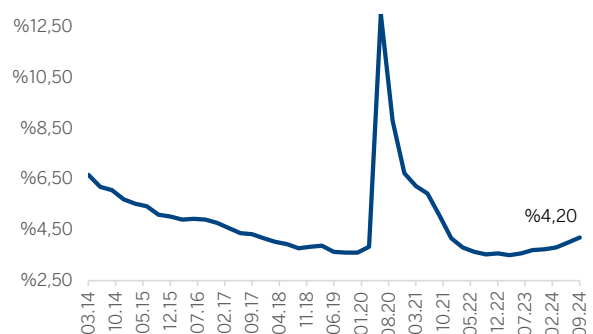
ABD seçimlerinin sonucu, küresel ekonomi üzerinde geniş kapsamlı etkileri olacak politika değişikliklerini beraberinde getirebilir. Trump, Cumhuriyetçilerin Senato ve Temsilciler meclisinde çoğunluğu ele aldığı bir ortamda tekrardan göreve geldi. Yeni yönetim; vergi, ticaret ve göçmenlik alanlarını önceliklendiriyor. 2026'da sona erecek olan 2017 Vergi İndirimleri ve İstihdam Yasası'nın uzatılması büyük bir olasılık. Bu durum mevcut düzenin devamı anlamına geleceğinden ek bir mali yakıt sağlamayabilir. Özellikle Çin başta olmak üzere Meksika, Kanada ve AB gibi ticaret ortaklarına karşı gümrük tarifelerinin uygulanması veya genişletilmesi yıl genelinde sıkça konuşulacak. Ek gümrük vergileri, yerli sanayileri korumayı amaçlasa da, genellikle fiyat artışlarına ve tedarik zincirinde aksamalara yol açmaktadır. Göçmenleri toplu olarak sınır dışı etme tehdidi ise daha pahalı iş gücü anlamına gelebilir. Dolayısıyla, Trump'ın ikinci dönemi 2016'dakine benzer bir ABD "enflasyon ekonomisi" beklentisini canlandırmış durumda.

Büyüme öncelikli Trump yönetiminin 2025 yılında enflasyonla mücadeleyi ikinci plana atarak, 2024 genelinde güçlü seyreden ABD ekonomisinin ivme kaybetmemesi için adımlar atacağını düşünüyoruz. Güçlü gelir artışı, tüketicilerin makul tasarruf oranlarını korurken harcamalarını artırmalarını sağlıyor. Bu durum, işgücü piyasasının sağlıklı kalması koşuluyla tüketimin kuvvetli kalabileceğini göstermektedir. İşsizlik oranı artsa da tarihsel standartlara göre düşük kalmaya devam etmektedir. Seçici gümrük vergilerinin ABD'nin büyümesini raydan çıkarmak için yeterli olduğuna inanmasak da, stagflasyon riskini artırabilir. Yüksek bütçe açığı ve borçlanma gerekliliği ise kırılganlığı artıracak faktörler arasında gösterilebilir.

ABD'de Yıllık Enflasyon



ABD'de Yıllık İşsizlik Oranı

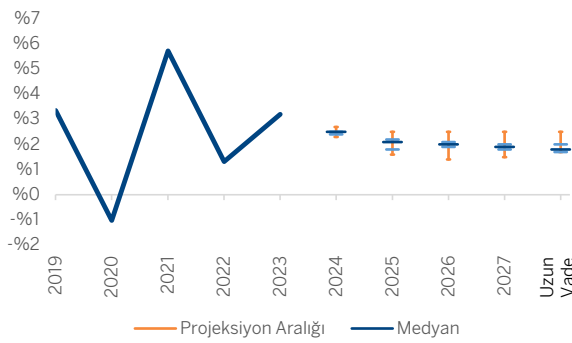


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

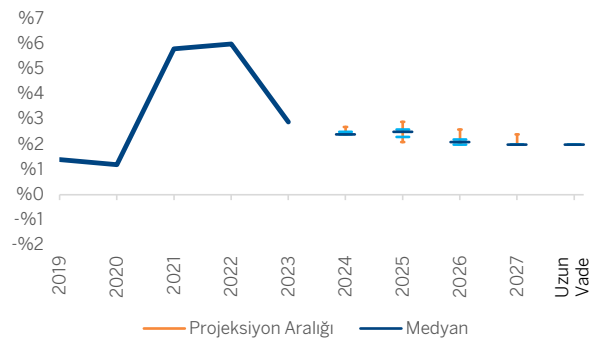
2024 yılının son Fed toplantısı, üyeler arasındaki ayrışmanın ilk işaretlerini sergilemiştir.

Üyeler, manşet Kişisel Tüketim Harcamaları Fiyat Endeksinin (PCE) 2025 yılında %2,5 olacağını öngörmektedir. Bu rakam bir önceki tahmin olan %2,1'in üzerindedir. Enflasyon son bir yılda düşüş göstermiş olsa da yüksek seviyesini korumaktadır. Ekonomideki reel büyümenin %2,1 oranında olacağı kurul tarafından tahmin edilmektedir. İşsizlik oranının %4,2-4,3 ile mevcut orana yakın bir seviyede sabit kalacağı çoğu yetkili tarafından düşünülmektedir.

FOMC Yıllık Reel Ekonomik Büyüme Projeksiyonu



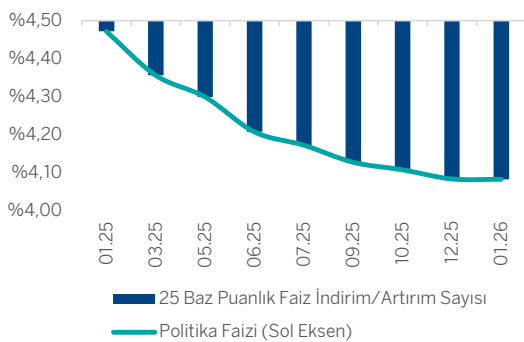
FOMC Yıllık PCE Projeksiyonu



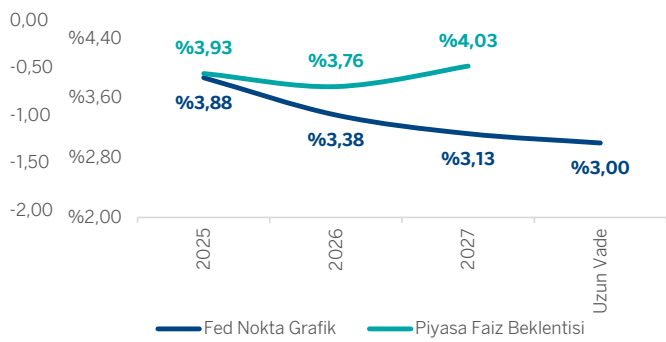
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Para politikası, gelecek sene daha veri odaklı şekillenecek. Fed Başkanı Powell, istihdamın sabit kalması ve enflasyonun inatçı seyrini sürdürmesinin Fed üyelerine 2025 yılında daha az agresif kesinti yapmaları için alan sağladığını belirtti. Geçen yılı toplamda 100 baz puanlık indirimle tamamlayan ABD merkez bankası, 2025 yılı için geliştirdiği şahin söylem ile öne çıktı. 50 baz puan ile sınırlı kalabilecek indirimler, soru işaretlerini ve belirsizliği artırmış durumda.

Piyasa Fed Faiz İndirimi Beklentileri



Fed Nokta Grafik ve Piyasa Faiz Beklentisi



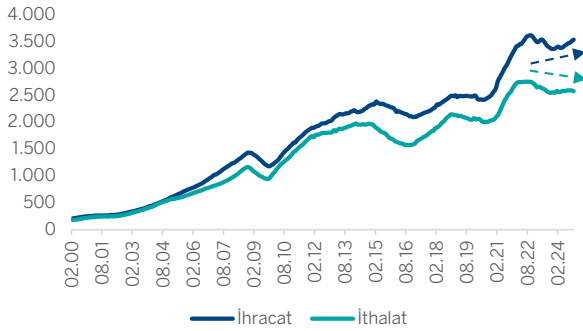
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

2025 yılında Fed'in en az 50 baz puan faiz indirmesini bekliyoruz. Petrol fiyatlarındaki gerilemenin devam etmesi halinde 75 baz puanlık bir faiz indirimi de çok büyük bir sürpriz olmayacaktır. Son dönemde fazlaca dillendirilmeye başlanan maksimum bir adet faiz indirim söyleminin ise hem fazla şahin hem de düşük olasılık olduğunu düşünüyoruz.

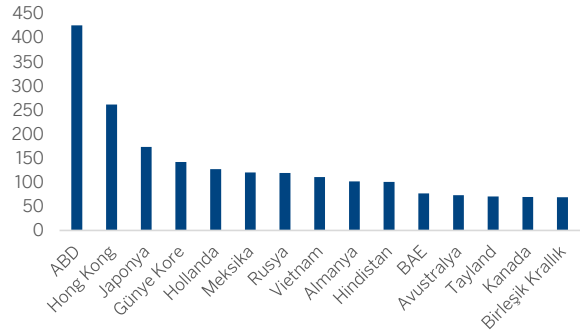
2024 yılı Çin için kayda değer zorlukları ortaya koymuştur. Ekonomik faaliyet, güçlü ihracatın etkisiyle senenin başlarında toparlanma işaretleri göstermiştir. İç talepteki büyüme ılımlı bir eğilim sergilemesine rağmen geride kalmıştır. Emlak piyasasındaki düzeltme devam etmiş ve tüketici güveni üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmuştur. Eş zamanlı iki gelişmenin 2025'te ülkeyi zıt yönlerde etkilemesi olası gözüküyor. Pekin'de, ekonomik yavaşlamayı durdurmak ve deflasyonu önlemek amacıyla mali destek paketi söylemleri devam edecek. Buna karşılık, yeni seçilen Başkan Trump, Çin'e önemli gümrük vergileri uygulama niyetini dile getirerek potansiyel olarak yeni bir ticaret savaşına yol açmıştır. Bu olayların net etkisi belirsizliğini korumaktadır. Bununla birlikte, Çin 2025 yılında küresel büyüme görünümü için oldukça önemli olmaya devam edecektir.

Birçok bilinmeyene rağmen, ABD ile ticaret savaşının Çin ekonomisi üzerinde birkaç nedenden ötürü önemli ölçüde olumsuz etkisi olabilir. Birincisi, pandemi sırasındaki ani yükseliş haricinde, Çin şu anda ekonomisini 2000'li yıllardan bu yana hiç olmadığı kadar ihracata bağımlı hale getirmiş durumda. İkinci olarak, ABD Çin'in ihracatının %15'ini oluşturmasına rağmen, ülkenin birincil ticaret ortağı olmaya devam ediyor. Bir sonraki en büyük ihracat ülkesini üç kattan fazla geride bırakıyor.

Çin İthalat-Ihracat (Milyar ABD\$)



İhracat Büyükleri (Milyar ABD\$)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

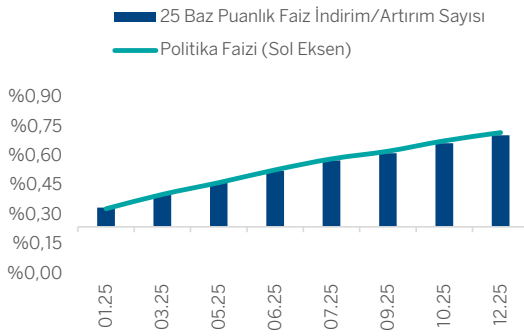
Çinli yetkililer 2025 için GSYH büyüme hedefini yaklaşık %5'te tutmaya karar verdi. Kamu maliyesine yönelik önemli bir güncelleme yapıldı. Bütçe açığının 2025 yılında GSYH'nin %3'ünden %4'üne yükselmesi planlanıyor. Revizyon, ABD'nin gümrük vergisi tehditlerine karşı koyma stratejisinin bir parçası olarak yorumlanabilir. Şeffaf olmayan yapısı nedeniyle Çin Halk Bankasının (PBOC) önümüzdeki yıl alacağı önlemleri tahmin etmek kolay değil. Ancak PBOC Başkanı 2025 yılında destekleyici para politikasını sürdüreceğini taahhüt etmiştir. Yapısal para politikası araçlarının hayati bir rol oynayacağını belirten PBOC Başkanı, gayrimenkul ve sermaye piyasalarının istikrarlı gelişimini teşvik etmek için çaba gösterileceğini de sözlerine ekledi.

Çinli şirketler arasındaki ticareti kolaylaştırmayı ve öngörülebilir bir kur rejimini amaçlayan onshore yuan yönetimi, 2025'te destekleyici bir zemin sağlayabilir. Finansal dengeyi sağlamak ve bir kur savaşının tırmanmasını önlemek için Pekin muhtemelen istikrarlı bir yuan tutmaya öncelik verecektir. Dolayısıyla, Yuan için daha olası bir senaryo, ani bir devalüasyon yerine kademeli bir değer kaybıdır.

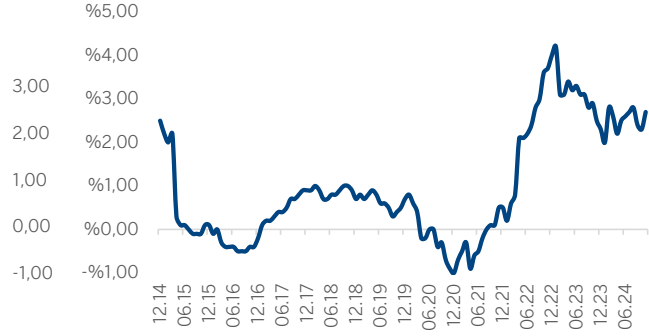
Japonya geçtiğimiz yıl önemli ekonomik gelişmelere tanıklık etti. Ülke, ücret/fiyat sarmalının dengelenmesiyle yıllardır süren deflasyon kapısını kapatmış gibi görünüyor. Dış belirsizlikten kaynaklanan artan tehditler 2025'te kilit rol oynayacaktır. Bu potansiyel zorluklara rağmen, normalleşme eğiliminin sürmesini bekleriz.

Enflasyon yakından takip edilmeye devam edilecek. Japonya Merkez Bankası (BOJ) manşet enflasyonun 2025 yılında ortalama %2 olacağını öngörmektedir. İşgücü açığının sürdürülebilir bir şekilde ücretlerin ve enflasyonun yükselmesine katkıda bulunması beklenmektedir. Taze gıda ürünleri hariç Tüketici Fiyat Endeksi'nin (TÜFE) görünümü ham petrol fiyatları ve hükümetin politikalarından etkilenecektir. BOJ, %1,1'lik tahmini büyüme ile ekonominin yıl boyunca potansiyelinin üzerinde bir oranda genişleyeceğini belirtmektedir.

Japonya Faiz Artırım Piyasa Beklentisi



Japonya Yıllık Çekirdek Enflasyon



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

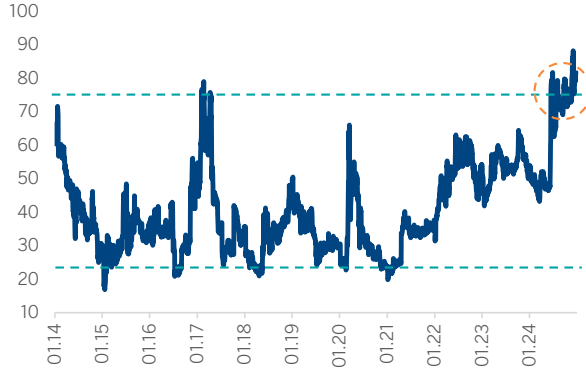
Japonya Merkez Bankası (BOJ) geçen yılın başlarında başlattığı faiz artırım patikasını devam etme eğiliminde olacaktır. Başbakanı yönelik son değişikliğin de bu ivmeyi durdurması pek olası görünmüyor. BOJ'un 2025 yılı sonuna kadar faiz oranlarını 50 baz puan artırmayı piyasa tarafından bekleniyor. Fed'in potansiyel indirimleri, Japonya ve ABD faiz oranları arasındaki makasın daralmasına ve potansiyel olarak yeni dolar karşısında güçlenmesine yol açabilir. Bununla birlikte, yen carry trade stratejisi yıl boyunca belirsizlikler nedeniyle sorgulanabilir ve potansiyel spekülasyon hareketlere yol açabilir.

Avrupa Bölgesi ekonomisi için bir başka zorlu yıl bizleri bekliyor. Trump yönetiminin gümrük vergileri, büyüme üzerinde aşağı yönlü baskıyı tetikleyebilir. Bu etkinin önemli bir kısmının artan ticaret politikası belirsizliğinden kaynaklanması olasıdır. İmalat sektöründe süregelen yapısal engeller ise görünümü zayıflatan bir diğer etmendir. Özellikle otomotiv alanında Çin'den kaynaklanan rekabetçi baskılar konuşulmaya devam edilecektir.

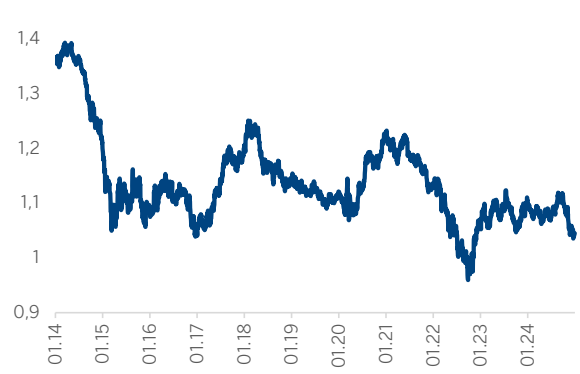
Önümüzdeki yıl aynı zamanda bir dizi siyasi ve mali riski de beraberinde getirecek. Almanya'da daralan ekonominin nasıl canlandırılacağı konusundaki anlaşmazlıkların ardından Maliye Bakanı Lindner görevden alındı ve 2021'de kurulan koalisyonun dağılmasına neden oldu. Devamında ise Başbakan Scholz güven oyunu kaybetti. Yeni seçimler için tarih 23 Şubat. 2025 bütçesi üzerinde bir uzlaşma sağlanması pek mümkün görünmüyor ve bu da yılın ilk yarısında mütevazı bir mali daralmaya neden olabilir. Bununla birlikte, yeni bir hükümetin ortaya çıkması, yılın ikinci yarısında

dengeleyici bir teşvik sağlamak için potansiyel olarak ek bir bütçeyi yürürlüğe koyabilir. Fransa da yakından izlenecek bir diğer ülke olacak. Emmanuel Macron tarafından bu yaz gerçekleştirilen erken seçimlerin ardından, yeni azınlık hükümeti kamu maliyesini istikrara kavuşturmak için baskı altında. Bütçe açığının bu yıl gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYH) %5'ini aşacağı yönündeki uyarılar da bunu gösteriyor. Bu durum, üye ülkelerin "sağlam kamu maliyesine" bağlı kalmalarını ve vergi ve harcama politikalarını koordine etmelerini sağlamayı amaçlayan AB'nin istikrar ve büyüme paktı tarafından belirlenen %3'lük sınırı aşacaktır. Dolayısıyla, Fransa'nın kredi itibarının kötüleşmesine ve ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açabilir. Fransa ve Almanya'nın 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark, Avrupa Merkez Bankası'nı (ECB) tahvil piyasalarını istikrara kavuşturmak için önlem almaya sevk edebilir.

Almanya-Fransa 10 Yıllık Tahvil Spread (Bps)



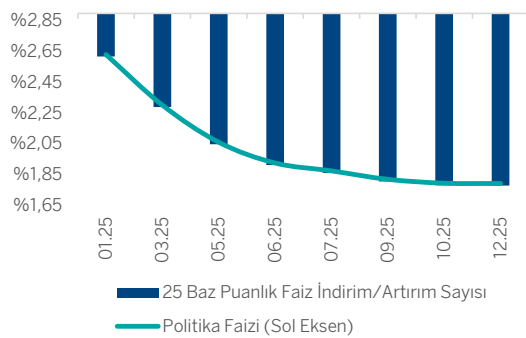
EURUSD Paritesi



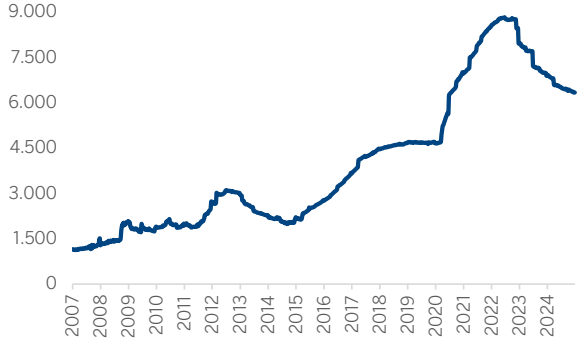
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Avrupa Merkez Bankası (ECB) manşet enflasyonun 2025 yılında ortalama %2,1 olacağını öngörmektedir. Enflasyon son aylarda kademeli bir düşüş göstermiştir ve ekonomik toparlanma için görünümün revize edilmesine yol açmıştır. Bölge ekonomisinin önümüzdeki yıl %1,1 oranında büyümesi beklenmektedir. Öngörülen toparlanma, hane halkının tüketimini artırmasını sağlayacak reel gelirlerdeki artış ve firmaların yatırımlarını artırması ile desteklenmektedir.

ECB Piyasa Faiz İndirim Beklentileri



ECB Bilanço Büyüklüğü (Milyar EUR€)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Gecelik swap fiyatlamalarına göre Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) 2025 yılı sonuna kadar faiz oranlarını 100 baz puan (bps) düşürmesi beklenmektedir. Bu beklentiyi makul buluyoruz ve ECB'nin faiz oranlarını diğer gelişmiş ülkelere göre düşürme kapasitesinin daha yüksek olduğuna inanıyoruz. Ancak, Fed tarafından alınacak politika kararlarının EURUSD paritesini önemli ölçüde etkileyebileceğini hatırlatmak isteriz. Dolayısıyla, ECB'nin karar verirken FX piyasalarını yakından izlemesi gerekebilir. Parasal sıkılaştırmanın (QT) devam etmesi beklenmektedir. Ancak, döviz risklerinin daha belirgin hale geldiği dönemlerde ECB, QT politikasını ayarlayarak parasal duruşunu yeniden değerlendirebilir. **Baz senaryomuzda EURUSD paritesinin yılı 1,06 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz.** Bununla birlikte, sene içerisinde 0,95 seviyesinin test edilme ihtimalini yadsımıyoruz. Görünümün düzeldiği iyimser senaryoda ise 1,18 seviyesini takip edeceğiz.

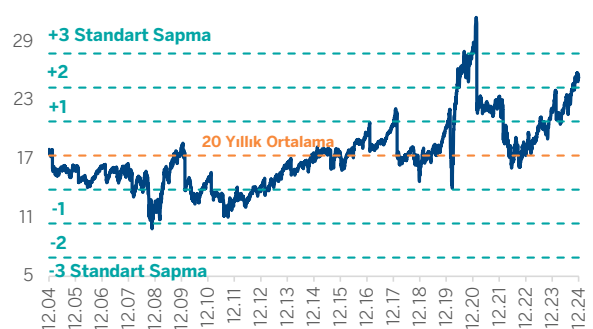
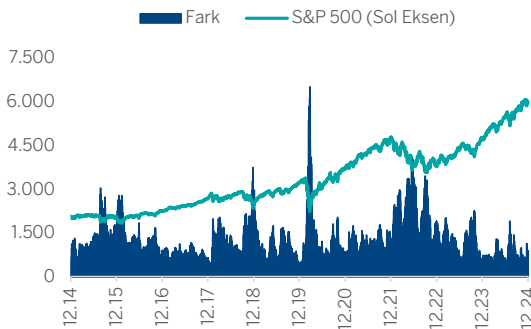
Yurtdışı Finansal Piyasalara Bakış: Hisse ve Tahvil

Oldukça kuvvetli bir yılın ardından yurtdışı piyasalarda "normalleşme" isteği artabilir. Küresel ekonomik büyüme, düşen faiz oranları ve sağlıklı şirket kazançları ana beklentimiz olmaya devam ediyor. Buna karşın, esebilecek ters rüzgarlar piyasalarda dalgalanmalara yol açabilir. Güçlü seyreden ABD doları ve tahvil getirilerini özellikle hisse senedi piyasalarında oynaklığı artıracak faktörler olarak öne çıkarıyoruz. Bu durumu ise Trump'ın uygulamak istediği korumacı politikalara bağlıyoruz. ABD odaklı yatırım stratejisinin bu sene de benimsenmeye devam edilmesi gerektiğine inanıyoruz.

Trump yönetimi altında oluşabilecek enflasyonist baskılar, daha yüksek nötr faiz oranı beklentisini beraberinde getiriyor. Bu nedenle, 10 yıllık gibi daha uzun vadeli ABD tahvillerinin cazibesinin sıkça tartışılacağı bir seneye girdiğimizi düşünüyoruz. **ABD ekonomisinin güçlü kalmaya devam edeceğini öngördüğümüz ortamda kısa/orta vadeli tahvillerin risk-getiri potansiyelinin daha iyi bir dengede olduğuna inanıyoruz. Buna karşın, 10 yıllık ABD tahvillerinde %4,75 ve üzeri bir fiyatlamayı alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.** Baz senaryomuzda 10 yıllık tahvil faizinin sene sonunda %4,3 seviyesinde oluşmasını beklemekteyiz. İyimser görünümde %3,7, kötümser tabloda ise %4,55 seviyesini 2025 yıl sonu için öne çıkarıyoruz.

12 Aylık S&P 500 Hedef ve ABD 10 Yıllık Tahvil Getiri Farkı

Son 20 Yıl S&P 500 İleriye Dönük FK



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

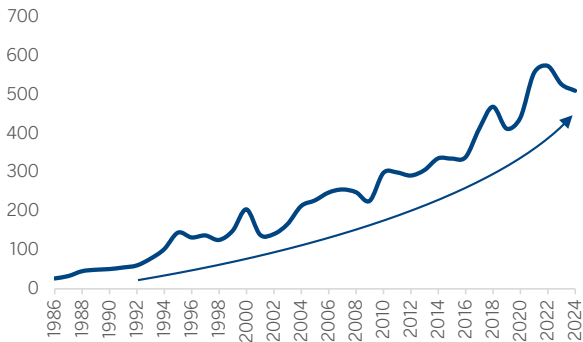
Yeni yılda daha dengeli ve belli bir bant içinde dalgalanan hisse senedi piyasaları görebiliriz.

Bloomberg analistlerinin 12 aylık S&P 500 hedef seviyesi 6.600'de yoğunlaşıyor ve %11'lik bir getiri potansiyeline işaret ediyor. Bizim beklentimiz ise 6.500'de yer alıyor. Risksiz ABD 10 yıllıklarının getirisi %4,6 bölgesindeyken S&P 500 ile arasındaki %6,4'lük getiri farkı, S&P 500'ün 2025'e düzeltmeyle başlama ya da yatay seyir ihtimalini artırıyor. **Buna karşın, "yumuşak iniş" senaryosunu destekleyecek ekonomik verilerin gelmesiyle S&P 500 endeksinde sene genelinde yukarı yönlü hareketin devamını beklemekteyiz. Dolayısıyla baz senaryomuzda S&P 500 endeksi için 6.800 – 5.400 aralığında bir işlem bandını öne çıkarıyoruz.**

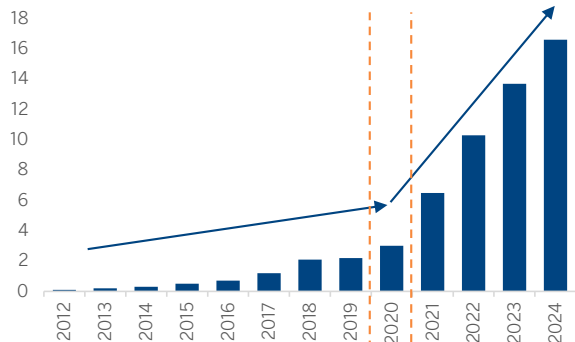
Bu şartlar altında akıllara gelen ilk soru, hangi sektörlerde güçlü seyrin korunacağı. Devam eden trendleri, düşen faizleri ve değişecek politikaları göz önünde bulundurduğumuzda 2025 yılında teknoloji, finans, bankacılık, savunma ve havacılık sektörlerinin ön plana çıkacağına inanıyoruz.

Teknoloji başlığı altında momentum yakalayan yapay zeka (YZ) ve elektrikli araçların hızını korumasını bekliyoruz. 2024 bir çok şirket için YZ entegrasyon yılı oldu. Veri toplama, model eğitimleri, test süreçleri ile deneyim elde eden birçok şirket 2025 yılında geliştirdikleri YZ sistemlerini operasyonlarında uygulamaya başlayacaklar. Sektöre dahil olacak yeni şirketlerin yaratacağı rekabet, isimlerini sık sık duyduğumuz Nvidia, OpenAI (ChatGPT), vb. öncü şirketlerin pazar paylarında küçülme yaratabilir. Buna karşın pek çok alanda başlayan uygulamalar ile yükselecek verimlilik, beraberinde getireceği talep artışı ile sektörün toplam pazar boyutunu büyütebilir. YZ uygulamalarının karlılıkları ise yeni başlayacak operasyonel uygulamaların zaman içinde gelişecek optimizasyonları ile 2026 ve sonrasına sarkabilir.

Yarı İletken Pazar Boyutu (Milyar ABD\$)



Küresel Elektrikli Araç Satış Sayıları (Milyon)



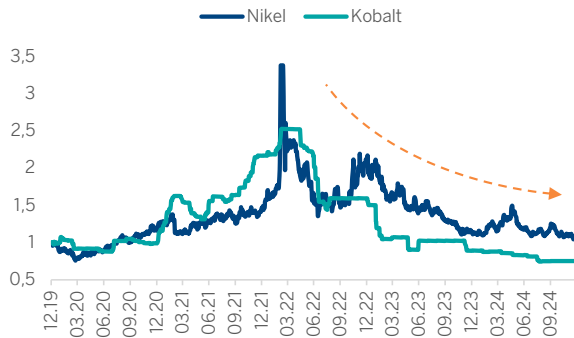
Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı, Dünya Yarıiletken Ticaret İstatistikleri (WSTS), Garanti BBVA Yatırım

Öte yandan 2025'te sektöre yeni bariyerler gelecek. YZ yüksek enerji tüketimi, büyük bir karbon ayak izi yaratmakta. Sürdürülebilirlik teması altında karbon vergilendirmesi gibi caydırıcı ve yeşil enerjiyi teşvik eden regülasyon ve kuralları görme ihtimalimiz oldukça yüksek. Bir başka kritik bariyer olabilecek konu ise, eğitim için kullanılan veriler hakkında çıkacak telif hakları, yasalar ve düzenlemeler olacak. Kısıtlamaların ve yeni oluşacak şirket sayısındaki potansiyel azalmanın, mevcut büyük şirketlerin fiyatlamaya gücünü arttıracığına inanıyoruz.

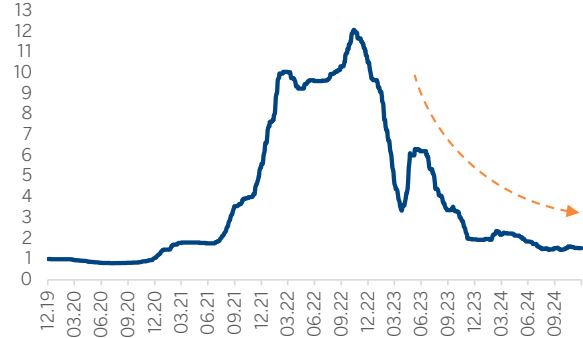
Elektrikli araçlara (EV) olan talep ivmelenmeye devam ederken sürdürülebilirlik yükümlülükleri şirketleri elektrikli araçlara daha fazla yatırım yapmaya zorluyor. İsveç, Stockholm şehrinin iç bölgesinde fosil yakıt kullanan araçların giremediği sıfır emisyon bölgesi yaratıyor. Norveç hükümeti 2025 ve sonrası için içten yanmalı araçları yasaklamayı planlıyor. Avrupa Birliği de 2025 ve sonrası için Avrupalı otomobil üreticilerinin yeni araç emisyon sınırlarını 2021 yılındaki kilometre başına 110,1 gram CO₂'den (g/km) 93,6 g/km'nin altına çekti. ABD'de ise karmaşık bir durum söz konusu. İlk döneminde Obama'nın emisyon hedeflerini ve yakıt ekonomisi standartlarını tersine çeviren fosil yakıt destekçisi Trump yönetimi, Biden zamanında yürürlüğe koyulan 2035 yılına kadar fosil yakıtlı araç satışlarını yasaklama hedefini yeniden değerlendirebilir. Buna karşın Trump'ın elektrikli araçlara olan tutumunun, seçimi kazanmasında büyük rol oynayan Elon Musk tarafından yumuşatılma ihtimali de oldukça yüksek.

Bataryalarda kullanılan hammaddelerin fiyatları normalleşme sürecine devam ediyor ve geriliyor. EV maliyetinde önemli bir paya sahip olan bataryalar, şirketlerin kar marjlarını yükseltmek için önemli. Ancak kar marjlarının korunmaması durumunda teknoloji olarak geride kalan şirketlerin pazardan düşebileceği unutulmamalı.

Nikel ve Kobalt Fiyat Hareketi (01.01.2020 = 1)



Lityum Fiyat Hareketi (01.01.2020 = 1)



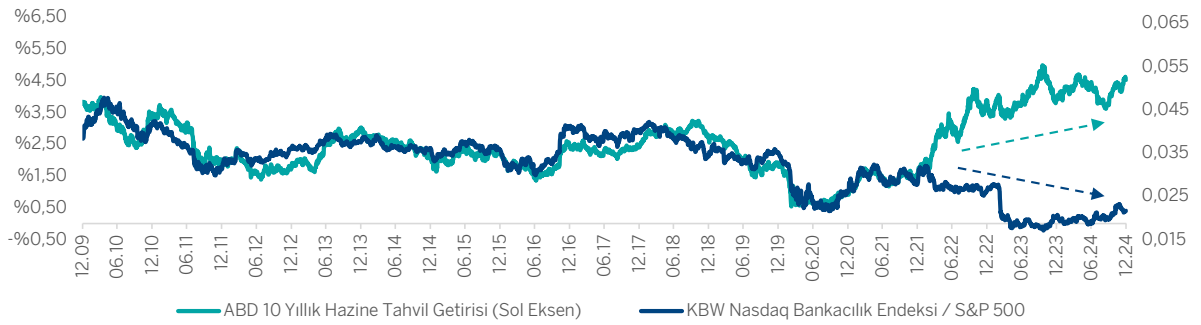
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Çin ve batı ülkeleri arasındaki ticaret savaşları sektörde büyük bir belirsizlik ve risk yaratıyor. Çin, yüksek gümrük vergilerine karşılık olarak ticari kısıtlamalar ve benzeri uygulamalar getirebilir. Bu senaryonun gerçekleşmesi, çip üretimi için önem taşıyan yarı iletkenlerin ve bataryalarda kullanılan nadir metallerin arzında daralma yaratabilir. Çinli şirketler devam eden anlaşmaları kullanarak başka ülkelerde gerçekleştirdiği üretimler ile şimdilik vergi kısıtlamalarının bir kısmından kaçabilmekte. Örneğin Çin'li elektrikli araç devi BYD, Brezilya ve Macaristan'da yeni fabrikalar kuruyor.

Faizlerin kademeli olarak indirilmesi ile başlayan sürecin etkisi, özellikle finans ve bankacılık sektörlerinde hissedilecek. Pandemi sonrasında kontrol altına alınan enflasyon, merkez bankalarının faiz indirim sürecini hızlandırdı. Ancak indirim, piyasa yanlısı Trump'ın, ekonomik büyümeyi önceliklendirecek enflasyonist politikaları altında beklenenden daha yavaş gerçekleşebilir. Faizlerin görece yüksek kalırken yavaş bir şekilde gerilemeye başlaması, bankanın para kaynaklarından biri olan mevduat yatırımcılarının korunmasına ve borçlanma maliyetindeki düşüş ile

banka kredisi çeken müşteri sayısının artmasına sebep olabilir. Dolayısıyla kredi ve mevduat hesapları arasındaki faiz makasından kazanılan kardaki potansiyel artışın 2025 yılında bankalara pozitif yansımalarını bekliyoruz. 2025'te sektöre yansiyabilecek bir başka durum ise devam eden YZ entegrasyonu. Çalışan verimliliğini artırabilecek yeni uygulamalar maliyetleri düşürebilir.

Bankacılık Sektör Performansı ve 10 Yıllık Tahvil Getiri Korelasyonu



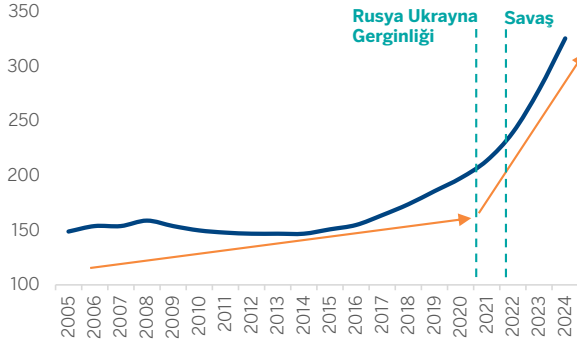
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Bankalardaki ana belirsizliği ise yaklaşan Basel III reformu oluşturacak. 2025 başında uygulamaya konulması beklenen Basel III reformları, ABD'nin geçiş sürecindeki gecikmeler yüzünden AB tarafından 2026 başına ertelendi. Risk yönetimi için daha sıkı sermaye şartları ve daha yüksek asgari sermaye gerekliliği içeren reformlar (FRTB) Trump yönetimi tarafından daha da ileri bir tarihe ertelenmezse, yıl içerisinde ABD bankalarının mevcut sermaye yapılarında değişime gitmelerine sebep olabilir.

Düşmeye başlayan faiz oranları şirketlerin finansman maliyetlerini azaltacak. Ucuzlayan borçlanma maliyetinin, özellikle Asya tarafında gelişmekte olan ülkelerde, şirket tahvillerine gerçekleşen para akışlarını arttıracığına inanıyoruz. Öte yandan düşen faiz oranları ve yumuşak iniş beklentilerindeki artıştan kuvvet bulan yatırımcı risk iştahı, halka arz ve satın alma birleşme operasyonlarını destekleyici bir ortam oluşturabilir. Yatırım bankaları, artış gösterebilecek bu işlemlerden yaratacakları ek gelirler ile pozitif ayrışabilirler. Faiz oranları ile ters korelasyon gösteren ev fiyatları ise gayrimenkul yatırım şirket portföylerinin değerini arttırma potansiyeli taşımakta.

Jeopolitik gerilimler ile güç kazanan savunma sanayi harcamalarının momentumunu koruyacağına inanıyoruz. Ortadoğu'da İsrail-Filistin arasındaki çatışma sönümlenmiş gibi görünse de bölgedeki belirsizlik, komşu ülkeleri alarma geçirmiş durumda. Putin ile iyi ilişkilere sahip Trump'ın Rusya-Ukrayna savaşını sonlandıracağı beklentileri mevcut. Savaşın sonlanma senaryosu gerçekleşse bile Avrupa sınırlarına dayanan savaş, bölge ülkelerinin bir çoğunu endişelendirmiş durumda. Çin ile Tayvan arasında yıllardır devam eden gerilim ise yapısal bir sorun. Her sektörde olduğu gibi yapay zeka, savunma sanayiye de entegre olmakta. Özellikle yakın tarihte yapay zeka ile geliştirilen insansız savunma sanayi araçlarının (drone, uçak, vb.) var olan sistemleri geride bırakması, arkada kalmak istemeyen ülkeleri bu alanda daha da fazla yatırım yapmaya zorlayan başka bir konu.

Avrupa Savunma Sanayi Harcamaları (Milyar €)



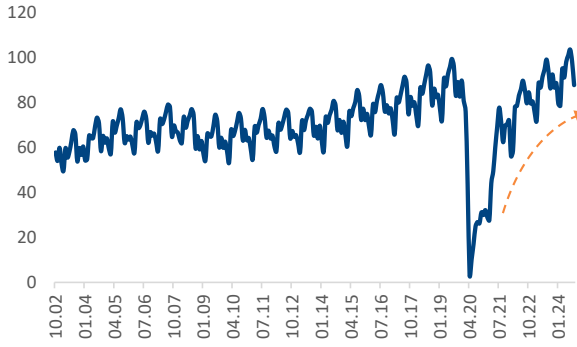
MSCI World Havacılık ve Savunma Endeksi



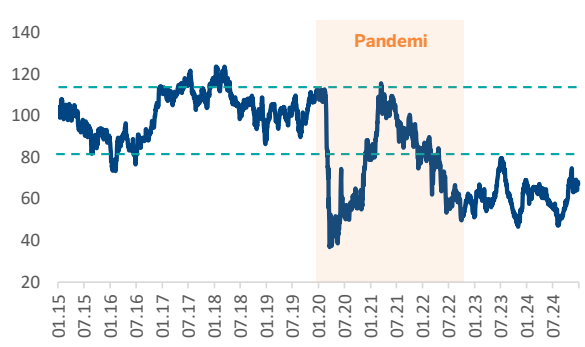
Kaynak: Bloomberg, Avrupa Savunma Ajansı, Garanti BBVA Yatırım

Havacılık sektörünün, yolcu sayılarındaki normale dönüş ile birlikte toparlanma eğilimini sürdürmesini bekliyoruz. Havayolu şirketlerinin genel mali performansının, gerileyen jet yakıt fiyatları ve verimlilik kazanımları sayesinde 2025 yılında iyileşmesi beklenmektedir. Buna karşın bakım, onarım ve revizyon (MRO) sorunlarına ek olarak büyük uçak üreticilerinin üretim gecikmeleri kapasite zorluklarının 2025 yılında da konuşulmasına neden olabilir. Havayolu firmalarının birleşmelerine dair haber akışının artabileceğini düşünüyoruz.

ABD yolcu sayısı (Milyon)



XAL Arca Havacılık Endeksi



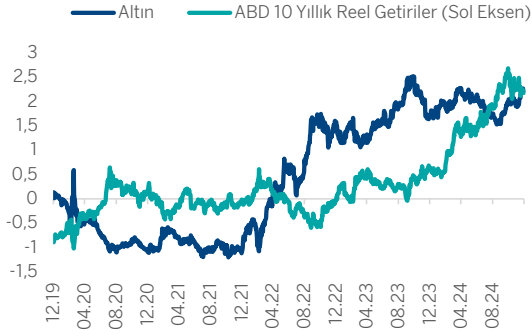
Kaynak: Bloomberg, ABD Ulaştırma İstatistikleri Bürosu (BTS), Garanti BBVA Yatırım

Hisse ve Tahvilin Ötesinde: Metaller ve Petrol

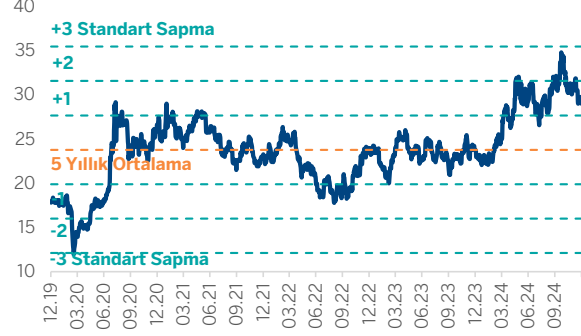
Değerli metallere yatırım kararının geçtiğimiz sene kadar kolay olmayacağını düşünüyoruz.

Altın fiyatlarının yönünü belirleyen etmenler arasında belli başlı dinamikler yer alıyor. Bu dinamikler arasında; piyasadaki reel getiriler (altının fırsat maliyetini belirliyor), risk ve belirsizlikler, momentum ve ekonomik büyüme yer alıyor. 2025'te bu belirttiğimiz tüm faktörlerde oynaklık ihtimali bulunduğu için altın ve gümüşte de volatilitenin artabileceğini düşünüyoruz.

Altın ve Reel Getiriler



Altın/Gümüş Rasyosu



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Portföylerde altına rakip olan ABD hazine tahvili piyasalarındaki getiriler, altın fiyatlarını etkiliyor. Reel getiriler ve altın fiyatı arasında ters korelasyon bulunuyor. Para politikalarına yönelik öngörülebilirliğin azalmasını beklediğimiz senenin ilk yarısında; güçlü dolar ve yüksek tahvil getirileri altına olan ilgiyi yumuşatabilir. Değerli metalin, jeopolitik riski artırabilecek ve yatırımcıları varlıklarını çeşitlendirmeye teşvik edebilecek Trump başkanlığının yaratacağı olası oynaklıktan faydalanması ise bir o kadar muhtemel. Çin Merkez Bankası başta olmak üzere merkez bankalarının altın alımları yakından takip edilmeye devam edilecek. 2024 yılının ilk yarısında artan alımlar, değerli metal için itici gücü oluşturmuştu. Geçen yıla kıyasla daha düşük bir hızda da olsa, belirsizlikler nedeniyle satın alma ivmesinin devam edeceğini düşünüyoruz. Ocak ayında göreve gelecek Başkan, ilk dönemine göre Senatoda çok daha güçlü bir yer alacak. 2026 yılının Mayıs ayında görev süresi dolacak olan Başkan Powell'in yerine atanacak isim orta ve uzun vadeli altın fiyatları üzerinde belirleyici unsur olabilir. Seçilecek kişi şayet daha güvercin para politikası ve düşük reel faiz yanlısı olursa altın fiyatlarında rekor seviyelerin tazelendiğini görebiliriz. **Dolayısıyla, değerli metal için yılın ikinci yarısında daha uygun koşulların oluşmasını bekliyoruz. Ons altının baz senaryomuzda 2.500-3.000 ABD\$ aralığında dalgalı bir seyir izlemesini öngörmekteyiz.**

Dünyanın en büyük bakır ve demir cevheri alıcısı olan Çin'in ekonomisinde devam eden büyüme sorunları ve Trump sonrasında başka bir boyuta geçmesi beklenen ABD-Çin ticaret savaşları, sanayi metallere de belirsizlik yaratmakta. ABD seçim sonuçlarından bu yana geri çekilen sanayi metalleri, yönünü değiştirmek için Çin'den gelecek destek paketlerini takip edecek. Dünyanın en büyük ikinci ekonomisinden yapılan ihracatın, Trump'ın planladığı gümrük vergilerinden etkilenmesi bekleniyor. **Dolayısıyla, sanayi metallere yukarı yönlü fiyat hareketlerinin sınırlı kalabileceğine inanıyoruz.**

Pandemiden bu yana petrol fiyatlarında oynaklık başta savaş ve yaptırımlar olmak üzere çeşitli nedenlerle devam ediyor. Petrol fiyatları; enflasyonu etkileme potansiyeli, farklı sektörlerde kâr marjlarını etkileme gücü ve olası bir büyüme indikatörü olması nedeniyle finansal piyasalarda yakından izleniyor. Son 3 yılda olduğu gibi 2025'te de petrol fiyatlarındaki dalgalanmanın jeopolitik gerginliklere, büyüme beklentilerine ve OPEC+ içi/dışı dinamiklere bağlı olarak sürmesini bekliyoruz.

Teoride, Trump'ın enerji politikalarının küresel petrol fiyatlarında bir miktar aşağı yönlü baskı oluşturması gerekiyor. Zira, başkan ABD'de sektöre yönelik düzenlemeleri gevşetmekten ve üretimi teşvik etmekten yana. Pratikte ise petrol üretimi halihazırda rekor seviyelerde ve fiyatların zayıflamasından korkan şirketlerin üretimi arttırma konusunda temkinli davranma ihtimali yüksek. Dolayısıyla, üretim beklendiği kadar yükselmeyebilir. Başkan, Orta Doğu'ya barış getirme sözü verdi. Bunun nasıl başarılacağına dair belirsizlikler ise korunuyor. Rusya Devlet Başkanı Vladimir Putin'e olan yakınlığı ve Ukrayna ihtilafını sona erdirmeye yönelik atabileceği adımlar da Rusya'ya yönelik yaptırımların hafifletilmesine neden olabilir. Yaptırımlarda olası gevşeme, Rusya'nın ham petrol ve sıvılaştırılmış doğal gaz ve kömür gibi diğer enerji ürünleri ihracatını artırabilir. Ticaret savaşları; ekonomik büyümenin yavaşlamasına, daha yüksek enflasyon ve faiz oranları riskine yol açacağı düşünüldüğünde ham petrol fiyatlarını baskılayabilecek bir diğer etmen. Trump politikaları, OPEC + üyelerinin çok fazla pazar payı kaybetmeden fiyatları yüksek tutmaya çalışan bir üretim politikası uygulamasını zorlaştırabilir. Dolayısıyla, ham petrol için aşağı yönlü riskleri öne çıkarıyoruz. Mevcut üretim dinamiklerine bağlı olarak, –arz ve talep şoku ihtimallerini de göz önünde bulundurarak– ham petrol fiyatlarının 2025'te varil başına 60-80 ABD\$ arasında dalgalanmasını bekleriz. Fiyat oluşumunun yıl genelinde ise 65-70 ABD\$ aralığında yoğunlaşacağını öngörüyoruz.

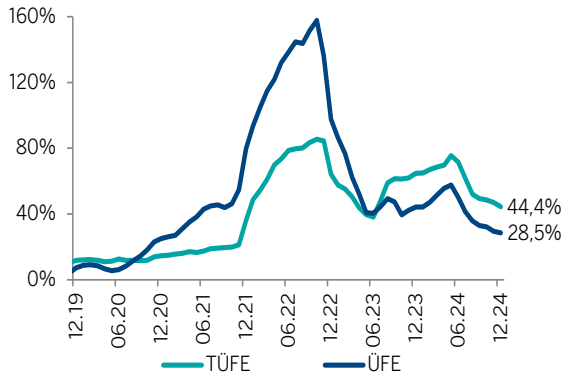
EKONOMİ

Enflasyon ve politika faizinde kademeli düşüş

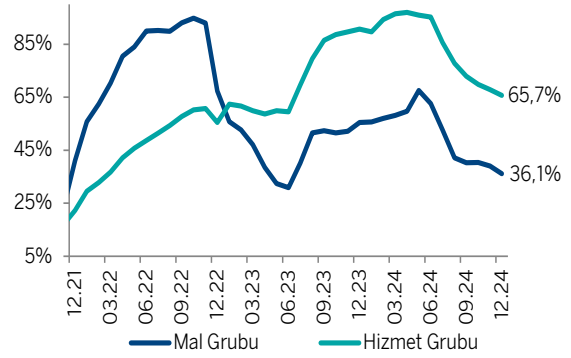
2024 yılında TCMB sıkı para politikası ve Türk Lirası'nda reel değerlenme sağlayarak enflasyonu sınırladı. Yılın son çeyreğinde enflasyon eğilimindeki düşüş, TCMB beklentilerinden zayıf kalsa da yıllık enflasyonun düştüğü seviyeler TCMB'nin yılın son toplantısında faiz indirmesine olanak sağladı. 2024 yılsonunda yıllık TÜFE enflasyonu %44,4'e düşerken, politika faizi 250 baz puanlık indirimle %47,5 oldu.

2025 yılında 2024 yılının son çeyreğine benzer şekilde yıllık enflasyondaki kademeli düşüşün devam etmesini bekliyoruz. Aylık manşet enflasyonun mevsimsel etkilerle farklı değerler alması nedeniyle son aylarda olduğu gibi mevsimsel arındırılmış enflasyon verileri oldukça önemli olacak. Ayrıca hizmet enflasyonundaki eğilim, enflasyon görünümünü ve TCMB'nin faiz kararlarını etkileyecek ana faktörlerden biri olmaya devam edecek. Özellikle reel sektör ve hane halkı tarafında TCMB tahminlerinin oldukça üstünde olan enflasyon beklentileri de takip edilecek. Mal enflasyonunu yoğun olarak etkileyen Türk Lirası seviyesi ile ilgili olarak, reel değerlenme sürecinin yılın ilk yarısında devam edeceği varsayımı ile bu grupta enflasyonun daha sınırlı kalacağını öngörüyoruz. Ancak enflasyon katılığının yıllık enflasyonun 2025 yılsonu TCMB tahmini olan %21'in üstünde kalmasına neden olacağını düşünüyoruz. 2025 yılsonu TÜFE enflasyon tahminimiz %26,5.

TÜFE ve ÜFE Yıllık Enflasyon



Mal ve Hizmet Yıllık Enflasyonu



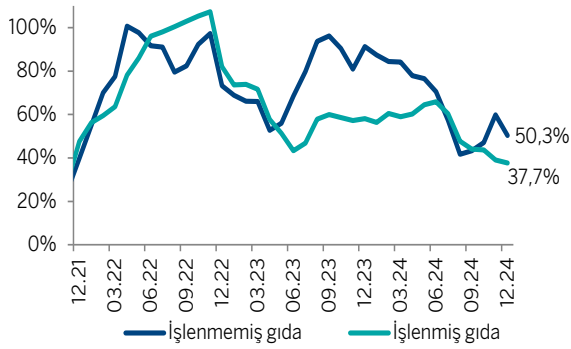
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

TCMB 2025 yılı için PPK toplantı sayısını azalttı. Önceki yıllarda her ay yapılan, toplamda on iki olan PPK toplantı sayısı 2025'te sekiz olacak. TCMB'nin PPK toplantısının olmadığı aylarda TCMB Enflasyon Raporu yayınlayarak para politikası iletişimini devam ettirecek.

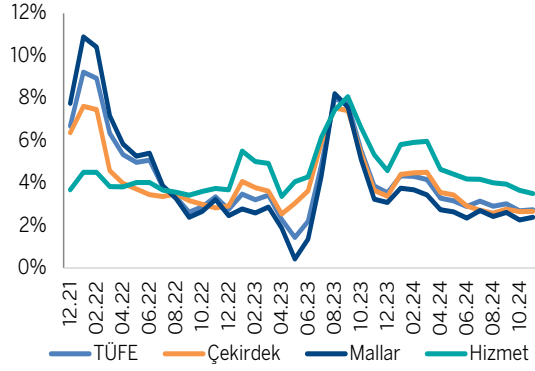
Mevcut enflasyon tahmin patikamız TCMB'nin kademeli faiz indirimlerine 2025 yılındaki PPK toplantılarında devam edebileceğine işaret ediyor. Ancak aylık bazda enflasyon oynaklığının yüksek olması, TCMB'nin kararlarında toplantı bazında farklı bir eğilime neden olabilir. Bu doğrultuda önümüzdeki dönemde, enflasyon belli bir seviyeye düşene kadar, aylık enflasyon, TCMB kararlarında etkili olacak. Mevcut enflasyon tahmin patikamıza paralel TCMB'nin 2025 yılının ilk üç toplantısında 250'şer baz puanlık faiz indirim alanı olacağını düşünüyoruz. Sonraki toplantılarda yıllık

enflasyondaki düşüşün yavaşlamasıyla birlikte faiz indirimlerinin de daha sınırlı olacağını tahmin ediyoruz. Yılsonu politika faizi tahminimiz %31. Öte yandan ana trendde oluşabilecek olumsuz bir gelişme ya da enflasyon üstünde ortaya çıkabilecek yeni bir risk TCMB'nin faiz indiriminde duraklamasına neden olabilir.

Gıda Yıllık Enflasyonu



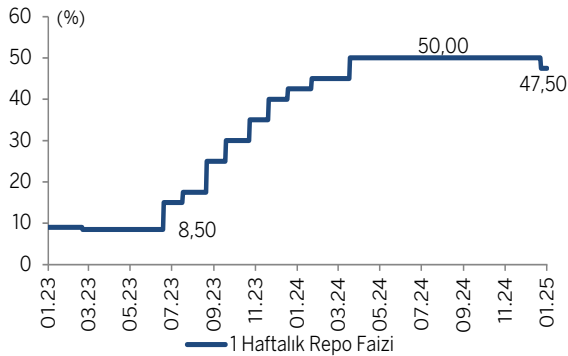
Mevsimsel Etkilerden Arındırılmış Enflasyon (3 Aylık ort.)



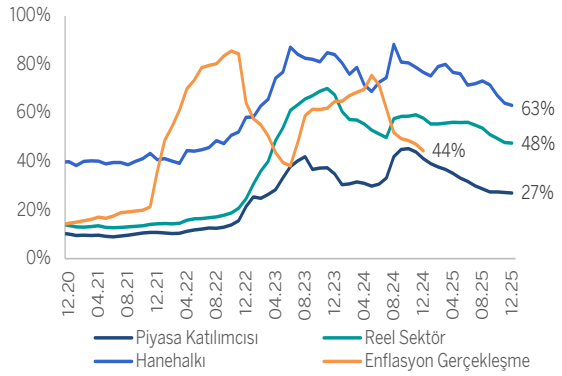
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Faiz indirimlerine rağmen TCMB'nin politika metinlerinde vurguladığı gibi sıkı para politikasının korunacak olması ve Türk Lirası'nın reel olarak değerli seyri, Türk Lirası varlıkların cazibesinin 2025 yılında da korunacağına işaret ediyor. Ancak 2025 yılında Türk Lirası varlıkların büyüme hızının 2024'e göre yavaşlayacağını öngörüyoruz. Bunda enflasyondaki düşüş, gelirler politikası ve Türk Lirası varlıkların toplam tasarruflar içindeki payının ulaştığı seviyeler etkili olacak. Öte yandan Türk Lirası'nın tasarruflarda ana para birimi olmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. TCMB'nin net döviz varlıklarının ulaştığı seviyeleri dikkate alarak, dış denge üzerinde bir risk oluşması durumunda TCMB'nin önemli bir korunma alanı bulunduğunu düşünüyoruz.

TCMB Politika Faizi



Enflasyon Beklentileri (12 ay sonrası)

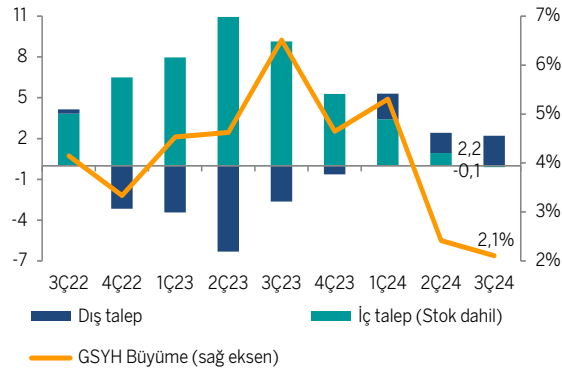


Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

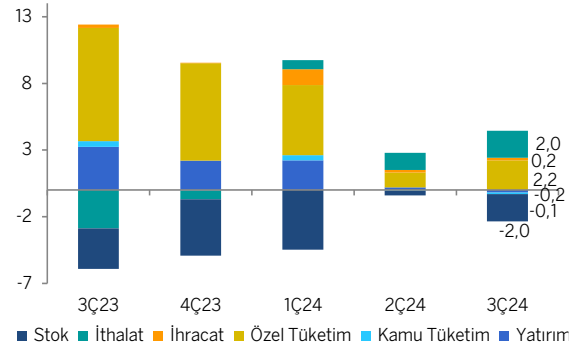
Büyümede zayıf seyir devam edecek

2024 yılında uygulanan makro ekonomik politikaların etkisiyle, önceki yıla göre hız kaybeden büyümenin, dinamikleri de değişti. Dış talep 2024 yılında büyümeye katkı vermeye başladı. İç talebin katkısı ise azaldı. Yıl genelinde büyümeyi iç talebin yaklaşık 2 puan, dış talebin ise yaklaşık 1 puan pozitif etkileyerek yukarı ittiğini hesaplıyoruz. 2024 GSYH büyüme oranının %3,2 olduğunu tahmin ediyoruz. Buna göre, 2024 yılında Türkiye ekonomisi uzun yıllar ortalamasının altında büyüme de iç-dış talep dengesinin sağlanması kırılma noktalarının azalmasını sağladı.

Büyümeye İç ve Dış Talep Katkısı



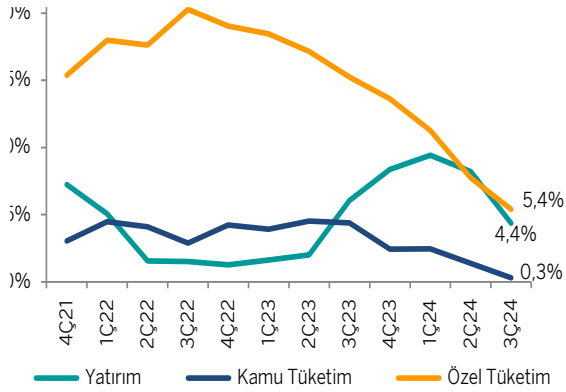
Büyüme Bileşenleri



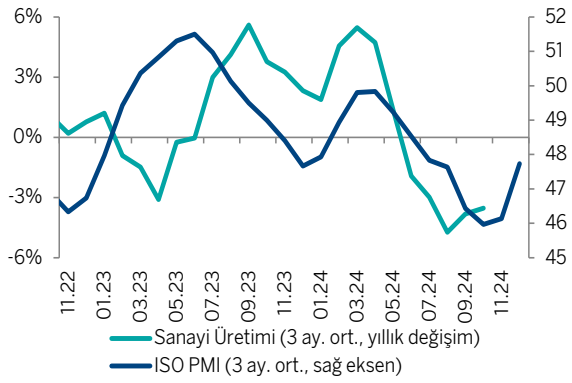
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

2025 yılı GSYH büyüme tahminimiz %2,5. 2024 yılının ikinci yarısındaki sınırlı büyüme eğiliminin özellikle 2025 yılının ilk yarısında da devam edeceğini öngörüyoruz. İç ve dış talebin büyümeye pozitif katkı sağlamaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Böylece büyüme dinamikleri açısından, Türkiye ekonomisinde büyüme yavaşlasa da sürdürülebilir patikada kalacak. Bu durum, talep kaynaklı enflasyonist baskıların sınırlı kalmasını ve dış dinamikler açısından dengeli seyrin sürmesini sağlayacak. Özellikle yılın ilk yarısında faiz indirimlerine rağmen sıkı kalmaya devam edecek para politikası ve kredilerdeki artışı sınırlayan makro ihtiyati kural seti ile iç tüketim zayıf seyredecek. Kamu tüketiminin büyümeye etkisinin azalmasını, yatırımların ise sınırlı da olsa artmasını bekliyoruz. Tahminimize göre, iç talep büyümeyi yaklaşık 2,0 puan yukarı itecek. 2025'te net ihracatın büyümeyi destekleyici etkisi 2024'e göre azalsa da devam edecek. Dış talebin 0,5 puan ile büyümeye pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz.

Büyüme Bileşenleri (4Ç ort. yıllık değişim)



Büyüme Göstergeleri

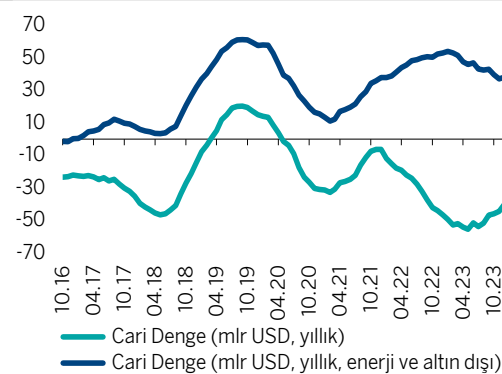


Kaynak: TÜİK, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

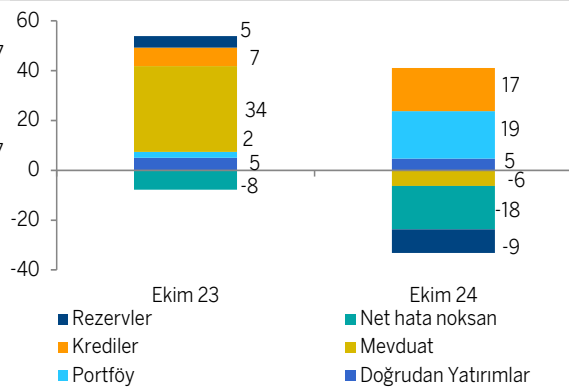
2024 yılında dengeli büyüme eğilimi cari işlemler açığında belirgin bir daralma sağladı. Bu düzeltmede enerji ve altın ithalatının azalmasının yanı sıra mevcut kalemler dışında dış ticaret açığının azalması ve rekor seviyelere çıkan turizm gelirleri de etkili oldu. Bu katkıların 2025 yılında önceki yıla göre daha sınırlı kalması nedeniyle cari işlemler açığının genişleyeceğini tahmin ediyoruz. Ancak genişlemeye rağmen, cari işlemler açığının çıktığı seviyeleri Türkiye'nin rahatça finanse edebileceğini düşünüyoruz. Cari işlemler açığının yılsonları itibarıyla 2024 yılında 9 milyar ABD\$, 2025 yılında ise 15 milyar ABD\$ olacağını hesaplıyoruz. Bu rakamlar GSYH'a oran olarak ise sırayla %0,7 ve %1,0.

2025 tahminimiz üzerindeki en önemli risk yeni ABD yönetiminin uygulamayı planladığı gümrük tarifelerinin özellikle Avrupa ekonomisinde yaratacağı aşağı yönlü büyüme etkisi olabilir. İhracatımız içinde yaklaşık %57 ile önemli payı olan Avrupa ülkelerinde büyümenin zayıf kalması, ihracatımızı, cari işlemler açığını ve GSYH büyümesini olumsuz etkileyebilir. Henüz ABD gümrük tarife koşulları netleşmediği için bu faktörü bir risk olarak değerlendiriyoruz.

Cari İşlemler Dengesi



Cari İşlemler Finansmanı (12 aylık - milyar ABD\$)

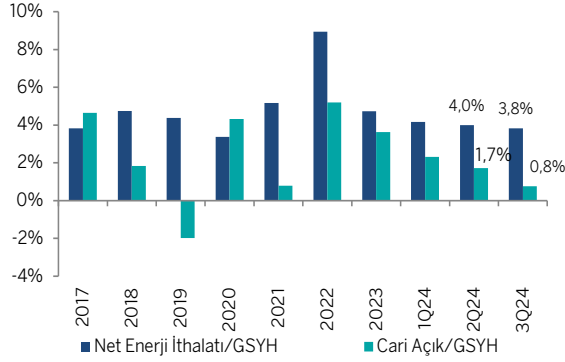


Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

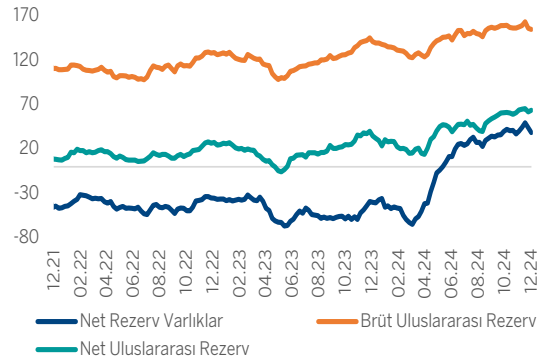
Cari işlemler açığının finansmanı tarafında portföy yatırımlarındaki artışın devam etmesini bekliyoruz. Para politikasındaki sıkılaştırma sonrasında özellikle Türk Lirası kamu tahvillerine yönelen yabancı yatırımcı ilgisi sürecektir. Ülke risk primindeki gerileme, 2024 yılında olduğu gibi 2025 yılında da yurtdışı borçlanma kanallarının etkin kullanılmasına destek verecek. Bu doğrultuda kamu, banka ve

şirketlerin Eurobond ihracıyla borçlanma imkanlarından faydalanmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Enflasyondaki düşüş, dengeli büyüme eğiliminin devamı ve kredi notundaki iyileşmenin desteği ile 2025 yılında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının kademeli olarak artış eğilimine gireceğini tahmin ediyoruz.

Cari İşlemler Dengesi/GSYH



TCMB Uluslararası Rezervleri (milyar ABD\$)



Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

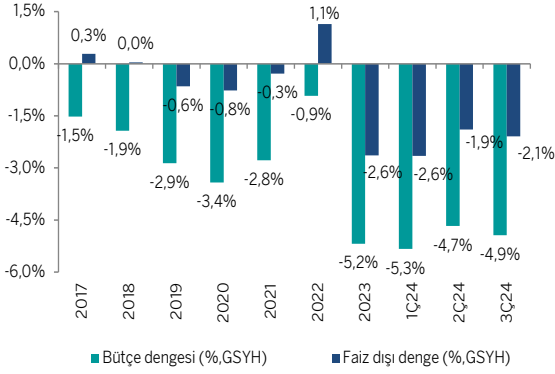
2024 yılında Türkiye ekonomisine net sermaye girişlerinin yanı sıra yurtiçi yerleşiklerin Türk Lirası cinsi yatırım enstrümanlara yönelimi TCMB'nin brüt ve net uluslararası rezervlerinde ve net döviz varlıklarında belirgin bir artış sağladı. Nisan-Aralık 2024 döneminde TCMB'nin net FX varlıkları 104 milyar ABD\$ arttı. 2025 yılında cari işlemler açığında öngördüğümüz artış ve ters dolarizasyon eğilimindeki yavaşlama nedenleriyle TCMB net döviz varlıklarındaki artışın 2024'e göre oldukça sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz.

Kamu maliyesinde sıkılaştırma yılı

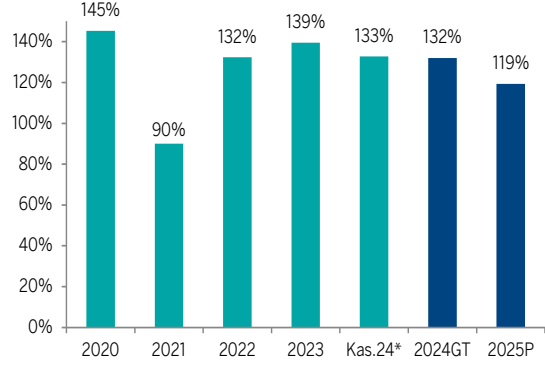
2024 yılında hız kaybeden gelir artışı ve kuvvetli seyreden bütçe harcamaları nedeniyle merkezi bütçe açık/GSYH oranındaki azalışın sınırlı kaldığını tahmin ediyoruz. 2024 yılı Ocak-Kasım verileri açıklandı. 2023 yılında olduğu gibi harcamaların yoğun olarak aralıkta bütçelenmiş olması ihtimali yüksek. Bu beklenti ile merkezi bütçe performansı tarafında önceki yıla göre belirgin bir değişim olmadığını tahmin ediyoruz. Orta Vadeli Program (OVP) tahminlerinde de merkezi bütçe açık/GSYH oranının %4,9 öngörülmesi bu beklentimizi destekliyor.

2025 yılında OVP'de hedeflendiği gibi harcama artışının hız kaybetmesinin önemli katkısıyla kamu maliyesinde belirgin sıkılaştırma olacağını tahmin ediyoruz. Ekonomideki yavaşlama ile zayıflayan vergi gelirlerini dikkate alarak bütçe performansındaki iyileşmede özellikle harcama kaynaklı tasarrufların etkili olmasını bekliyoruz. Bu sıkılaştırmanın son dönemde TCMB'nin politika metinlerine de girdiği gibi enflasyonist baskıların sınırlandırılması açısından oldukça önemli olduğunu düşünüyoruz. Para politikası uygulamalarının yanı sıra kamu maliyesinde sıkılaştırmanın, özellikle enflasyon beklentilerinde de düşüşü sağlayarak orta vadeli enflasyon görünümüne katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda 2025 yılında merkezi bütçe açık/GSYH oranınının 1,4 puan azalarak %3,5'e düşeceğini tahmin ediyoruz. OVP'deki tahmin %3,1 ile tahminimizin altında bulunuyor.

Merkezi Bütçe (12 aylık)



İç Borç Çevirme Oranı

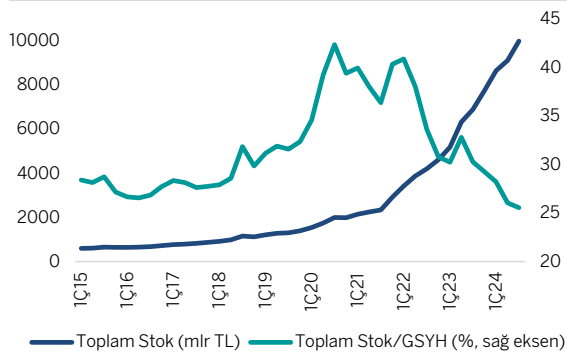


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, Garanti BBVA Yatırım *12 aylık gerçekleşme GT: Gerçekleşme Tahmini P: Bakanlık Program

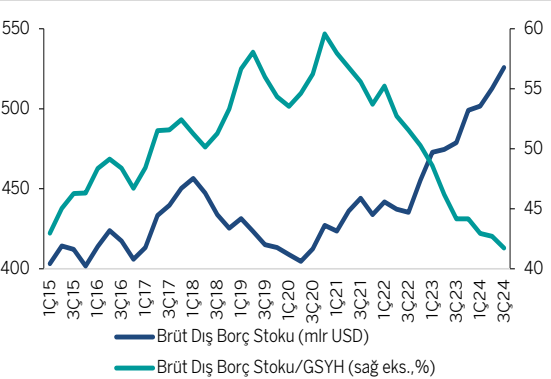
2025 yılında bütçe açığının finansmanında Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın yüklü borçlanmaya devam etmesi katkı sağlayacak. Bakanlığın projeksiyonuna göre, 2025 yılında iç borç çevirme oranı %119 olacak. 2025 yılı iç borç çevirme oranı, 2024 yılı için tahmini %132'nin altında kalsa da nette iç borçlanmanın devam edeceğine işaret ediyor. 2025 yılında iç borç servisi 2024'e göre %42 artarak 2,4 trilyon TL olacak. 2024'e göre 2025'te iç borç anapara ödemesi %15, faiz ödemesi ise %63 daha yüksek. 2025 için iç borçlanma yıllık artış öngörüsü %29. 2025 yılında faiz ödemesiyle birlikte yaklaşık 20 milyar ABD\$ dış borç ödemesi hesaplanırken, uluslararası piyasalardan 11 milyar ABD\$ borçlanma yapılması öngörülmüyor.

2023 ve 2024 yıllarında merkezi bütçe performansında kötüleşme olsa da kamu borç oranının mevcut düşük seviyesi ve ekonomik büyüme eğiliminin devam etmesinin katkısıyla kamu borç/GSYH oranı azaldı. Kamu maliyesinde sıkılaşma öngördüğümüz 2025 yılında da kamu borcunun düşmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. 2023 yıl sonunda %29,3 olan AB tanımlı kamu borç stoku/GSYH oranı için 2025 yılsonu tahminimiz %25,0.

AB Tanımlı Kamu Borç Stoku



Toplam Dış Borç



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

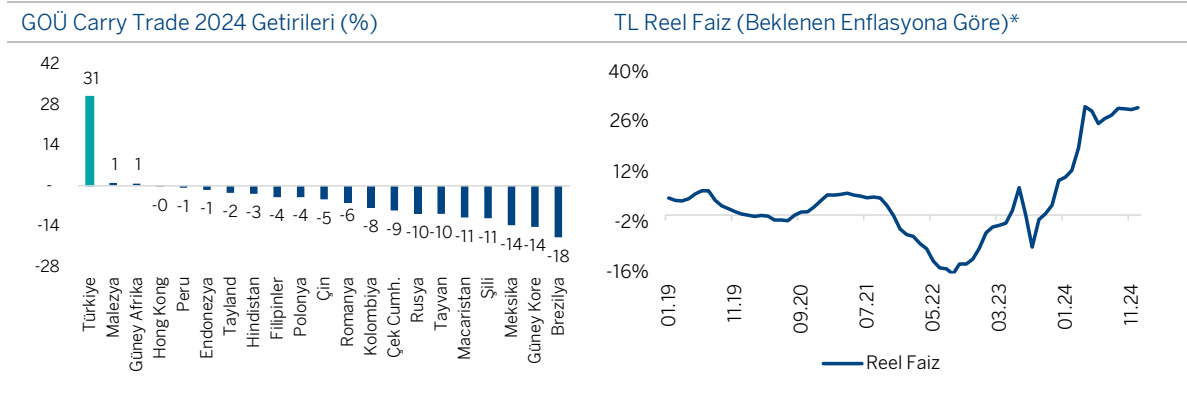
	Garanti BBVA Tahmin			
	2023	2024	2025	2026
TÜFE Enflasyonu (yıl sonu)	64,8%	44,4%	26,5%	18,5%
GSYH Büyüme	5,1%	3,2%*	2,5%	4,5%
GSYH (milyar, TRY)	26.546	43.934*	60.026	75.759
GSYH (milyar, ABD\$)	1.130	1.334*	1.469	1.541
Kişi Başı GSYH (ABD\$)	13.243	15.583*	17.078	17.829
TCMB 1 haftalık repo faiz oranı (yıl sonu)	42,5%	47,5%	31,0%	22,0%
TCMB 1 haftalık repo faiz oranı (ortalama)	20,5%	49,5%	37,7%	25,4%
USDTRY (yıl sonu)	29,4	35,2	45,5	52,0
USDTRY (ortalama)	23,7	32,8	40,7	49,0
EUROTRY (yıl sonu)	32,6	36,7	48,1	57,5
EUROTRY (ortalama)	25,7	35,5	42,8	53,0
Cari İşlemler Dengesi (milyar, ABD\$)	-40,5	-9,0*	-15,0	-23,3
Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%)	-3,6%	-0,7%*	-1,0%	-1,5%
AB Tanımlı Kamu Borç Stoku/GSYH	29,3%	25,5%*	25,0%	26,4%
MY Bütçe Faiz Dışı Denge/GSYH	-2,6%	-2,0%*	-0,3%	0,0%
MY Bütçe Denge/GSYH	-5,2%	-4,9%*	-3,5%	-3,1%

Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine ve Maliye Bakanlığı, *Garanti BBVA tahmin, MY: merkezi yönetim

TÜRK LİRASI

TCMB'nin sıkı para politikası 2025 yılında faiz indirim döngüsü sırasında da devam edecek.

2024 yılında hem enflasyonun hem de dövizin üzerinde getiri sağlayan Türk Lirası'nın 2025 yılında da reel getiri sağlamasını bekliyoruz. Yıl sonu USDTRY kur tahminimiz 45,5, TCMB politika faizi beklentimiz ise %31 seviyesinde bulunuyor. Faiz indirim sürecine aralıkta 250 baz puanla başlandı. Dezenflasyon süreci beklenen patikada ilerlerse faiz indirimleri sürebilir. 2025 yılında ortalama TCMB fonlama oranı tahminimiz %40 civarında. Yıl sonu TÜFE enflasyon tahminimiz ise %26,5 seviyesinde. Yani 2025 yılında ortalama TL faiz kazancının yine enflasyondan ve döviz getirisinden yüksek olacağını öngörüyoruz. **Bu koşullarda Türk Lirası, 2024 yılında olduğu gibi, ABD\$'na karşı carry trade getirilerinde gelişmekte olan ülke (GOÜ) para birimleri arasında üst sıralarda yer alabilir.**

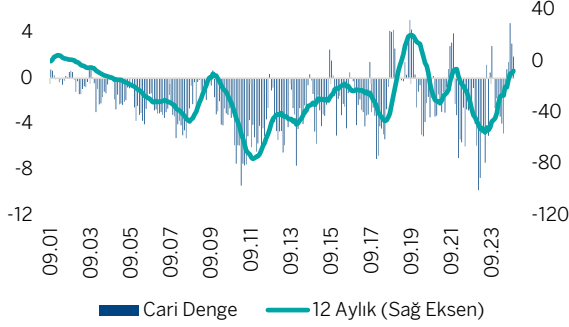


Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

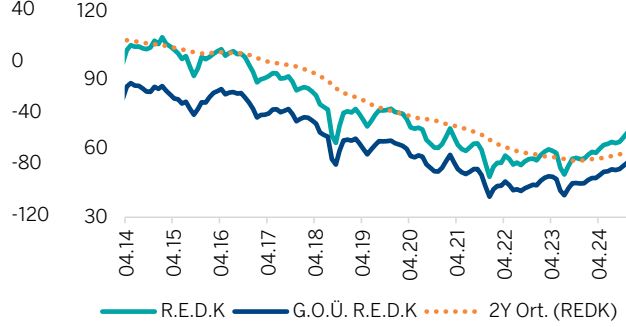
* 3 Aylık Mevduat Faizi ile TCMB piyasa katılımcıları beklentisi anketindeki 12 Aylık Enflasyon Beklentisine Göre hesaplanmıştır. Mevduat faizi stopajdan arındırılmıştır ve yıllık bileşik faiz olarak kullanılmıştır.

Asgari ücret zammı ve yönetilen ücret artışlarının etkisi ile enflasyon TCMB'nin beklediği ölçüde yavaşlamazsa döviz kurundaki yükseliş daha ağır bir hızda devam edebilir. Çünkü TL'deki reel değerlendirme trendi, TCMB'nin enflasyonla mücadelesinde en önemli araçlarından biri. Dolayısı ile enflasyonun beklediği kadar yavaşlamadığı senaryoda 45,5 olan yıl sonu döviz kuru tahminimizde aşağı yönlü risk olabilir. Bu paralelde 'dövizde mi?' yoksa 'TL'de mi?' kalınmalı sorusuna, potansiyel reel getirisi nedeni ile 'TL' yanıtını veriyoruz.

Cari Denge (Milyar ABD\$)



TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)



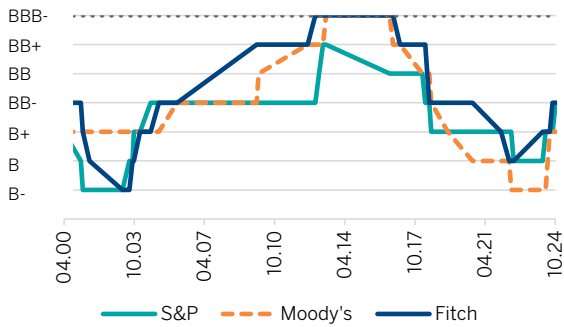
Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

* R.E.D.K: Reel Efektif Döviz Kuru

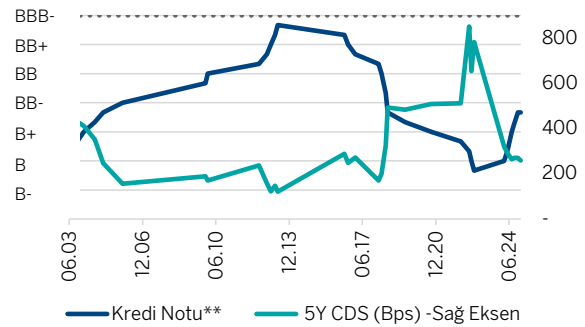
* G.O.Ü R.E.D.K: Gelişmekte olan ülke Reel Efektif Döviz Kuru

Makro ekonomik politikalarda Haziran 2023 genel seçimlerden sonra geri dönülen Ortodoks yaklaşım sürerse yeni kredi not artışları görebiliriz. Türkiye kredi notu, S&P ve Fitch değerlendirmelerine göre yatırım yapılabilir seviyeye üç basamak uzakta, Moody's'e göre ise dört basamak uzakta. En son Eylül 2016'da Moody's, Ocak 2017'de Fitch, Türkiye kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirmişti. 2025 yılında ek not artışları yaşanması için Ortodoks politikaların devamı, enflasyonun düşmesi, TL'deki reel değerlenmenin sürmesi, döviz rezervlerinin güçlü kalması, cari açığın sürdürülebilir seviyelerde kalması gerekiyor. Mevcut politikalara kamu maliyesi tarafında da destek verilmesi halinde makro göstergelerde iyileşmenin hızlanacağını düşünüyoruz.

Türkiye Kredi Notları



Türkiye Kredi Notları ve 5Y CDS

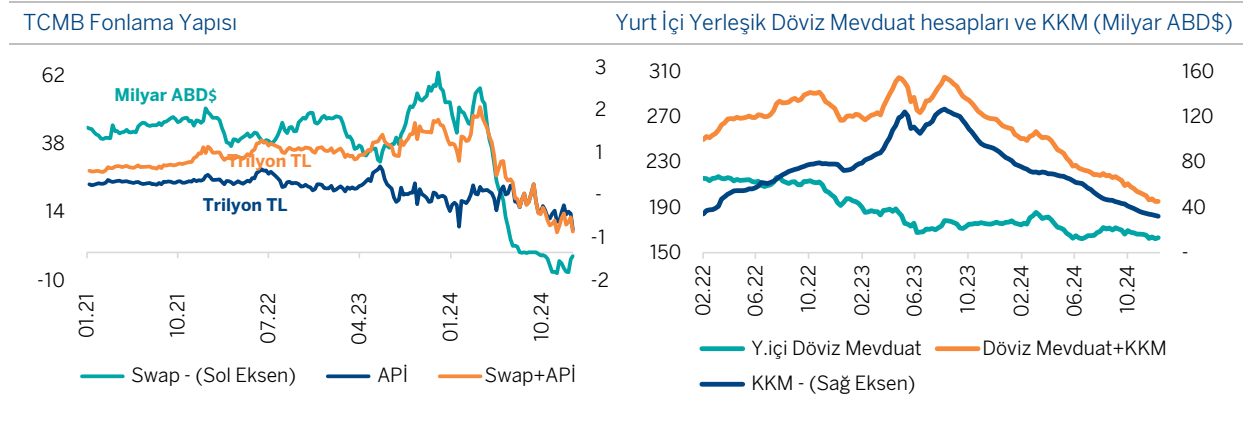


Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

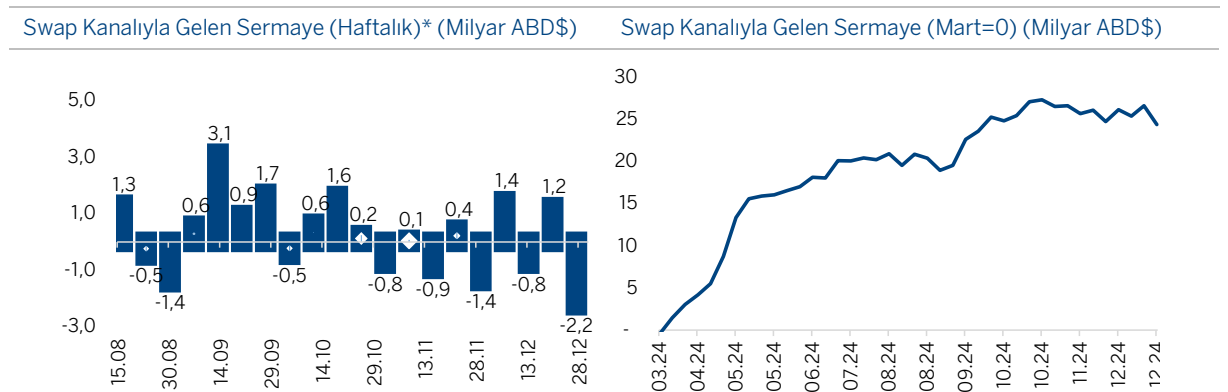
*BBB- : Yatırım yapılabilir seviye.

**S&P, Fitch ve Moody's kredi notlarının ortalaması alınmıştır.

Yurt içi yerleşiklerin döviz mevduatı 2024 yılında kur etkisinden arındırılmış olarak 18 milyar ABD\$ azaldı. Sıkı para politikasının etkisi ile 2025 yılında döviz mevduat hesaplarındaki azalma sürebilir. Kur korumalı mevduat hesap bakiyesi TL bazlı zirve seviyesine göre %65 ABD\$ bazlı zirvesine göre %74 azalarak 32 milyar ABD\$'na geriledi. Döviz yükümlülüğü olan firmaların döviz ve TL cinsinden hesaplarına sağlanan KKM desteğini düzenleyen tebliğ yürürlükten kaldırıldı. 2025 yılı Para Politikası metnine göre yıl içerisinde KKM uygulamasının sonlandırılması planlanıyor.



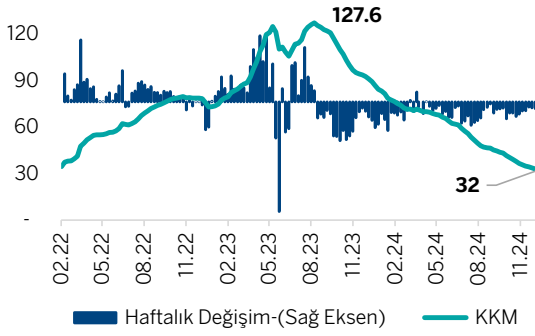
TCMB fonlaması sıkı para politikasının etkisiyle temmuz ayından bu yana ekside. TL'deki reel getiri, 2024 yılında hem TL tahvillere hem de kısa vadeli likit varlıklara sermaye girişini hızlandırdı. TCMB, piyasada döviz arzı artınca rezervlerini kuvvetlendirmek için 2024 yılının ikinci yarısında döviz aldı. Fonlama ihtiyacındaki azalış TCMB'nin net döviz pozisyonundaki iyileşmeden kaynaklanıyor. Bu likidite fazlalığı TCMB tarafından APİ işlemleri, ters yönlü swaplar, zorunlu karşılıklar ve depo ihaleleri gibi sterilizasyon araçları ile piyasadan çekiliyor.



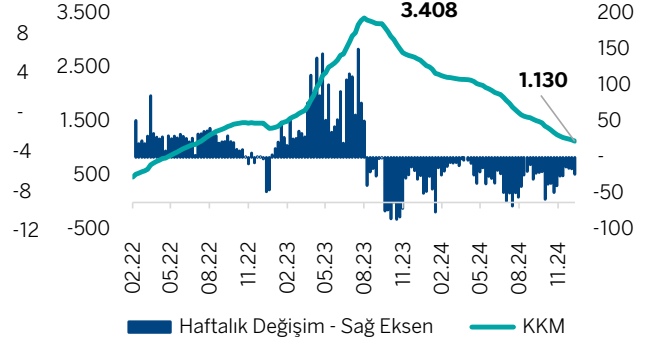
Kaynak: TCMB, BDDK, Garanti BBVA Yatırım

* BDDK verilerinde bankaların bilanço dışı YP pozisyonu ve TCMB'nin yerel bankalarla swap işlem hacimleri kullanılarak hesaplanmıştır.

KKM Değişim (Milyar ABD\$)

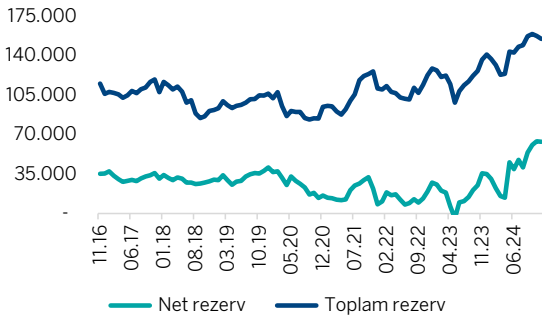


KKM Değişim (Milyar TL)

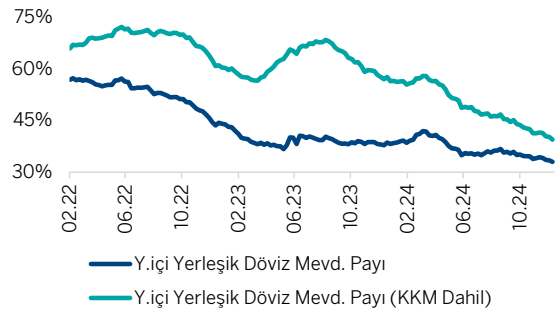


Kaynak: BDDK, Garanti BBVA Yatırım

TCMB Uluslararası Döviz Rezervleri (Milyon ABD\$)



Yurt içi Yerleşik Döviz Mevduat Payı (KKM'li ve KKM'siz)



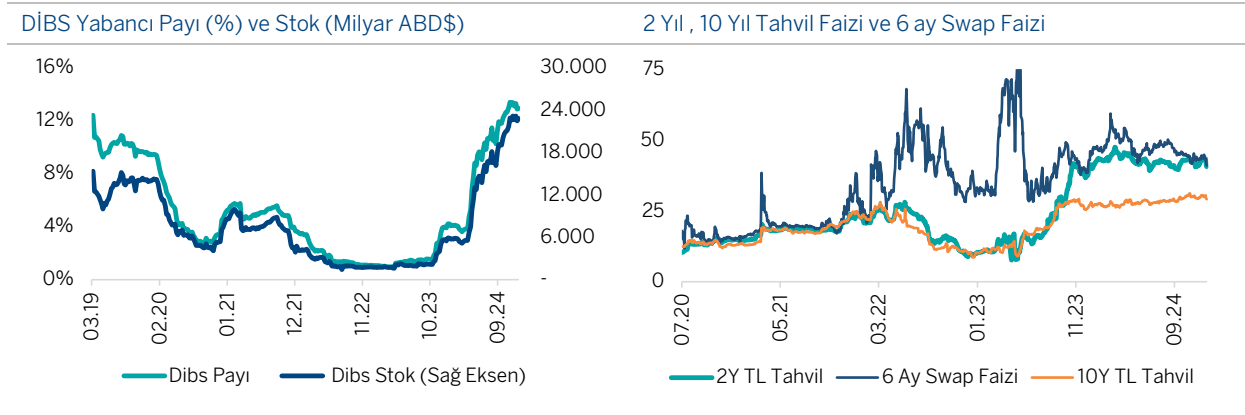
Kaynak: TCMB, BDDK, Garanti BBVA Yatırım

Özet olarak; TL'ye artan yerli ve yabancı ilgisi, uygulanan politikalara olan güven, güçlenen döviz rezervleri, son aylarda cari açığın belirgin şekilde azalması gibi etkenlerle Türk Lirası'nın 2025 yılında güçlü kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu faktörler TL'deki değer kaybını, piyasadaki TL faizlerin ve beklenen enflasyonun altında tutmaya yeterli olabilir. Bununla birlikte Merkez Bankası, dezenflasyon sürecinde istediği patikada ilerleyemezse, TL'deki reel değerlenme hızını artırabilir. Böyle bir senaryoda yıl sonu döviz kuru tahminimiz olan 45,5 seviyesinde belirgin şekilde aşağı yönlü riskler gündeme gelebilir.

FAİZ

TL Tahvil

Dezenflasyon sürecinde yapılacak olan politika faizi indirimleri tahvil getiri eğrisinde düşüş yaratabilir. TCMB, Aralık ayı PPK metninde politika faizinin dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleneceğini belirtiyor. Dolayısı ile enflasyonda düşüş trendi sürdükçe politika faizi indirimleri devam edecektir. 2025 yıl sonu için gösterge 2 yıllık tahvil getirisi beklentimiz %26,8 seviyesinde bulunuyor. Bu senaryoda Şubat 2028 vadeli tahvilde uzun pozisyon alan bir yatırımcının kupon ve değer artışından 2025 sonunda elde edeceği toplam getiri %52'ye ulaşabilir. Dolayısıyla ortalama fonlamanın %40 civarında olacağı, mevduat getirilerinin politika faizine paralel şekilde düşeceği 2025 yılında, tahvilde pozisyon almak cazip bir getiri oranı sağlayabilir.

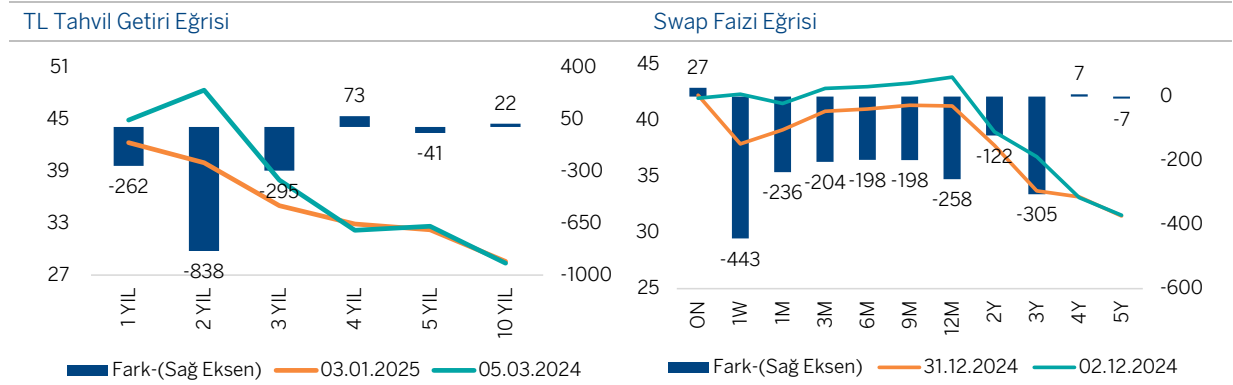


Off-shore swap faizlerinde 6 ay ve üzeri vadeler hala TL tahvil getirilerinin üzerinde bulunuyor.

Bu açıdan söz konusu kanaldan borçlanıp TL tahvile yatırım yapmak karlı bir seçenek değil. Ek olarak swap hatları hala kısıtlı bir seviyede bulunuyor. Yıl içinde döviz pozisyonu güçlü kalır ve makro göstergeler iyileşmeye devam ederse bu hatların esnetilme ihtimali olabilir. Yani bu aşamada tahvile yatırım yapmak isteyen yurt dışı yerleşikler hedge mekanizması kullanmak yerine doğrudan döviz kuru riski almayı sürdürebilirler. Ancak TL'de reel değerlenme trendi yaşandığı için döviz kuru riski bu ortamda göz ardı edilebilir.

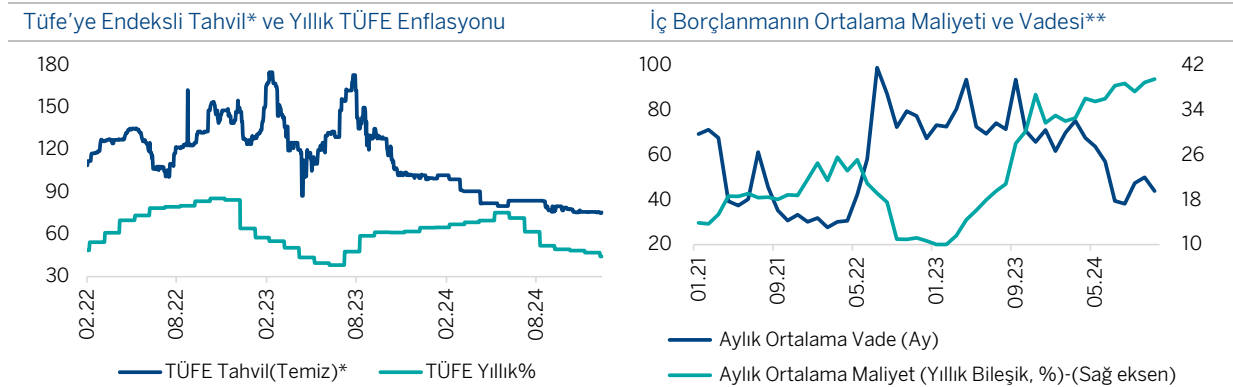
2024 yılı mart ayında swap getiri eğrisi TCMB politika faizinin üzerindeydi. Son dönemde ise swap faizleri politika faizinin altına indi. OIS (overnight index swap) faizleri ilk çeyrek sonu için 500 baz puan indirim fiyatlıyor. Tahvil getirilerinde de politika faizi indirimlerine benzer oranlarda düşüş görülebilir.

Enflasyon beklentileri geriledikçe uzun vade tahvil getirilerinde düşüş daha da belirginleşebilir. TCMB piyasa katılımcıları anketine göre 12 ay sonrası için beklenen TÜFE enflasyonu %27 seviyesinde. 10 yıl vadeli tahvilin basit faizi %27 çevresinde işlem görüyor. Yılın ilk çeyreğinde aylık TÜFE enflasyonu verileri bir miktar yüksek gerçekleşecek. Gerçekleşen enflasyona göre ölçülen reel faizi koruyan sıkı para politikası güçlü kalırsa enflasyon beklentilerinde bozulma yaşanmayabilir. Bu durumda uzun vadeli sabit kuponlu TL tahvillerde kademeli şekilde değer artışı görülebilir.



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Aralık 2024'te gerçekleşen PPK toplantısında TCMB, kararlarını enflasyon görünümü odaklı, ihtiyatlı ve toplantı bazlı bir yaklaşımla alacağını açıkladı. 2024 yılında yurt dışı yerleşikler 16 Milyar ABD\$'lık TL tahvil aldı. 2025 yılında dezenflasyonun güçleneceği yönündeki beklentilerle birlikte TL tahvillerine ek yabancı girişleri olacağını öngörüyoruz.



Kaynak: Bloomberg, TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

*02.11.2032 vadeli TÜFE'ye Endeksli Tahvilin temiz fiyatı.

**Sabit kuponlu tahvil ihraçları üzerinden hesaplanmıştır.

Sabit kuponlu tahviller baz alınırca iç borçlanmanın ortalama maliyeti 2024 yılında %36 oldu.

Politika faizi indirimleri ile birlikte Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın borçlanma maliyetinin de 2025 yılında düşmesi beklenebilir. Ortalama vade ise 2023 yılında 76 ay iken 2024 yılında 56 ay oldu. 2025 yılında daha düşük enflasyon beklentileri ve daha uzun borçlanma eğilimi olursa ortalama vadenin bir miktar uzadığını görebiliriz.

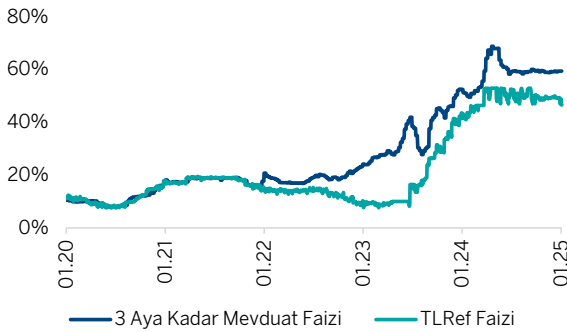
Faiz indirim döngüsünde sabit kuponlu tahviller, mevduat faizi üzerinde getiri yaratmak açısından en iyi seçenek olabilir. Enflasyonun düşüşü ile TÜFE'ye endeksli ve değişken faizli tahvillerin cazibesi azalabilir. TLref endeksli tahvil getirileri ise fonlama faizi kademeli olarak düşeceği için indirimlerden olumsuz etkilenecektir.

Özet olarak; dezenflasyon güçlendikçe faiz indirimlerinin etkisi ile başta kısa vadeli sabit kuponlu tahvillerin değer kazanmasını bekliyoruz ve 2 yıl vadeli gösterge TL tahvilde uzun pozisyon öneriyoruz. Enflasyon beklentileri düştükçe daha uzun vadeli (5-10 yıl) tahvillerde alım yapmayı mantıklı buluyoruz.

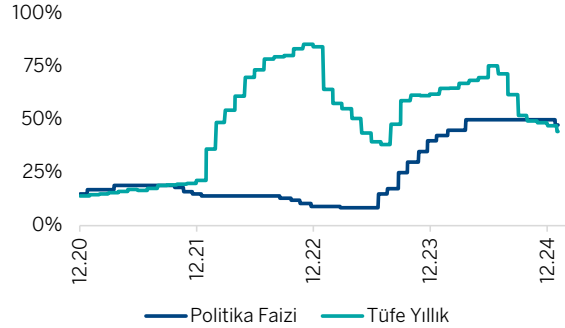
Mevduat

TCMB'nin faiz indirimlerinin mevduat faizlerine de yansımaları bekliyoruz. TCMB, 2025 yılında TL mevduat payındaki artış ve KKM hesaplarındaki azalışla birlikte bu alandaki sadeleşme adımlarına devam etmeyi, yıl içerisinde KKM uygulamasını sonlandırmayı planlıyor. Gevşeme süreci mevduat faizlerini aşağıya çekecek olsa da, TL'nin cazip kalması ve KKM'nin sonlandırılması için alınacak önlemler bu düşüşü sınırlayabilir. **2025 yılında mevduat faizlerinin enflasyon oranı üzerinde kalmasını bekliyoruz.**

3 Aya Kadar TL Mevduat ve TLRef Faizi



TCMB Politika Faizi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu



Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Eurobond

Makro ekonomik politikaların ve kredi not artışlarının etkisi ile Türkiye 5Y CDS primi, tarihsel ortalamaların altında bulunuyor. Mevcut politikalar, 2025 yılında ek not artışlarının önünü açabilir. Kredi notlarımız yatırım yapılabilir seviyeye yaklaştıkça risk priminde düşüş trendi sürebilir. Bu sırada yurt dışı kaynaklı şoklar GOÜ risk primlerinde çok önemli bozulmaya yol açmazsa ve ABD’de faizler yeniden yükseltilmezse Türkiye CDS’leri düşmeye devam ederek benzer kategorideki gelişen ülkelerin risk primini yakalayabilir.

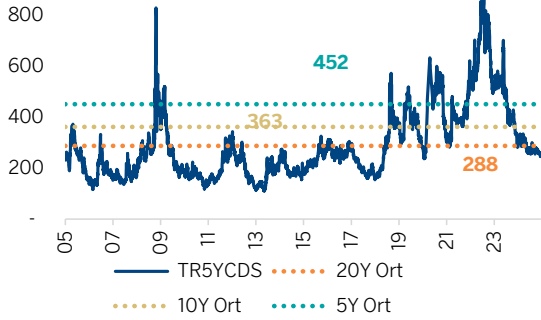
Son verilere göre kredi notları Türkiye’den bir veya ikişer basamak daha yukarıda olan Güney Afrika ve Brezilya’nın 5 yıllık CDS primleri sırası ile Türkiye’den %26 ve %24 daha aşağıda bulunuyor.

Yurt dışı kaynaklı olası riskler ekonomik görünümü bozmasa ve yurt içinde uygulanan Ortodoks politikalar aynı ivmede sürerse, 2025 yılında Türkiye kredi notunda bir veya iki kademe daha artış görebiliriz. Bu senaryoda 2025 yıl sonunda 5Y CDS primimiz %20-25 daha aşağıda yani 200 bps çevresinde olabilir.

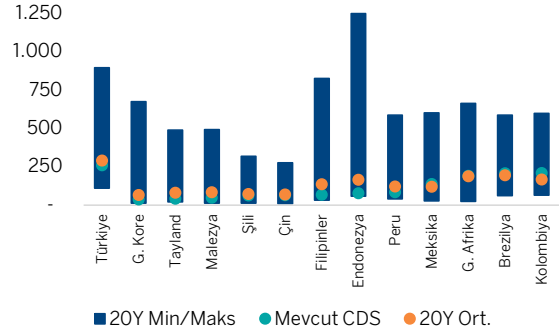
Hazine’nin ABD\$ cinsi 14 Mart 2029 vadeli %9,375 kuponlu Eurobondunda uzun pozisyon alınırsa, CDS’in %25 düştüğü yani 200 bps civarına gerilediği senaryoda, yıl sonunda kupona ek %3 değer artışı elde edilebilir. Bu işlemde toplam yıllık brüt %12’nin üzerinde alım-satım getirisi yakalanabilir.

Özet olarak; döviz getiri hedefleyen yatırımcılar için 5-10 yıl arası vadelerde %6,50-7,30 getiri bandındaki ABD\$ cinsi Hazine Eurobondları vade sonuna kadar tutulmak üzere uygun seçenekler olabilir. Alım-satım riskine girmeyi tercih eden yatırımcılara CDS’lerdeki ek düşüş senaryosundan hareketle Hazine’nin 14 Mart 2029 Eurobondunda 1 yıl vade ile taktiksel uzun pozisyon öneriyoruz.

Türkiye 5Y CDS ve Önemli Tarihsel Ortalamalar (Bps)



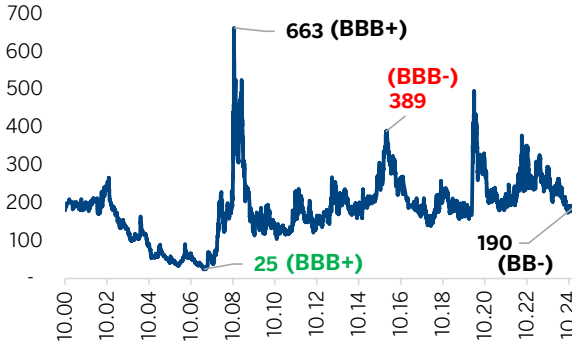
GOÜ 5Y CDS Son 20Yıl Düşük/Yüksek/Ort. Değerler* (Bps)



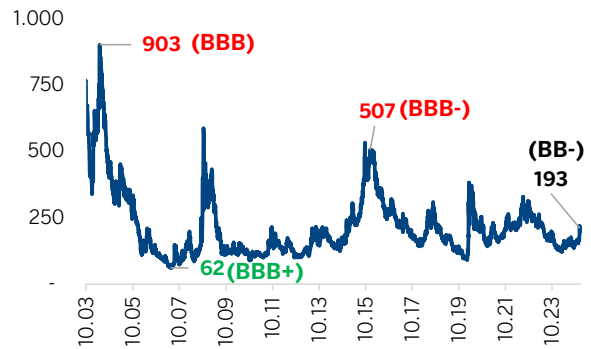
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

*Bloomberg Terminaldeki günlük kapanış verileri baz alınmıştır.

Güney Afrika 5Y CDS ve Kredi Notları*



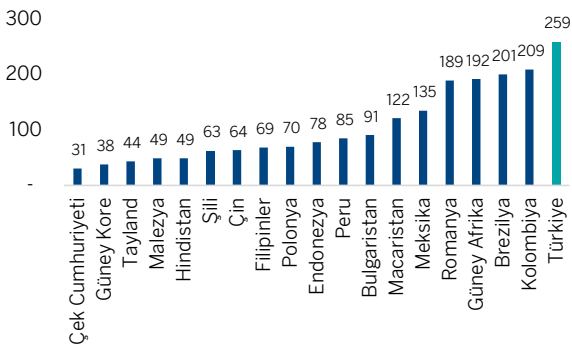
Brezilya 5Y CDS ve Kredi Notları*



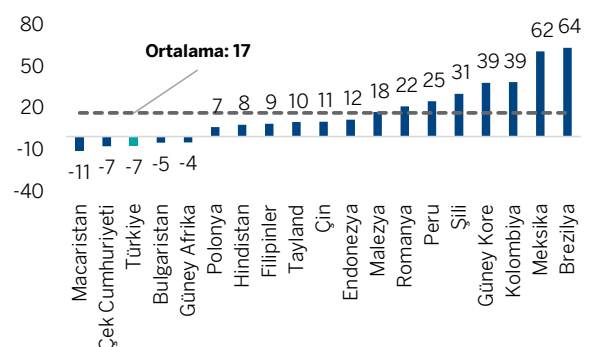
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

*S&P, Fitch ve Moody's kredi notlarının ortalaması alınmıştır.

GOÜ 5Y CDS Primleri Bps (06.01.2025)



GOÜ 5Y CDS'lerde 2024 yılı Değişimi (%)



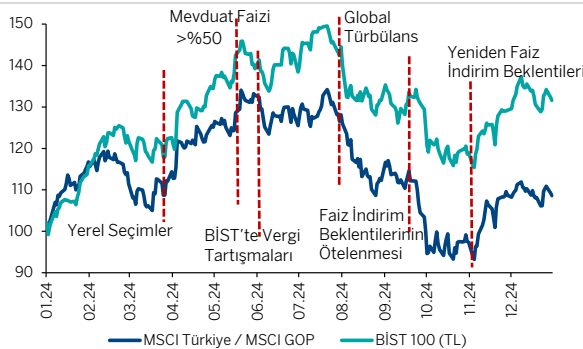
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

BİST STRATEJİ

Pandemi sonrasında portföylerinde hisse senedi ağırlığı artan yerli yatırımcı tercihlerinin belirleyici olacağı bir yıla giriliyor. Geçtiğimiz yıl yurt içinde yükselen faizler, yerli yatırımcı tercihinin TL mevduat ve Para Piyasası Fonları gibi yatırım araçlarına yönelmesini sağlamıştı. Fed'in durgunluk yaşanmayan ortamda gerçekleştirdiği faiz indirimleri gelişen ülke merkez bankaları ve TCMB açısından destekleyici. 2024 yılında olduğu gibi 2025 yılında sıkı duruşunu ortodoks çerçevede kademeli olarak gevşetmesini beklediğimiz TCMB'nin uygulayacağı politikaların, Türk hisse piyasasına benzer şekilde kademeli pozitif yansımaları bekliyoruz. Bu makro görünümde yerli yatırımcı tercihlerinde BİST'e daha fazla alan açılmasını öngörmekteyiz. Gerek gevşek para politikalarına kademeli geçiş beklentisi, gerekse de düşüşün devamını beklediğimiz ülke risk primi etkisiyle, geçtiğimiz yıl tahvil piyasasındaki fırsatlara odaklanmış yabancı yatırımcılar açısından BİST yeniden yatırım tercihi olabilir.

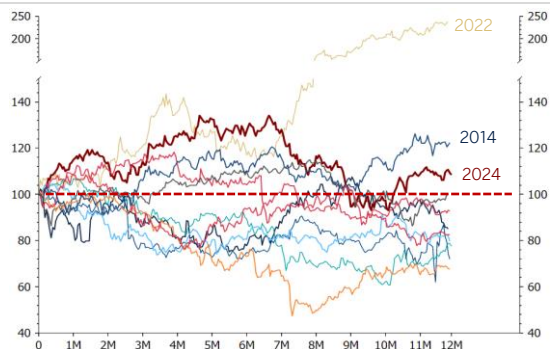
2024 yılında BİST'te iki yönlü fiyatlama. Küresel risk iştahının korunduğu bir yıla girilirken, yurt içinde sıkı para politikaları etkisiyle artan şeffaflık, öngörülebilirlik, düşük risk priminin yanı sıra hisse piyasasında mevduat üstü getiri potansiyeli 2024 yılı ilk yarısında BİST'te destekleyiciydi. Yılın ortasından itibaren bu kez ters yönlü fiyatlama gördük. Mevduat karşısında düşük getiri potansiyelinin yanı sıra enflasyon muhasebesi ve ekonomideki yavaşlamanın da etkisiyle zayıflayan şirket finansalları, hisse senedi kazançlarına yönelik vergi tartışmaları; yurt dışında artan jeopolitik riskler ve gelişmekte olan piyasalar özelinde artan oynaklık, BİST'in yılın ikinci yarısında görece zayıf performans sergilemesine neden oldu. 2024 yılı Temmuz ayında BİST-100 endeksi TL bazında %49'luk getiriye ulaşırken, 2024 yılı tamamında getiri oranı %31'e geriledi. MSCI Türkiye endeksi 2024 yılı öncesinde son 10 yılda sadece iki kez (2014 ve 2022) MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar (GOP) endeksine görece daha iyi performans sergilemişti. ABD\$ bazında MSCI Türkiye endeksi Temmuz ayı itibarıyla MSCI GOP endeksine görece %34 daha iyi performansa ulaşsa da, yılın ikinci yarısında artan zayıflık ile 2024 yılı genelindeki pozitif ayrışma %9'a geriledi.

BİST-100 (TL) & MSCI Türkiye/MSCI GOP (2024=100)



Kaynak: LSEG Datastream, Garanti BBVA Yatırım

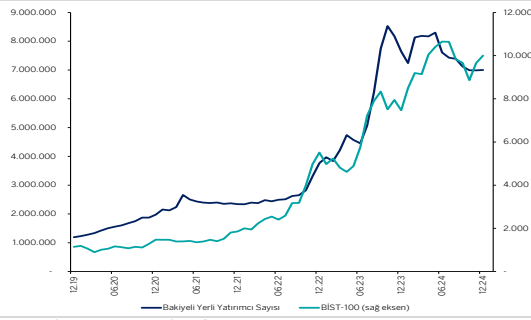
MSCI Türkiye/MSCI GOP Rölatif Performanslar (2014-2024)



Kaynak: LSEG Datastream, Garanti BBVA Yatırım

Pandemi sonrasında artan yatırımcı ilgisi, 2024 yılında faizdeki getiri baskısı ile geriledi. 2023 yılında yaşanan %103'lük artışa karşın, 2024 yılı ortasından itibaren yükselişe geçen faizler hisse senedi yatırımcı sayısı üzerinde baskıya neden oldu. Yılın başında 7,6 milyon seviyesinde bulunan bakiyeli yatırımcı sayısı, 2024 yıl sonu itibarıyla 6,8 milyon seviyesine geriledi. **10.000.001 TL üstü portföy dilimindeki yerli yatırımcı hesap sayısı 18.273 ile toplam yerli yatırımcı sayısının %0,3'ünü, toplam yerli yatırımcı hisse portföy büyüklüğünün en yüksek ağırlığı olan %70,9'unu oluşturmaktadır. 2024 yılında her ne kadar bakiyeli yatırımcı sayısı gerilemiş olsa da, BİST'te yıllık bazdaki %31'lik yükseliş 1 milyon TL üstü portföylerin toplam portföy içindeki payını %84'ten, %87,6'ye yükseltmiştir.**

Bakiyeli Yatırımcı Sayısı & BİST-100 (TL)



Kaynak: MKK, Matriks, Garanti BBVA Yatırım

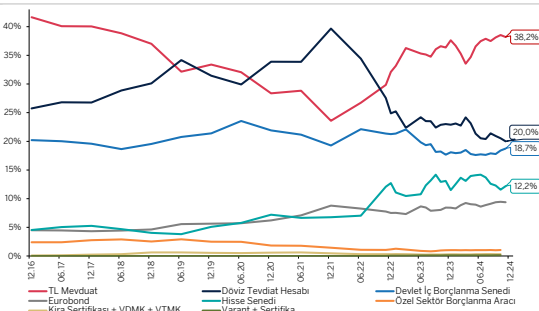
Portföy Dilimi Bazında Yerli Yatırımcı Dağılımı

Yerli Yatırımcı Portföy Aralığı	Yatırımcı Sayısı		Portföy Büyüklüğünde Pay		
	Hesap Sayısı	Pay	2022	2023	2024
0-1	64.420	0,9%	0,00%	0,00%	0,00%
2-100	806.825	11,8%	0,00%	0,00%	0,00%
101-1.000	877.123	12,8%	0,01%	0,02%	0,01%
1.001-5.000	1.215.734	17,8%	0,08%	0,17%	0,09%
5.001-10.000	594.086	8,7%	0,10%	0,21%	0,12%
10.001-20.000	613.141	9,0%	0,24%	0,39%	0,25%
20.001-50.000	766.307	11,2%	0,79%	1,04%	0,69%
50.001-100.000	527.101	7,7%	1,29%	1,53%	1,05%
100.001-250.000	583.452	8,5%	3,17%	3,55%	2,60%
250.001-500.000	333.236	4,9%	3,79%	4,07%	3,28%
500.001-1.000.000	221.817	3,2%	4,76%	4,97%	4,31%
1.000.001-5.000.000	196.363	2,9%		11,74%	10,88%
5.000.001-10.000.000	21.861	0,3%	85,76%	4,36%	4,16%
10.000.001+ +	18.273	0,3%		67,93%	72,57%

Kaynak: MKK, Garanti BBVA Yatırım

Yerli yatırımcı tercihleri belirleyici olmaya devam edecek. Pandemi dönemi sonrasında etkili olan getiri arayışı ve hisse piyasasında artan yatırımcı ilgisi, yerli yatırımcıların portföylerinde hisse senedi ağırlığını pandemi öncesi %5 seviyesinden, 2024 yılında %14 seviyesine taşıdı. BİST'te 2024 yılı içinde oluşan iki farklı yatırım ikliminde, yıla başlarken mevduat karşısında anlamlı getiri sunan BİST görünümünde yerli yatırımcıların hisse senedi ağırlığı Haziran ayında en yüksek seviyesini (%14,2) test etti. Mevduat faizlerinin yükselişini sürdürdüğü ve karşısında hisse senedi getirilerinin sınırlı kaldığı yılın ikinci yarısında ise yerli yatırımcı hisse senedi ağırlığı Ekim ayında yılın en düşük seviyesi olan %11,6'ya geriledi. 2024 yılı son çeyreğinde yerli yatırımcıların hisse senedi ağırlığında faiz indirim beklentileri paralelinde %12,2'ye artış görüyoruz. **Politika faizinde kademeli düşüş beklediğimiz 2025 yılında da yerli yatırımcı tercihlerinin BİST açısından belirleyici olmayı sürdüreceğini düşünüyoruz. Beklentimiz paralelinde TCMB adımlarına bağlı olarak mevduat oranlarında kademeli düşüş, yerli yatırımcıların portföylerinde hisse senedi ağırlığının artmasına katkı sağlayabilir.**

Yurtiçi Yerleşiklerin Finansal Portföy Gelişimi



Kaynak: TSPB, Garanti BBVA Yatırım

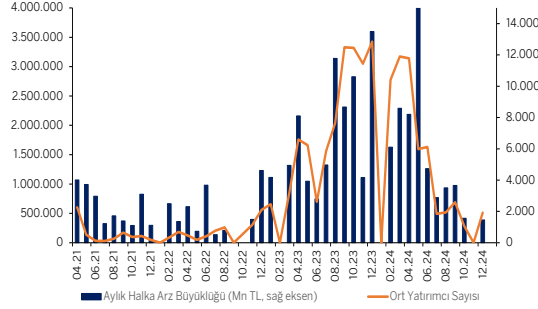
Ortalama Mevduat Faizi & BİST-100 (ABD\$)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

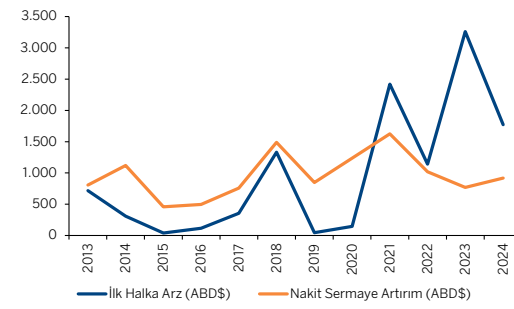
Borsa İstanbul'a yönelimde halka arz etkisi azalırken, bedelli sermaye artırımları sınırlı artış kaydetti. 2024 yılında dünyada gerçekleşen halka arz sayısı 1,215 ile bir önceki yıla göre %10, halka arz büyüklüğü ise 121,2 milyar ABD\$ ile %4 geriledi. Global tarafta gerçekleşen halka arzların bir önceki yıla göre ivme kaybettiği 2024 yılında Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayısı 573'e yükselse de, gerçekleşen toplam halka arz sayısı 34 ile önceki yıla göre %39 azalmış, toplam halka arz büyüklüğü %46 düşüşle 1,7 milyar ABD\$ olarak gerçekleşmiştir. Halka arzlara katılımında ortalama yatırımcı sayısı 2023 yılında 2,2 milyon seviyesinden, 2024 yılında 1,48 milyon seviyesine gerilemiştir. **Yüksek seyreden faizler halka arz süreçlerini etkilerken, son üç yılda gerileyen bedelli sermaye artırımlarında ise %19'luk artışa neden olmuştur. 2024 yılı ikinci yarısında halka arzlara talep düşerken, halka arz sayısında da buna paralel gerileme yaşanmıştır. 2025 yılında faizlerde beklenen düşüşün, halka arzlarda yeniden hareketlilik sağlamasını bekleriz. BİST'e etkisi açısından görece büyük ölçekli halka arzlar, faizlerdeki seviye ile ilişkili olarak 2025 yılı son çeyreği ya da 2026 yılında gündeme gelebilir.**

Halka Arz Büyüklüğü & Halka Arza Katılan Ortalama Yatırımcı Sayısı



Kaynak: BİST, Garanti BBVA Yatırım

Halka Arzlar & Nakit Sermaye Artırımları



Kaynak: SPK, Garanti BBVA Yatırım

BİST fiyatlamalarında "Enflasyon Muhasebesi" etkisi; 2025 yılında BİST gündemine "Sürdürülebilirlik" konusu giriyor. 2024 yılında yükselen faizler ve yatırımcı tercihlerine etkisi yanı sıra BİST'te etkili olan bir diğer faktör şirket karlılıkları ve hisse performanslarına etkisi açısından "Enflasyon Muhasebesi" oldu. 2024 yılında BİST-100 endeksi ~2600 puan yükselirken, en fazla yükselen ilk 10 hissenin endekse katkısı ~1800 puan oldu. Bu 10 hissenin 6'sı enflasyon muhasebesi uygulamayan şirketlerdi. Değer kaybında ilk 10 sırada yer alan şirketlerin tamamı enflasyon muhasebesi ile bilanço açıklayanlar oldu. Uygulamada 2025 yılında değişiklik bulunmuyor, **bankacılık, sigorta, leasing, varlık yönetim sektörü şirketleri ile döviz bazında bilanço açıklayan şirketler enflasyon muhasebesi uygulamasından 2025 yılında da muaf olacaklar.**

2025 yılında BİST gündemine Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları (TSRS) giriyor. Dünyada doğal kaynaklarda yaşanan düşüş, karbon salınımı, iklim değişikliği ve bu gibi faktörlerin sosyal ve ekonomik alanlarda neden olduğu riskler; sürdürülebilir kalkınma, iklim değişikliği etkilerinin azaltma, çevresel sürdürülebilirliğin sağlanmasına yönelik talebi artırdı. **Sürdürülebilirlik konusunda artan bilinç, sermaye piyasalarında "finansal olmayan bilginin" önemini artırıyor.** Bu bilgilerle oluşturulan, BİST tarafından hesaplanan Sürdürülebilirlik ve İklim Endeksleri'nin 2024 yılında BİST-100 üzerinde performans sergilediğini görmekteyiz. **Kısa vadede güçlü bir etkileşim beklemesek de, sürdürülebilirlik ilkelerinin orta ve uzun vadeli değer yaratma potansiyeli öngörmemize paralelinde bu raporlamanın şirketler ve yatırımcılar ilgisi**

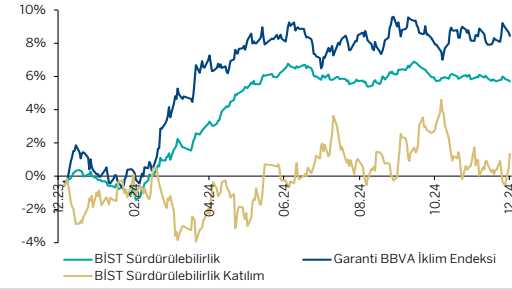
bazında öneminin artacağını düşünüyoruz. Borsada işlem gören şirketlerden; aktif toplamı 500 milyon TL'yi aşan, yıllık net satış hasılatı 1 Milyar TL'yi aşan ve 250 üzeri çalışan sayısı kriterlerinden iki tanesini art arda 2 raporlama döneminde aşan işletmeler TSRS raporlama kapsamına girecek (TSRS1-Sürdürülebilirlikle İlgili Finansal Bilgilerin Açıklanmasına İlişkin Genel Hükümler, TSRS2-İklimle İlgili Açıklamalar). Geçiş hükümleri uyarınca ilgili raporlar ikinci çeyrek veya altı aylık ara dönem finansal raporla aynı tarihte yayınlanacak. Herhangi bir ara dönem finansal rapor sunulmaması durumunda, TSRS'lerin ilk kez uygulandığı yıllık raporlama döneminin sonundan itibaren dokuz ay içerisinde, yatırımcılarla paylaşılacak.

Enflasyon Muhasebesi Etkisi

	2024 (%)	Endeks Etkisi	Enflasyon Muhasebesi		2024 (%)	Endeks Etkisi	Enflasyon Muhasebesi
AKBNK	89.30 %	315.0	-	HEKTS	-44.4	-34.55	+
BIMAS	76.98 %	309.6	+	REEDR	-70.9	-29.39	+
TCELL	72.89 %	178.7	+	AGROT	-69.9	-26.92	+
SAHOL	71.22 %	163.8	+	KONTR	-40.4	-26.15	+
GARAN	132.96 %	161.0	-	SASA	-8.2	-21.18	+
THYAO	27.19 %	160.2	-	EUPWR	-39.4	-13.73	+
YKBNK	66.18 %	155.3	-	BRSAN	-25.8	-13.35	+
ISCTR	50.00 %	132.4	-	KLSEK	-45.0	-11.39	+
ASELS	64.68 %	125.6	+	CWENE	-36.7	-10.83	+
TAVHL	164.42 %	113.2	-	SOKM	-19.4	-10.53	+

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

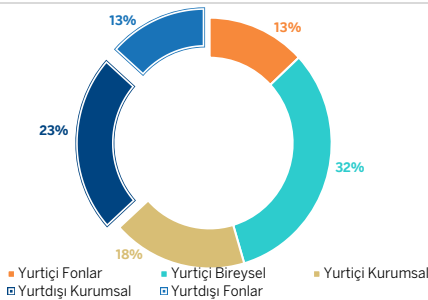
Sürdürülebilirlik Endeksleri Performansları (BİST100 Rölatif)



Kaynak: Matriks, Garanti BBVA Yatırım

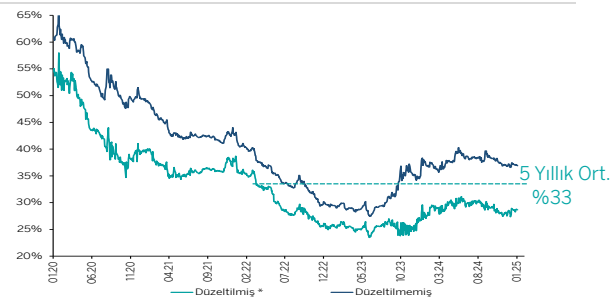
BİST'te yabancı yatırımcı oranı¹ tarihi düşük seviyeden (%23,49) toparlansa da, uzun vadeli ortalamaların altında. 2023 yılında uygulanan para politikaları ile öngörülebilirliğin artması yabancı yatırımcı ilgisini artırırken, 2024 yılı ilk yarısında yabancı yatırımcılar 905 milyon ABD\$'lık alım yaptı. Yılın ikinci yarısında yükselen faizler karşısında BİST'te yabancı yatırımcılar net 3,3 milyar ABD\$'lık satış, 2024 yılı tamamında net 2,7 milyar ABD\$'lık satış gerçekleştirdiler. Benzer şekilde BİST'te yabancı yatırımcı oranı¹ 2024 yılı ilk yarısında ~%31,1 ile yılın en yüksek seviyesine ulaşırken, yılın ikinci yarısında artan satış baskısı ile %27,3'e gerilemiştir. Yılın son işlem ayında gerçekleşen kurumsal hisse işlemleri, fiili dolaşım paylarını baz alarak oluşturduğumuz yabancı yatırımcı oranını 30 Aralık itibarıyla %28,7'ye taşımıştır. **Düzeltilmiş olarak izlediğimiz yabancı yatırımcı oranının¹ son 5 yıllık ortalamasının %33 seviyesinde bulunduğunu belirtelim. Yurt dışında küresel risk iştahı eğilimleri, yurt içinde ise sıkı para politikasının sonuçlarının alınmasını beklediğimiz 2025 yılında yabancı ilgisinde kademeli artış yeniden sağlanabilir.**

BİST Hisse Senedi Piyasası Yatırımcı Dağılımı



Kaynak: TSBP, Garanti BBVA Yatırım

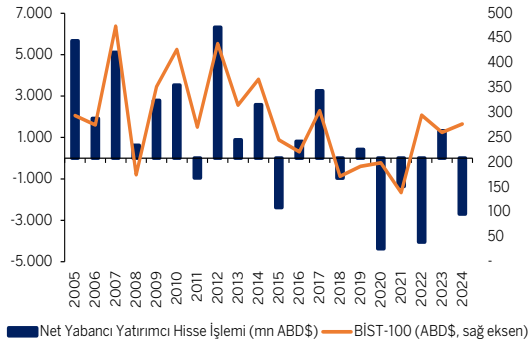
BİST'te Yabancı Yatırımcı Oranı¹



Kaynak: MKK, Matriks, Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım
¹ Yabancı yatırımcı oranı QNBTR, GARAN, QNBK, TBORG, BANVT hisselerindeki fiili dolaşım payları bazında düzeltilmiştir.

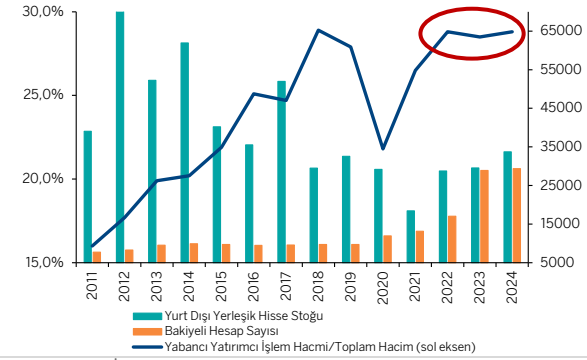
Faizlerde düşüş beklentisi ve açığa satış düzenlemeleri yabancı ilgisini artırabilir. Yurt dışı yerleşiklerin 2013 yılında hisse senedi stoku en yüksek seviye olan 82 milyar ABD\$ seviyesine ulaşsa da, son 5 yılda nette satış tarafında yer almaları nedeniyle 33,8 milyar ABD\$'a gerilemiştir. Özellikle 2024 yılının ikinci yarısında BİST'e yönelik azalan risk iştahı, bakiyeli yabancı yatırımcı sayısını etkilemiştir. 2024 yılında bakiyeli yabancı yatırımcı sayısı %1,6 ile son 5 yıldaki en düşük yükselişi kaydetmiştir. **Para politikalarında öngörülebilirliğin devamı ve düşen risk primi yanı sıra faizlerde düşüş eğiliminin katkısıyla yabancı yatırımcıların Türk hisse piyasasına yönelik ilgisi yeniden artabilir. Bununla birlikte açığa satıştaki kısıtlamanın BİST-50 hisseleri için kalkması, son üç yılda toplam işlem hacmi içinde ortalama %28,7'lik paya sahip yabancı yatırımcıların bu paylarında artışa katkı sağlayabilir.**

BİST-100 (ABD\$) & Yabancı Yatırımcı İşlemleri (Yıllık)



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Yabancı Yatırımcı Hisse Stoku & Yabancı Yatırımcı Sayısı
Yabancı Yatırımcı İşlem Hacmi/Toplam Hacim (Yıllık)



Kaynak: BİST, MKK, Garanti BBVA Yatırım

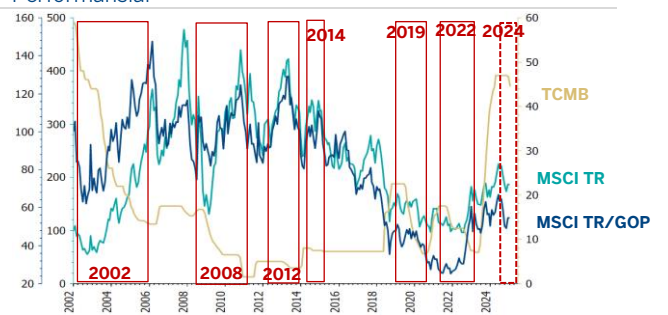
TCMB politika faizi indirimi BİST üzerinde öncelikli etkiye sahip. 2002 yılından bu yana 3 kez TCMB ve Fed'in faiz indirim dönemlerinde kesiştiğini görüyoruz. Eylül 2024 itibariyle faiz indirimlerine başlayan Fed ve Aralık 2024 itibariyle faiz indiren TCMB dördüncü kez gevşeme sürecinde kesişti. Altta yer alan grafiklerde de görüldüğü üzere TCMB faiz indirim süreçleri açısından önemli bir etkiye sahip. 2001-2022 yılları arasında gerçekleşen faiz indirimleri 2019 yılı hariç (faiz indirimi sonrası ilk ay olumlu etki) olmak üzere gerek MSCI Türkiye endeksi, gerekse de MSCI Türkiye endeksinin MSCI GOP endeksine görece performansını olumlu etkilemiştir. **Faiz artırım döneminde olduğu gibi 2025 yılında sıkı duruşunu ortodoks çerçevede kademeli faiz indirimi öngördüğümüz TCMB politikalarının, Türk hisse piyasasına benzer şekilde pozitif yansımaları bekliyoruz.**

TCMB ve Fed Politika Faizleri, MSCI Türkiye



Kaynak: LSEG Datastream, Garanti BBVA Yatırım

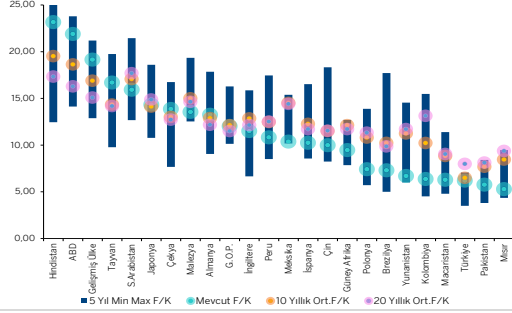
TCMB Faiz İndirimleri, MSCI Türkiye Nominal ve Rölatif Performanslar



Kaynak: LSEG Datastream, Garanti BBVA Yatırım

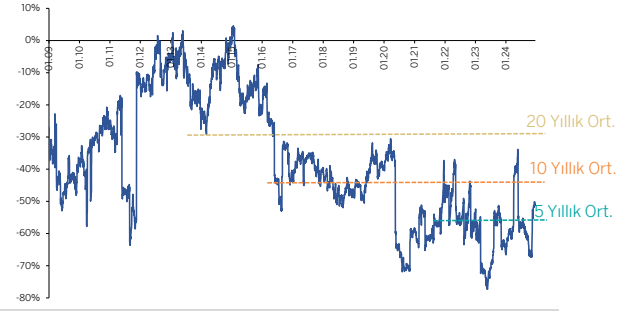
Doğru rotada kalmak, değerlemeler bazında iskontoyu uzun vadeli ortalamalara yaklaştırmaya yardımcı olabilir. Türk hisse piyasası 6,4x F/K çarpanı ile MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksinde görece %52 iskonto ile işlem görmektedir. Gelişmekte olan piyasalar içerisinde cazip değerlendirme faktörü ön planda kalmaya devam etse de, faizlerdeki yüksek seyir söz konusu potansiyelin fiyatlanmasını geciktiren önemli faktörlerden biridir. Diğer yandan enflasyonun düşürülmesine yönelik politikalarındaki kararlılığın, değerlemeler bazındaki iskontoda uzun vadeli ortalamalara yaklaştırdığını belirtelim. Son 5 yılda MSCI Türkiye endeksi, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksinde %57 iskontoyla, son 10 yılda %46 iskontoyla ve son 20 yılda %29 iskontoyla işlem görmüştür. **Küresel risk iştahında kayda değer değişim olmadığı, lokal tarafta enflasyonun düşmesine yönelik kararlılığın korunduğu ve bu sürecin kredi notu açısından destekleyici olmayı sürdürdüğü ortamda, gelişen ülkelere görece devam eden iskonto bazında uzun vadeli ortalamalara yönelik yakınsama sürecinin devamını bekleriz.**

Seçilmiş Ülke F/K Çarpanları



Kaynak: LSEG, Garanti BBVA Yatırım

MSCI Türkiye/MSCI GOP F/K



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Kredi notu kararları 2025 yılında da potansiyel fiyatlamalar arasında yer alabilir. 2023 yılında sıkı para politikalarıyla daha rasyonel bir makro zemine geçiş, Türkiye'nin ekonomik dinamiklerinde dengelenme sürecini başlatmıştı. Söz konusu politikaların ülke kredi notuna 2024 yılında olumlu yansımalarını görürken, yıl içerisinde beş kez kredi not artırımı gerçekleşti. **2025 yılında dengeli büyüme ve kalıcı dezenflasyon sürecini hedef alan politikalarda kararlılık, bir yandan daha düşük ülke risk primine, diğer yandan kredi notu görünümüne ve kredi not artışına katkı sağlayabilir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının aksiyonlarına yönelik olarak özellikle kredi not artışlarına ilişkin beklentilerin, BİST açısından fiyatlama noktasında önem taşıdığını hatırlatalım.**

Kredi Not Görünümü Revizyonlar & BİST-100 Etkisi

Kredi Not Görünümü Revizyonu	Kurum	Değişim	T+1 Gün	T+5 Gün
31.07.2008	S&P	Negatif -> Duragan	1,8%	-1,4%
17.09.2009	S&P	Negatif -> Duragan	0,4%	1,8%
18.09.2009	Moody's	Duragan -> Pozitif	0,8%	2,5%
27.10.2009	Fitch	Duragan -> Pozitif	-3,0%	-8,1%
05.10.2010	Moody's	Duragan -> Pozitif	0,8%	4,0%
24.11.2010	Fitch	Duragan -> Pozitif	-0,1%	-1,6%
06.05.2016	S&P	Negatif -> Duragan	0,8%	-0,7%
01.11.2019	Fitch	Negatif -> Duragan	1,6%	4,7%
19.02.2021	Fitch	Negatif -> Duragan	-0,6%	-5,7%
30.09.2022	S&P	Negatif -> Duragan	6,7%	12,2%
29.09.2023	S&P	Negatif -> Duragan	1,8%	1,6%
30.11.2023	S&P	Duragan -> Pozitif	0,9%	0,3%
12.01.2024	Moody's	Duragan -> Pozitif	0,7%	0,1%
	Ortalama		1,0%	0,7%

Kaynak: S&P, Fitch, Moody's, LSEG, Garanti BBVA Yatırım

Kredi Not Artırımları & BİST-100 Etkisi

Kredi Not Artırımı	Kurum	Değişim	T-1 Ay	T+1 Gün	T+1 Hafta	T+1 Ay
09.02.2004	Fitch	B -> B+	-11,5%	7,1%	9,5%	12,2%
13.01.2005	Fitch	B+ -> BB-	12,1%	-0,5%	1,6%	4,7%
03.12.2009	Fitch	BB -> BB+	7,2%	0,9%	-0,2%	7,4%
14.12.2005	Moody's	B1 -> Ba3	10,8%	-0,6%	0,9%	15,2%
17.08.2004	S&P	B+ -> BB-	1,6%	-0,9%	1,0%	11,5%
08.01.2010	Moody's	Ba3 -> Ba2	10,5%	-1,6%	-0,5%	-8,9%
19.02.2010	S&P	BB -> BB	-3,4%	-1,4%	-4,0%	1,1%
20.06.2012	Moody's	Ba2 -> Ba1	4,3%	1,7%	2,3%	4,0%
05.11.2012	Fitch	BB+ -> BBB-	4,5%	-0,6%	1,2%	4,5%
27.03.2013	S&P	BB -> BB+	7,7%	1,3%	-2,6%	1,1%
16.05.2013	Moody's	Ba1 -> Baa3	8,5%	0,0%	-1,6%	-13,0%
08.03.2024	Fitch	B -> B+	2,3%	-0,3%	-3,5%	6,6%
03.05.2024	S&P	B -> B+	14,8%	-0,1%	-0,5%	2,7%
19.07.2024	Moody's	B3 -> B1	6,5%	0,1%	-2,4%	-9,9%
06.09.2024	Fitch	B+ -> BB-	-0,7%	-0,1%	-0,8%	-7,5%
01.11.2024	S&P	B+ -> BB-	-5,0%	-2,5%	-8,1%	8,9%
	Ortalama		4,4%	0,2%	-0,5%	2,5%

Kaynak: S&P, Fitch, Moody's, LSEG, Garanti BBVA Yatırım

Öngördüğümüz risk ve getiri potansiyeline sahip faktörler çerçevesinde dengeli tercihlerin önemini koruduğu bir yıla başlarken BİST fiyatlamaları açısından öne çıkardığımız senaryolar:

- 2025 yılında

i)Global tarafta ABD’de değişen politik iklimin jeopolitik risklerde ve dünya ticaretinde neden olacağı değişiklikler,

ii)2024 yılının pozitif ayrılan hisse piyasası ABD’de yüksek değerlendirme seviyeleri,

iii)Dünyada ve Türkiye’de enflasyon ve büyümedeki trendin şirket karlılıklarına etkisi,

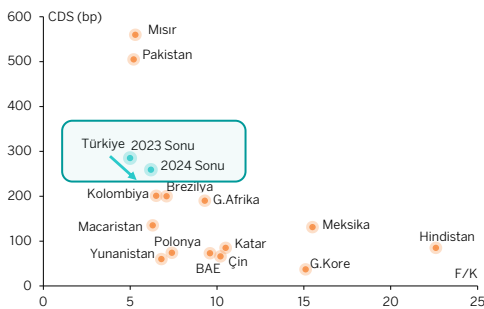
iv)Türkiye’de politika faizinin gevşeme hızı ve zamanlaması,

v)Faizde öngördüğümüz kademeli düşüşün yatırım adreslerini etkileme şekli,

vi)Ortak satışları ve halka arzların büyüklükleri, zamanlamaları” yerli ve yabancı yatırımcı davranışları ile BİST fiyatlamalarını etkilemesini beklediğimiz faktörlerdir.

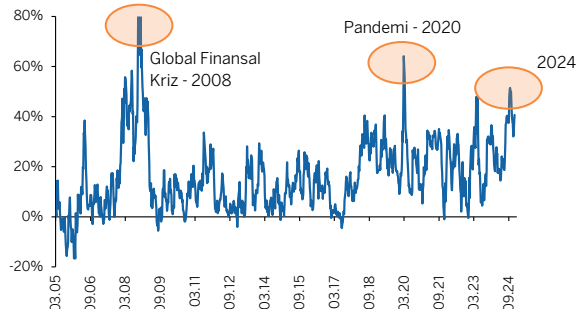
- Enflasyon, büyüme, faiz seviyesi gibi faktörlerin yıl boyunca yerli ve yabancı yatırımcılar açısından yatırım davranışlarında belirleyici olacağını öngörüyoruz. Son üç ayda olduğu gibi orta ve uzun vadede kademeli düşüşünü beklediğimiz politika faizinin aynı oranda BİST’te fırsat yaratacağını düşünüyoruz. **Bununla birlikte ülke risk primini düşürecek gelişmelerin yabancı yatırımcı ilgisini artırması ve daha yüksek seviyede değerlendirme çarpanı ile işlem gören ülkelere yaklaştırması beklenebilir.**
- Araştırma departmanımızın 11.500 endeks çalışması perspektifinde ve %50-%55 mevduat faizi bazında, 2024 yılında BİST100 endeksinde 7.500-6.600 ve 10.500-11.500 aralığında dalgalanma öngörmüştük. Yatırımcı davranışlarını yıl boyunca etkileyen “Potansiyel BİST getirisi/Mevduat faizi” farkı yıl kapanırken 16 puan mevduat faizi lehindedir. 2025 yılında mevduat faizlerinde düşüş beklentisi mevcut fiyatlamayı açıklamaktadır.
- 2025 yılına yönelik olarak Araştırma bölümümüzün şirket değerlemelerinden elde ettiği BİST100 öngörüsü “14.200” seviyesidir. Mevduat faizinin ise 2025 yılının son çeyreğinde %33-%37 aralığına gerileyebileceğini düşünüyoruz. Öngördüğümüz faiz seviyesi ve konsensüs endeks hedefi bazında ~10.300-10.500 bölgesi başa baş noktaya işaret etmektedir. **BİST100 endeks çalışmamız ve mevduat faizi öngörümüz perspektifinde 2025 yılında 8.900-8.300 (~250-220\$) ve 13.500-14.500 (~340-350\$) aralığında hareketlilik öngörmekteyiz.**

Gelişmekte Olan Ülkeler F/K ve CDS Seviyesi



Kaynak: LSEG Datastream, Garanti BBVA Yatırım

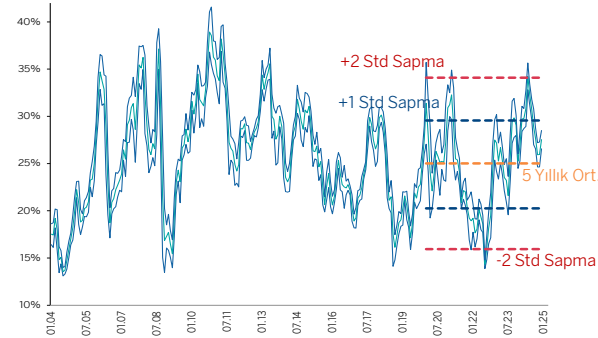
Konsensüs BİST Getirisi – BİST100(TL) Farkı



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

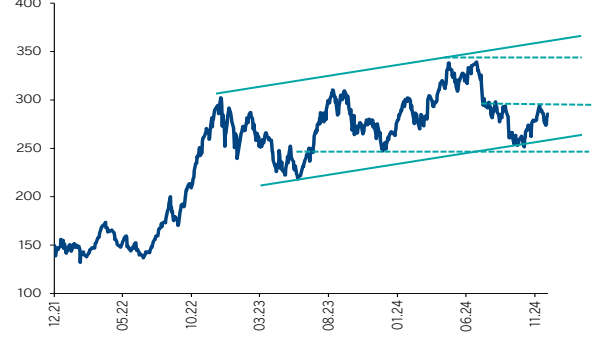
- 2025 yılı GSYH beklentimiz bazında BİST 5 yıllık ortalamasına yakın işlem görmektedir. Yılın ilk yarısı adına global tarafta ABD’de yüksek seyreden tahvil faizleri ve güçlü ABD Doları, yurt içinde yüksek reel faiz düzeyi, faiz indirimlerine rağmen sıkı kalmaya devam edecek para politikası ve kredilerdeki artışı sınırlayan makro ihtiyati kural seti BİST’te öngördüğümüz alt banda yaklaşılabilecek faktörlerdir. Enflasyonda beklenenden hızlı bir düşüş ve bu paralelde daha yüksek faiz indirimlerinin gündeme gelmesi, ülke risk priminin öngördüğümüzden güçlü şekilde düşürecek gelişmeler ise hisse piyasasında öngördüğümüz yukarı marjı artıracaktır.
- **2024 yılı Ekim-Kasım dönemindeki düşüşü (260-250 ABD\$) fırsat olarak değerlendirdiğimiz BİST adına mevcut seviyeleri, yılın ilk yarısı adına belirttiğimiz risk faktörleri ile birlikte 300-310 ABD\$’ına yönelik olarak takip ediyoruz. Yılın ilk yarısı için belirttiğimiz risk faktörlerinin etkisiyle 250 ABD\$ seviyesine yaklaşılması ya da altındaki geri çekilmeleri, öngördüğümüz makroekonomik görünümde 300-310 ABD\$ ve 340-350 ABD\$ seviyelerine yönelik yeniden alım fırsatı olarak değerlendirilebileceğini düşünüyoruz.**
- Önceki sayfalarda belirttiğimiz temel faktörlerin yanı sıra yatırımcı ajandasında izlediğimiz başlıklar, gerek kısa gerekse de orta vadeli etkileri açısından yıl içerisinde BİST fiyatlamalarında takip ettiğimiz bir diğer başlıktır.

BİST Toplam Piyasa Değeri/GSYH



Kaynak: TCMB, Matriks, Garanti BBVA Yatırım

BİST100 (ABD\$, Günlük)



Kaynak: Matriks, Garanti BBVA Yatırım

Yatırımcı Ajandası (2025)

	TCMB				Finansal İstikrar		Fitch	S&P	Moody's	BİST		MSCI
	FED	ECB	BOJ	TCMB	Enflasyon Raporu	Raporu				Endeks Değişikliği	Endeks Açıklaması	
Ocak	29	30	24	23			31		24	2		
Şubat					7						11	
Mart	19	6	19	6								
Nisan		17		17			25			1		
Mayıs	7		1		22	30					13	
Haziran	18	5	17	19								
Temmuz	30	24	31	24			25		25	1		
Ağustos					14						12	
Eylül	17	11	19	11								
Ekim	29	30	30	23				17		1		
Kasım	-	-	-		7	28					5	
Aralık	10	18	19	11								

Kaynak: TCMB, BİST, Bloomberg, LSEG, MSCI, Garanti BBVA Yatırım

Sektör ve Hisse Seçimleri

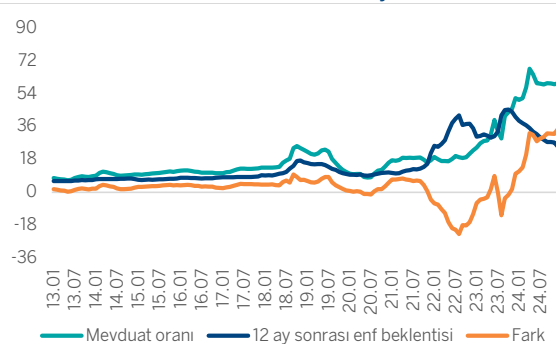
2025'te ana belirleyici unsur faiz indirim döngüsü ve dezenflasyon sürecinin başarısı olacaktır. 2024'ün piyasa için, ekonomi politikalarındaki normalleşme adımlarının etkilerinin sürdüğü bir geçiş yılı olduğunu ifade etmek gerekiyor. Finansal koşullardaki sıkışmanın etkilerinin yanı sıra piyasa mekanizmasının daha sağlıklı işlemeye başladığı, yasal düzenlemelerin bir miktar sadeleştiği 2024'te, iç talebin yavaşlamasının etkilerini şirket bilançolarında zayıflama olarak gördük. 2025'in ise, son dönemde izlenen ekonomi politikası sonuçlarının daha görünür hale geldiği bir yıl olacağı kanaatindeyiz. Dezenflasyon süreci ve buna paralel olarak faiz indirimlerinin seyri ve boyutunun bu anlamda belirleyici olacağını düşünüyoruz. Bu kapsamda, temel göstergeleri ve beklentileri kuvvetli, nispeten ucuz kalmış ve net borç seviyesi yönetilebilir durumda olan şirketlerin daha iyi performans sergileyeceği bir yıl öngörüyoruz. 2025'te %2,5 oranında daha ılımlı büyüme ve %26,5 yılsonu enflasyon tahminlerimiz ışığında beklentilerimizi revize ediyoruz. Daha öngörülebilir bir döneme başlarken, azalan yurt içi talep koşullarını görece iyi yöneten ve pazar çeşitliliğini sağlamış sektörlerin olumlu ayrışacağı bir dönem bekliyoruz. Düşen faize rağmen en büyük ihracat pazarımız olan Avrupa'da büyüme görünümü oldukça belirsiz. Güç kazanan resesyon beklentileri ihracatçı şirketler için zorlu bir dönemi işaret etse de, BIST'de işlem gören şirketlerin son yıllarda bu durumu gayet iyi yönettiğine çok defa şahit olduk. Bu görünüm ışığında, bankacılık, havacılık, perakende, savunma ve telekom beğendiğimiz sektörler arasında yer alıyor.

Piyasa için en belirleyici unsur reel faiz politikası ve alternatif yatırımların bu kapsamda artıyor olması. Enflasyonist dönemde yatırımcının kendisini en korunaklı hissettiği yatırım aracı hisse piyasaları olmuştur. Ancak, rasyonel politikalara dönüş ile artık reel faiz kazanmaya başlayan yerli yatırımcı için mevduat ve para piyasası fonları cazip enstrümanlar haline geldi. Güncel koşullarda %45-50 bandında mevduat faizleri hisse piyasası için en önemli risk unsuru görünümünde. Aynı şekilde aylık getirisi ortalama %4'lerde olan para piyasası fonları hisse piyasasını baskılıyor. Para piyasası fonları güncel olarak 1,3trl TL seviyesini yakaladı ve yıl içerisinde faiz hariç net girişler 23 milyar ABD\$ seviyesini buldu. Yabancı yatırımcı ise hisse tarafında henüz alıcı pozisyona geçmedi. 2024 yılında yabancılar 2,7 milyar ABD\$ büyüklüğünde hisse satarken, tahvilde ise 16,1 milyar ABD\$ alım yaptılar. Bu noktada yurt dışı swap piyasasının canlanması ve açığa satışın tekrardan gelecek olması destekleyici olmakla birlikte, asıl beklentinin rasyonel politikaların kararlılıkla sürdürülmesi gereği olduğunu belirtmekte fayda var. Beraberinde yaşanacak risk primi düşüşü bizi daha iyi çarpan seviyelerine taşıyacaktır. Güncel seviyelerde 250 baz puana kadar düşen risk priminin, 200baz puan seviyelerine yaklaşması dış fonlama kanalı ile şirketleri destekleyecek ve iskonto faizini aşağı çekerek değerlendirme çarpanlarını yukarı taşıyacaktır.

Yurt dışı yerleşiklerin hisse ve tahvil yatırımları
(13 haftalık toplam) (milyon ABD\$)



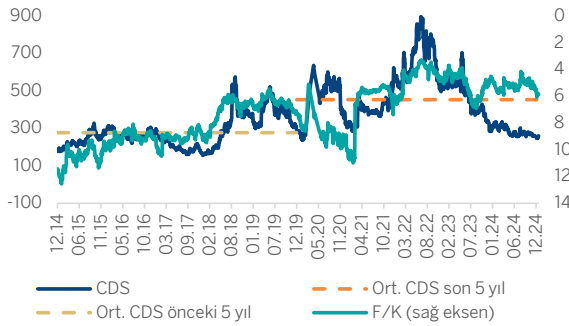
Ortalama mevduat faizi ve enflasyon beklentileri



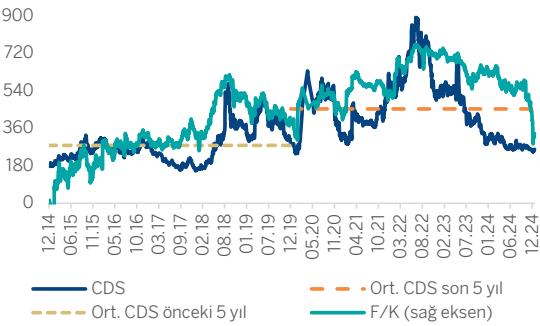
Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

BIST100 bir yıl ileriye dönük beklentilerle, 6,4x F/K ve 3,7x FD/FVAÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu oranlar sırasıyla gelişmekte olan ülke (GOP) benzerlerine göre %52 ve %61 iskontoya işaret ediyor. Son dönemde yaşanan normalleşme neticesinde risk priminde yaşanan düşüş, faiz koşulları ve kar büyüme beklentileri ışığında 7,4x seviyesinde bir F/K çarpanının BIST100 için adil düzey olduğunu hesaplıyoruz. Bu F/K çarpanının ve kar büyümesinin ima ettiği endeks seviyesi 14.200 olmakla birlikte, bu hedef tarihsel çarpan ortalamaları ve hisse bazlı endeks tahmin çalışmalarımızla uyumlu görünmektedir. BIST100 beklentimiz, %41 potansiyele işaret etmekte ve bunun %17'si çarpan büyümesi, %24'ü ise kar artışından gelmektedir. Ayrıca, ülke risk priminin yakın orta vade ortalamasının ima ettiği çarpan seviyesi de bizim şu anki faiz koşulları ile bulduğumuz adil F/K çarpanı ile uyumludur. Bankacılık endeksi ise ülke risk priminde son dönemde yaşanan iyileşmeye paralel hareket etmiştir. Ancak bankalarda 2025 yılında beklediğimiz yüksek kar büyümesini henüz bu değerlemelerin yansıtmadığını görüyoruz. Daha önceki 5 yıl ortalama risk primi 240 baz puan seviyesinde olmakla birlikte, bu seviyenin ima ettiği değerlendirme seviyelerine ulaşabilmek için enflasyonda kalıcı tek haneli seviyelerin sağlanması, TL'nin istikrarlı bir para birimi haline gelmesi ve yabancıların hisse piyasasındaki payının %40 seviyelerine yaklaşması gerekiyor (güncel hesaplanmış değer: %28,7).

BIST100 F/K ve Türkiye CDS



XBANK F/K ve Türkiye CDS



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Bankacılık, telekom, havacılık ve gıda perakendesi en beğendiğimiz sektörler. 2025'te düşen faizlerin en olumlu etkileyeceği sektör **bankacılık** olacak. Enflasyonda beklenen düşüşün 2024 ikinci yarısında sürekli ötelenmiş olması, bu dönemde beklenen marj iyileşmesinin 2025 yılına sarkmasına neden oldu. Önümüzdeki dönemde karlılığın en önemli bileşeninin operasyonel gelirlerde yaşanan artış olacağını düşünüyoruz. 2024 yılının %13 kar daralması ile kapatmasını beklediğimiz sektör için, 2025 kar büyümesi tahminimiz %81. Enflasyon patikasında yaşanacak iyileşmenin fonlama maliyetini azaltıcı etki yaratması ile sektörde orta vadede %32 seviyesinde bir özkaynak karlılığının makul olduğunu düşünüyoruz. **Havacılık** için Türkiye'nin, jeopolitik risklere karşın, turizmde yakaladığı olumlu ivmenin 2025 yılında da devam edeceği beklentimiz dahilinde sektör için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz. 2025 yılının genel olarak kapasite artışlarının daha sınırlı kalacağı, yolcu sayısının artmaya devam edeceği ve yolcu başına gelirlerin düşmediği bir yıl olacağını düşünüyoruz. Türk **Savunma** sanayinde son yıllarda devam eden dönüşüm, yüksek rekabetin yaşandığı uluslararası savunma pazarında Türkiye'nin artan ihracatı, yerlilik oranının artırılması, yurt dışı bağımlılığının azaltılması için yapılan çalışmalar ve yatırımlardan dolayı savunma sanayii sektörünü beğeniyoruz. 2025 yılında enflasyonist fiyatlama politikasının ve ARPU büyümesinin devamını beklediğimiz **Telekom** sektörü için olumlu görüşümüz devam etmektedir. 5G süreci ve Türk Telekom

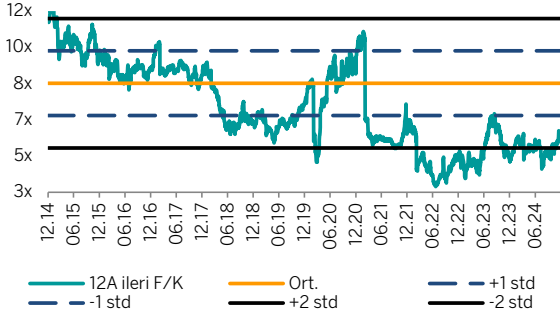
için İmtiyaz Sözleşmesi'nin yenilenmesi ile ilgili gelişmeler telekom sektörünün 2025 yılında ön planda olmasını sağlayabilir. Faizlerdeki düşüşe rağmen geçtiğimiz yıla benzer şekilde, hane halkı alım gücünde zayıflık tüm yıl etkisini hissettirebilir. Faizlerdeki düşüşe rağmen geçtiğimiz yıla benzer şekilde, hane halkı alım gücünde zayıflık tüm yıl etkisini hissettirebilir. Dolayısıyla, tüketicinin iskontoya daha duyarlı hale gelmesini ve ağırlıklı olarak temel gıda ürünlerine bütçe ayırabilecek duruma gelmesini bekleriz. Başta yüksek iskontolular olmak üzere **gıda perakendecilerinin** daha fazla müşteri trafiği yaratması, operasyonel gider yönetiminde son 2 yıla nazaran biraz daha kolaylık yaşanma potansiyeli sebebiyle gıda perakende sektörünü öne çıkarmaya devam ediyoruz.

Yurt içi talep koşullarının baskılamasını beklediğimiz iki sektör otomotiv ve beyaz eşya. Avrupa'da yaşanan durgunluk ve ekonomik aktivitenin hızlanmaya başlayacağı zamanın belirsiz olması bu iki sektörde nötr duruş sergilememizin diğer nedenleri. 2025'te **otomotiv** endüstrisinde iki farklı yarıyıl bekliyoruz. Yılın ilk yarısına nazaran, ikinci yarı yılda faiz indirimlerinin etkisini hissettirerek, finansmana erişimde kolaylık yaşanmasıyla daha hareketli bir piyasa oluşabilir. Yeni yılda yurtiçi hafif araç pazarına dair 1,2 milyon adet satış beklentimiz geçtiğimiz yıla paralel bir yılı işaret ediyor. Yeni normalimiz, Türkiye otomotiv endüstrisi için, 1 milyon adetini üzeri bir seviye olabilir. **Dayanıklı tüketim** için 2025 yılının ikinci yarısında hem Avrupa'da hem de yurtiçinde talep ve fiyatlamaların iyileşebileceğini öngörüyoruz. Özellikle Avrupa başta olmak üzere, Asya Pasifik ve diğer dış pazarlarda toparlanmanın sürebileceğini düşünüyoruz. Yurtiçinde ise faiz indirim döngüsüne geçilmesi ve kredi kartı kısıtlamalarının gevşetilmesi iç pazarda bir canlanma yaratabilir. Bu şaamada bu iki sektör için bekleme tarafındayız.

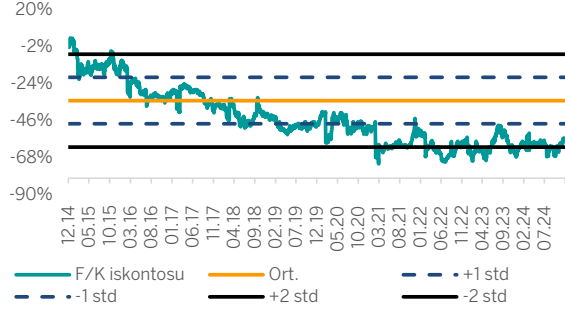
Talep koşulları kuvvetli, verimli maliyet yönetimine sahip ve değerlendirme anlamında cazip hisseleri ön plana çıkarıyoruz. Model portföyümüzde bankaların ağırlığı, BIST100 endeksindeki ağırlığının 6 puan üzerinde ve %24. Bankacılık endeksinde güçlü temel göstergelere sahip ve yüksek özkaynak karlılığı üretebilen bankalardan **Akbank** ve **Yapı Kredi**'yi beğeniyoruz. Ayrıca, dengeli portföy yapısı, güçlü büyüme vaat eden şirketleri ve yüksek iskontosu nedeniyle **Koç Holding**'i cazip buluyoruz. **Aselsan**'ın toplam iş yükü, yeni proje alımları sayesinde 3Ç24 sonunda 12,6 milyar ABD\$'lık büyüklüğe erişmiştir. Türkiye'nin yükselen savunma bütçesi ve ASELSAN'ın stratejik konumu düşünüldüğünde, önümüzdeki dönemde de ASELSAN'daki büyümenin süreceğine inanıyoruz. **Bim** File formatı oldukça gözde ve önemli bir potansiyel taşıyor. Fiziki büyümede ise Mısır ve Fas'tan destek alıyor. Özel markalı ürünlerinin raflardaki oranı %60'ı aşan BIMAS, müşterilerinin bu markalara olan bağlılığını da göz önüne aldığımızda rekabette bir adım önde görünüyor. 2Ç24'te 31\$ ton başına FVAÖK açıklayan **Kardemir**'in en kötüyü geride bıraktığını düşünüyoruz. Çin'de atılan teşvik adımlarının ve küresel faiz indirim döngüsünün etkisiyle 2025'te sektörün kademeli olarak toparlamaya başlamasını, Kardemir'in; artan ray siparişleri, genişleyen katma değerli ürün satışları ve olası Suriye hikayesi sayesinde bu ortamdan fayda sağlamasını bekliyoruz. **Tofaş** için yeni model KO'nun 2025 yılında üretimi planlanıyor. Öte yandan Fiat Egea/Typo kontratı bir yıl daha uzatılarak kontrat bitimi 2025 yıl sonu olarak belirlendi. Egea'nın yerine gelecek modelin lansmanı ve Stellantis Otomotiv ile ilgili RK onayının gelmesi katalizör olabilir. Kısa vadede birçok olumsuzluk fiyata yansırken, bazı haklı endişelere rağmen ileriye dönük beklentilerin fazlasıyla göz ardı edildiğine inanıyoruz. **Turkcell**'de faturalı abone sayısında ve data kullanımında artışın desteği ile ARPU büyümesinin devam etmesini ve dolayısıyla enflasyon üzerinde büyüme kaydetmesini bekliyoruz. **Türk Hava Yolları**'nda turizmde yakalanan olumlu ivmenin 2025'te devam edeceğini, yolcu sayısının yıllık olarak artacağını ve yolcu başına gelirlerin düşmeyeceğini öngörmekteyiz.

Değerleme Göstergeleri

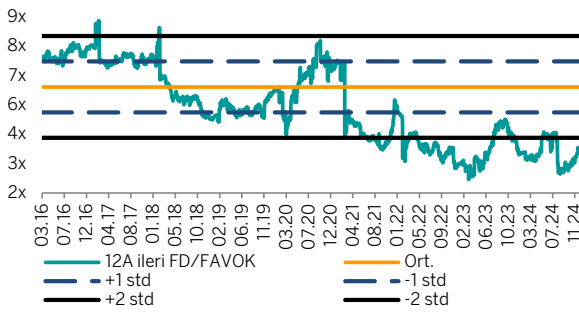
BIST100 12A ileri F/K



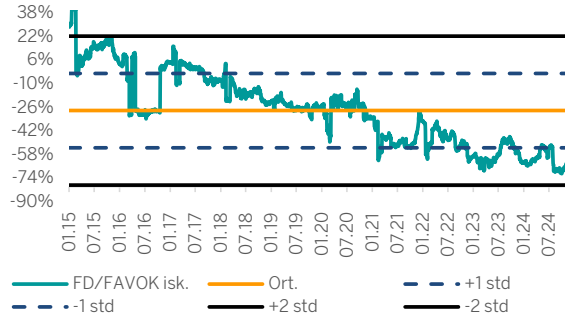
BIST100 vs. MSCI GOP F/K iskontosusu



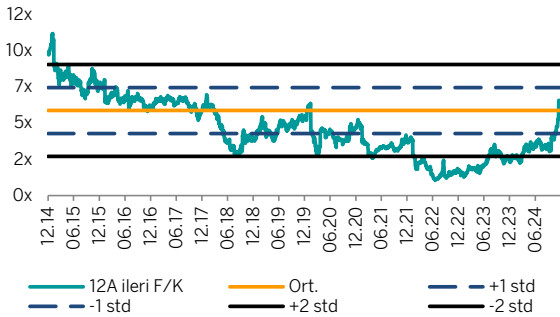
BIST 12A ileri FD/FAVOK



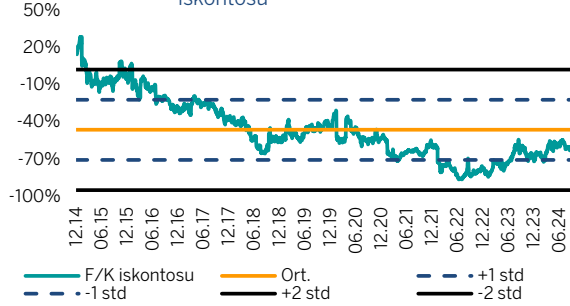
BIST100 vs. MSCI GOP FD/FAVOK iskontosusu



Banka Endeksi 12A ileri F/K



Banka Endeksi vs. GOP finansal endeksi F/K iskontosusu



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

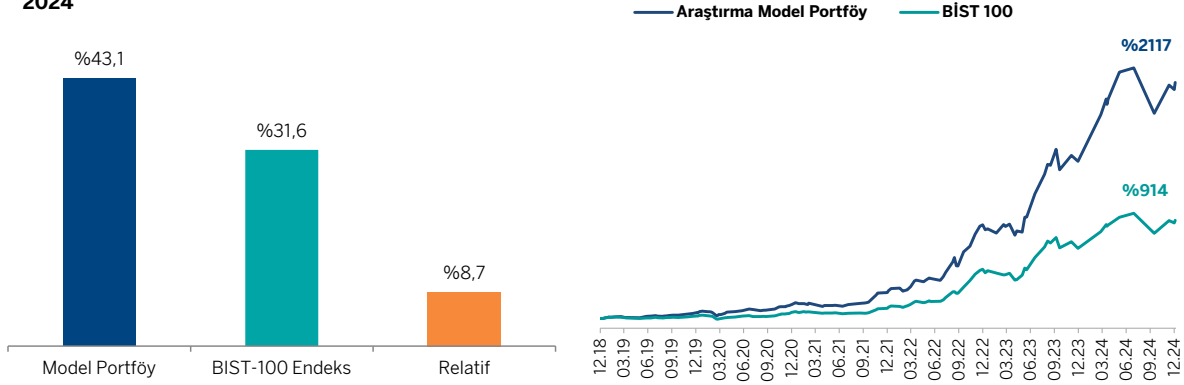
Model Portföy

Halihazırda 9 hisseden oluşan Model Portföyümüzde 2 banka ve 7 banka-dışı hisse bulunmaktadır. Model Portföyümüzdeki hisseler ve ağırlıkları:

AKBNK (%12), **ASELSAN** (%10), **BIMAS** (%11), **KCHOL** (%11), **KRDMD** (%11), **TCELL** (%11), **THYAO** (%11), **TOASO** (%11) ve **YKBNK** (%12).

- **AKBNK:** Sermaye yeterliliği ve likiditesi ile ön planda
- **ASELS:** Bakiye siparişleri ve ihracatta artış beklentisi
- **BIMAS:** Kar marjları ve pazar payında iyileşme
- **KCHOL:** NAD iskontosu ve dengeli portföy
- **KRDMD:** Ton başına FAVÖK'te iyileşme beklentisi ve artan ray siparişleri
- **TCELL:** ARPU artışı ve daha güçlü finansallar
- **THYAO:** Güçlü yolcu trafiğinin devamı beklentisi
- **TOASO:** Belirsizliklerin yeterince fiyatlanmış olması ve potansiyel yeni gelişmeler
- **YKBNK:** Güçlü karlılık görünümü

2024



Hisse	Temel Tavsiye	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Ağırlık	Tercih Nedeni
AKBNK	EÜ	88,0	%33	%12,0	Sermaye yeterliliği ve likiditesi ile ön planda
ASELS	EÜ	110,0	%47	%10,0	Bakiye siparişleri ve ihracatta artış beklentisi
BIMAS	EÜ	847,8	%60	%11,0	Kar marjları ve pazar payında iyileşme
KCHOL	EÜ	295,0	%58	%11,0	NAD iskontosu ve dengeli portföy
KRDMD	EÜ	40,9	%44	%11,0	Ton başına FAVÖK'te iyileşme beklentisi ve artan ray siparişleri
TCELL	EÜ	148,0	%50	%11,0	ARPU artışı ve daha güçlü finansallar
THYAO	EÜ	468,0	%57	%11,0	Güçlü yolcu trafiğinin devamı beklentisi
TOASO	EÜ	295,3	%41	%11,0	Belirsizliklerin yeterince fiyatlanmış olması ve potansiyel yeni gelişmeler
YKBNK	EÜ	44,0	%37	%12,0	Güçlü karlılık görünümü

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

AKBNK

Mevcut/Hedef Fiyat: TL66,20 / 88,0

Artış Potansiyeli:

33%
Özet Finansallar & Oranlar

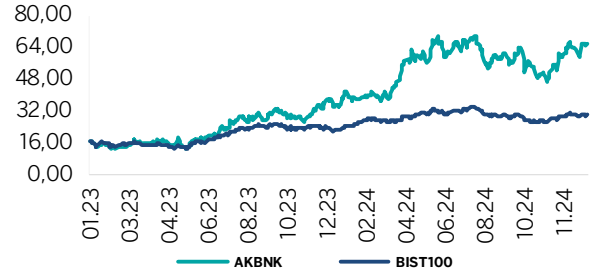
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Kar	60.024	66.479	47.615	92.849
Toplam Aktifler	1.075.176	1.789.174	2.079.125	2.805.207
Özsermaye	153.600	211.195	245.421	331.128
Kredi/Mevduat	82%	71%	80%	80%
NFM	8,3%	4,7%	2,9%	4,4%
Maliyet/Gelir	19%	33%	55%	40%

Değerleme Çarpanları

F/K	5,7	5,2	7,2	3,7
F/DD	2,2	1,6	1,4	1,0
Özsermaye Getirisi	55%	38%	21%	32%
Aktif Getirisi	7,9%	4,5%	2,5%	3,8%

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta	4%	10%	43%
BIST 100'deki Ağırlığı:			1,43
52 Hafta Aralığı (TL):			3,9%
P.Değeri (mnTL):			34,79 - 69,8
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			344,240
Yıllık TL Getiri (%):			4584,5
Halka Açıklık Oranı (%):			2
			42



Akbank, güçlü sermaye yeterliliği ve döviz likiditesi ile özel bankalar içerisinde ön plana çıkmaktadır. %13,4 seviyesinde çekirdek sermaye oranı ile Akbank'ın, kapsamımızdaki bankalar içerisinde marj tarafında en hızlı toparlanma yaşayacak banka olmasını bekliyoruz. Müşteri kazanımı noktasında rakiplerine göre daha iyi performansı gösteren banka, komisyon gelirleri tarafında benzerlerine göre daha hızlı büyüyor. Ayrıca, şirket %8,3 seviyesinde toplam Grup II ve Grup III kredileriyle, sağlam bir aktif kalitesi yapısına sahip. 2024'ü %21 özkaynak karlılığı ile kapatmasını beklediğimiz Akbank'ın, bu metrikte 2025'te %32 seviyelerine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Akbank 2025 tahminlerimize göre 1,0x F/DD ve 3,7x F/K ile, benzer ortalamasına göre sırasıyla %3 ve %6 iskontolu işlem görmektedir. Şirketin güçlü temel göstergelerinin daha iyi çarpan seviyelerini hak ettiğini düşünüyoruz.

ASELS

Mevcut/Hedef Fiyat: TL74,85 / 110,0

Artış Potansiyeli:

47%
Özet Finansallar & Oranlar

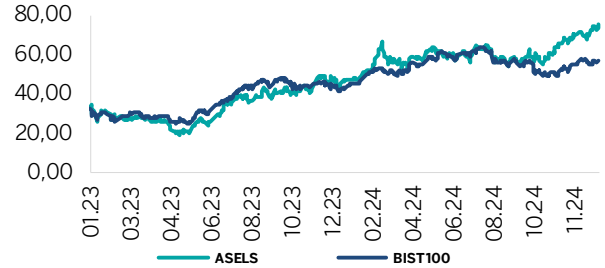
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	66.860	73.593	105.528	142.463
FVAÖK	14.040	16.027	25.200	36.288
Net Kar	1.282	7.290	12.684	18.391
FVAÖK Marjı	21,0%	21,8%	23,9%	25,5%
Net Kar Marjı	1,9%	9,9%	12,0%	12,9%

Değerleme Çarpanları

F/K	266,2	46,8	26,9	18,6
FD/Satışlar	5,6	5,0	3,5	2,6
FD/FVAÖK	26,4	23,2	14,7	10,2
Hisse Başı Kazanç (TL)	0,28	1,60	2,78	4,03
Hisse Başı Temettü (TL)	0,09	0,11	0,42	0,60

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta:	4%	11%	18%
BIST 100'deki Ağırlığı:			0,90
52 Hafta Aralığı (TL):			3,9%
P.Değeri (mnTL):			46,8 - 74,85
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			341,316
Yıllık TL Getiri (%):			2048,7
Halka Açıklık Oranı (%):			3
			15



ASELSAN, hava savunma sistemleri, radarlar, elektronik harp sistemleri, haberleşme sistemleri, komuta kontrol sistemleri gibi geniş bir ürün yelpazesine sahiptir. Şirket enerji, güvenlik gibi sivil sektörlerle yönelik çözümler de sunmaktadır. Savunma harcamalarındaki artış ve teknolojik gelişmeler, ASELSAN için yüksek büyüme potansiyeli sunmaktadır. ASELSAN ihracatını artırmaya odaklanmış olup yurtdışı ofisler, temsilcilikler açarak ihracat odaklı büyüme stratejisini sürdürmektedir. Dünyanın ilk 100 savunma sanayi şirketi listesinde 42'inci sırada yer alan ASELSAN, 2030 yılında en büyük 30 firma arasına girmeyi hedeflemektedir. ASELSAN'ın toplam iş yükü, sürekli devam eden yeni proje alımları sayesinde 3Ç24 sonunda 12,6 milyar ABD\$'lık büyüklüğe ulaşmıştır. Türkiye'nin artan savunma bütçesi ve ASELSAN'ın stratejik konumu düşünüldüğünde, önümüzdeki dönemde de ASELSAN'daki büyümenin süreceğine inanıyoruz.

BİMAS

Mevcut/Hedef Fiyat: TL531,0 / 847,76

Artış Potansiyeli:

60%
Özet Finansallar & Oranlar

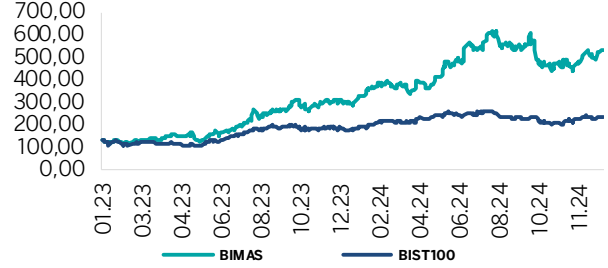
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	279.253	328.442	493.398	740.097
FVAÖK	13.632	13.751	19.699	29.549
Net Kar	16.596	15.441	18.603	27.904
FVAÖK Marjı	4,9%	4,2%	4,0%	4,0%
Net Kar Marjı	5,9%	4,7%	3,8%	3,8%

Değerleme Çarpanları

	2022	2023	2024T	2025T
F/K	19,4	20,9	17,3	11,6
FD/Satışlar	1,2	1,0	0,7	0,5
FD/FVAÖK	24,7	24,5	17,1	11,4
Hisse Başı Kazanç (TL)	27,33	25,43	30,64	45,96
Hisse Başı Temettü (TL)	5,00	10,00	18,38	27,57

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025
Relatif Performans

	1ay	3ay	12ay
Beta:			0,98
BIST 100'deki Ağırlığı:			3,6%
52 Hafta Aralığı (TL):		296,67 - 615,54	
P.Değeri (mnTL):			322.423
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3ay:			2266,6
Yıllık TL Getiri (%):			0
Halka Açıklık Oranı (%):			64



Operasyonel gider yönetiminde, azalan enflasyonla birlikte geçtiğimiz 2 yıla nazaran biraz daha kolaylık yaşanabilir. Özellikle gıda perakendecileri için operasyonel giderlerin yaklaşık %50'sini oluşturan personel giderleri daha büyük öneme sahip. Perakendecilerin tamamı için kontrol altına alınmış enflasyonu daha yönetilebilir giderler olarak yorumluyoruz.

Yeni yılda tüketicinin iskontoya daha duyarlı hale gelerek, ağırlıklı olarak temel gıda ürünlerine bütçe ayırabileceğini, dolayısıyla, yüksek iskontolu gıda perakendecilerinin daha fazla müşteri çekmesini bekliyoruz. Özel markalı ürünlerinin raflardaki oranı %60'ı aşan BİMAS, müşterilerinin bu markalara olan bağlılığını da göz önüne aldığımızda bir adım önde görünüyor. FİLE formatı da oldukça gözde ve önemli bir potansiyel taşıyor. Organik büyümede ise Mısır ve Fas'tan destek alıyor.

KCHOL

Mevcut/Hedef Fiyat: TL186,50 / 295,0

Artış Potansiyeli:

58%
Özet Finansallar & Oranlar

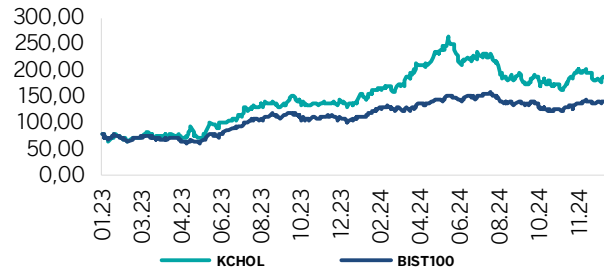
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	1.399.472	1.219.023	1.547.211	1.856.653
FVAÖK	293.111	249.217	135.408	162.490
Net Kar	72.662	72.230	-1.550	36.500
FVAÖK Marjı	20,9%	20,4%	8,8%	8,8%
Net Kar Marjı	5,2%	5,9%	a.d.	2,0%

Değerleme Çarpanları

	2022	2023	2024T	2025T
F/K	6,5	6,5	a.d.	13,0
FD/Satışlar	1,8	2,0	1,6	1,3
FD/FVAÖK	8,4	9,9	18,2	15,2
Hisse Başı Kazanç (TL)	28,65	28,48	-0,61	14,39
Hisse Başı Temettü (TL)	1,73	8,00	0,00	2,88

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025
Relatif Performans

	1ay	3ay	12ay
Beta:			1,26
BIST 100'deki Ağırlığı:			5,3%
52 Hafta Aralığı (TL):		136,64 - 263,75	
P.Değeri (mnTL):			472.945
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3ay:			3118,6
Yıllık TL Getiri (%):			4
Halka Açıklık Oranı (%):			22



Koç Holding'in dengeli portföy yapısı ve güçlü büyüme vaat eden şirketleri ile daha iyi değerlendirme seviyelerini hak ettiğini düşünüyoruz. Olumlu beklentilerimiz; i) NAD iskontosunun son dönemde %32 seviyelerine gerilemesine rağmen, hala orta vadeli ortalamaların oldukça üzerinde seyretmesi, ii) göstere niteliği taşımasından dolayı yabancıların hisse piyasasında aktif oldukları senaryoda ilk ön plana çıkacak şirketlerden olması, iii) çeşitlendirilmiş portföy yapısının enflasyon ve kur hareketlerine karşı doğal koruma sağlaması, iv) yeni teknoloji yatırımlarının portföy değerini yukarı taşıma potansiyeline dayanıyor. Koç Holding'in varlık tabanı, iyi çeşitlendirilmiş bir portföy yapısına sahip, sektörel ve makro döngüsellik karşı dirençlidir.

KRDMD

Mevcut/Hedef Fiyat: TL28,36 / 40,87

Artış Potansiyeli:

44%
Özet Finansallar & Oranlar

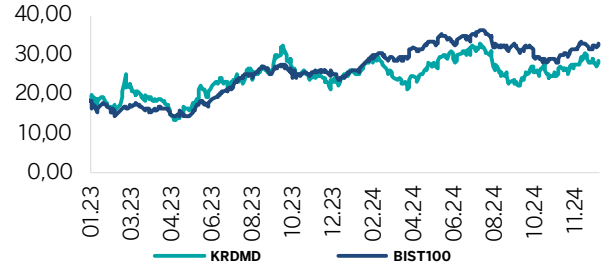
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	37.073	35.330	38.051	45.736
FVAÖK	3.494	2.197	2.940	5.503
Net Kar	758	1.087	-1.924	1.012
FVAÖK Marjı	9,4%	6,2%	7,7%	12,0%
Net Kar Marjı	2,0%	3,1%	a.d.	2,2%

Değerleme Çarpanları

F/K	29,2	20,4	a.d.	21,9
FD/Satışlar	0,6	0,6	0,6	0,5
FD/FVAÖK	6,5	10,4	7,8	4,1
Hisse Başı Kazanç (TL)	0,97	1,39	-2,47	1,30
Hisse Başı Temettü (TL)	0,00	0,00	0,00	0,00

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025
Relatif Performans

	1ay	3ay	12ay
Beta:			1,06
BIST 100'deki Ağırlığı:			0,3%
52 Hafta Aralığı (TL):		21,08 - 32,9	
P.Değeri (mnTL):		22.127	
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3ay:		1358,5	
Yıllık TL Getiri (%):		5	
Halka Açıklık Oranı (%):		90	



2Ç24'te 31\$ ton başına FVAÖK açıklayan Kardemir'in en kötü geride bıraktığını düşünüyoruz. 2024'te Azerbaycan ve Cezayir'e ray satışı sözleşmesi imzalayan şirketin, 2025'te de benzer adımlar atmaya devam etmesini bekliyoruz. Katma değerli ürün satışlarında artışın sadece ray satışlarıyla sınırlı kalmayacağını sinyali 1Ç25 için planlanan satış rakamlarında da görüldü. Katma değerli olmayan kütük satışları 1Ç24'e kıyasla azalırken, katma değerli ürünler arasında yer alan kangal-çubuk satışlarında %23, nervürlü inşaat demirinde ise %60 artış izleniyor. Buna ek olarak Suriye hikayesinin şirkete yeni katalizör sağlayabileceğini düşünüyoruz, 2025'te sektörel toparlanmanın da desteğiyle şirketin yeniden kâra geçeceği beklentisiyle Kardemir'e model portföyümüzde yer veriyoruz.

TCELL

Mevcut/Hedef Fiyat: TL98,50 / 148,0

Artış Potansiyeli:

50%
Özet Finansallar & Oranlar

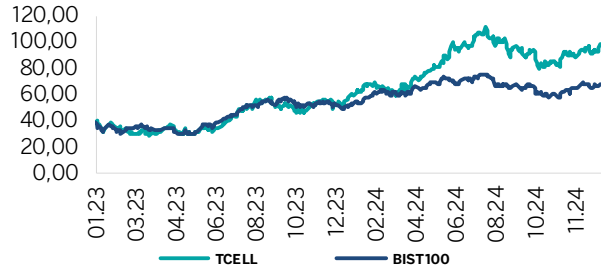
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	90.206	102.963	153.130	196.006
FVAÖK	39.829	47.053	65.271	83.155
Net Kar	6.880	12.554	22.766	26.181
FVAÖK Marjı	44,2%	45,7%	42,6%	42,4%
Net Kar Marjı	7,6%	12,2%	14,9%	13,4%

Değerleme Çarpanları

F/K	31,5	17,3	9,5	8,3
FD/Satışlar	2,6	2,3	1,5	1,2
FD/FVAÖK	5,9	5,0	3,6	2,8
Hisse Başı Kazanç (TL)	3,13	5,71	10,35	11,90
Hisse Başı Temettü (TL)	1,03	2,85	4,14	4,76

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025
Relatif Performans

	1ay	3ay	12ay
Beta:			0,97
BIST 100'deki Ağırlığı:			2,5%
52 Hafta Aralığı (TL):		57,21 - 111,32	
P.Değeri (mnTL):		216.700	
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3ay:		2047,5	
Yıllık TL Getiri (%):		6	
Halka Açıklık Oranı (%):		35	



Turkcell'de faturalı abone sayısında ve data kullanımında artışın desteği ile ARPU büyümesinin devam etmesini ve dolayısıyla reel büyüme kaydetmesini bekliyoruz. Turkcell 9A24'te net 1,5 milyon faturalı abone elde ederken, faturalı aboneler, mobil segmentin %73,9'una ulaşmıştır. Turkcell 2026 yılında kullanımının %65'ini kendi yenilenebilir enerji kaynaklarından karşılayabilme hedefi doğrultusunda, 2025 yılına kadar 300MW Güneş Enerjisi Santrali yatırımı yapmayı planlamaktadır. Turkcell'in enerji alanlarındaki yatırımlarını enerji fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı koruma, enerji güvenliği, enerji maliyetlerinin azaltılması ve çevresel etki olarak önemli buluyoruz. Turkcell, Superonline, Global Tower ve Paycell için ayrı ayrı stratejik yatırımcı, iş birliği ya da halka arz gibi konuları değerlendirdiklerini daha önce belirtmişti. Piyasa koşullarındaki iyileşme bu konuda beklentileri ve haber akışlarını artırabilir düşüncesindeyiz.

THYAO **Mevcut/Hedef Fiyat: TL298,0 / 468,0** **Artış Potansiyeli: 57%**
Özet Finansallar & Oranlar

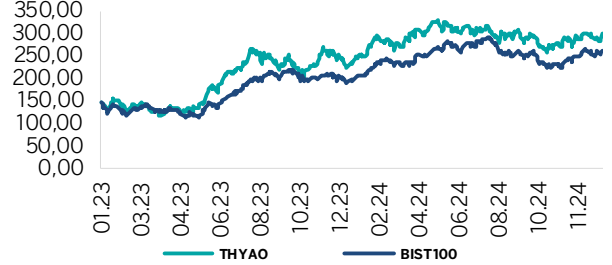
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	311.169	504.398	758.245	1.008.466
FVAÖK	78.684	115.397	152.647	206.073
Net Kar	47.429	163.003	117.730	147.163
FVAÖK Marjı	25,3%	22,9%	20,1%	20,4%
Net Kar Marjı	15,2%	32,3%	15,5%	14,6%

Değerleme Çarpanları

F/K	8,7	2,5	3,5	2,8
FD/Satışlar	2,2	1,4	0,9	0,7
FD/FVAÖK	8,8	6,0	4,5	3,4
Hisse Başı Kazanç (TL)	34,37	118,12	85,31	106,64
Hisse Başı Temettü (TL)	0,00	0,00	12,80	16,00

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta:			0,95
BIST 100'deki Ağırlığı:			4,7%
52 Hafta Aralığı (TL):			233,3 - 330
P.Değeri (mnTL):			411.240
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			7244,4
Yıllık TL Getiri (%):			6
Halka Açıklık Oranı (%):			50



Turizmde yakalanan olumlu ivmenin 2025'te de devam edeceği beklentimiz dahilinde, THY'nin yolcu sayısının yıllık olarak artacağını, yolcu başına gelirlerin düşmeyeceğini öngörmekteyiz. Havayolu kargo talebinin, e-ticaretin artışı ve deniz taşımacılığındaki zorlukların devam etmesiyle birlikte güçlü kalmasını bekliyoruz. THYAO'nun geniş uçuş ağına sahip olması (131 ülke 352 destinasyon), daha fazla yolcu taşımaya, marka bilinirliğini artırarak rekabet avantajı elde etmesini sağlamaktadır. THYAO'nun geniş uçuş ağı şirketin daha fazla kargo taşımaya sağlarken kargo gelirlerini desteklemektedir. THYAO 2025-2036 yılları arasında teslim alınmak üzere 230 adedi kesin, 125 adedi opsiyon olmak üzere toplamda 355 adet uçağın satın alınmasına karar vermiştir. Yeni nesil uçakların filoya katılması, yeni uçakların hem daha az yakıt tüketmesi hem de daha fazla koltuk kapasitesine sahip olması, şirkete maliyet avantajı sağlayacaktır.

TOASO **Mevcut/Hedef Fiyat: TL209,40 / 295,27** **Artış Potansiyeli: 41%**
Özet Finansallar & Oranlar

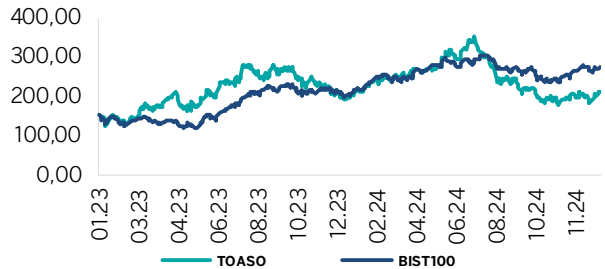
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	124.019	127.601	108.525	146.508
FVAÖK	18.115	19.667	10.632	17.226
Net Kar	9.374	15.083	6.075	8.201
FVAÖK Marjı	14,6%	15,4%	9,8%	11,8%
Net Kar Marjı	7,6%	11,8%	5,6%	5,6%

Değerleme Çarpanları

F/K	11,2	6,9	17,2	12,8
FD/Satışlar	0,8	0,8	0,9	0,7
FD/FVAÖK	5,7	5,2	9,7	6,0
Hisse Başı Kazanç (TL)	18,75	30,17	12,15	16,40
Hisse Başı Temettü (TL)	6,00	20,00	8,14	10,99

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta:			1,08
BIST 100'deki Ağırlığı:			1,2%
52 Hafta Aralığı (TL):			179,8 - 350,5
P.Değeri (mnTL):			104.700
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			952,9
Yıllık TL Getiri (%):			2
Halka Açıklık Oranı (%):			24



Verimsiz geçen 2024'te ek olarak Stellantis Otomotiv için RK'dan henüz onay gelmemesi sonrası TOASO getirisi, BIST100 ve FROTO getirisinin gersinde kalmıştır.

Kısa vadede birçok olumsuzluk fiyata yansırken, bazı haklı endişelere rağmen ileriye dönük beklentilerin fazlasıyla göz ardı edildiğine inanıyoruz. Beklentimize göre 400bin kapasiteli fabrikada 140bin adetlik kapasite yeni K0 modeli için ayrılacak. K0 kodlu modeller 4 marka (Fiat, Citroen, Peugeot, Opel) için birden üretilecek. Yeni model için 2025'te yaklaşık 100 bin adet üretim ve 2026 ile beraber tam verimlilik bekliyoruz.

Öte yandan Fiat Egea/Typo kontratı bir yıl daha uzatılarak kontrat bitimi 2025 yıl sonu olarak belirlendi. Egea'nın yerine gelecek modelin lansmanı ve Stellantis Otomotiv ile ilgili RK onayının gelmesi hisse için potansiyel katalizörler olabilir.

YKBNK
Mevcut/Hedef Fiyat: TL32,18 / 44,0
Artış Potansiyeli:
37%
Özet Finansallar & Oranlar

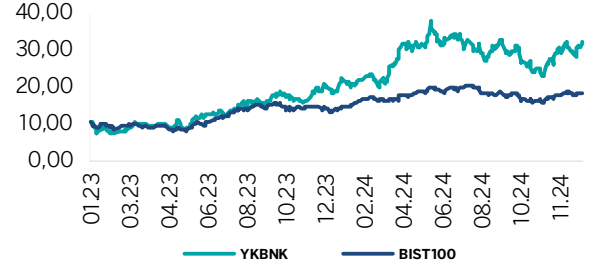
(mnTL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Kar	52.745	68.009	32.913	72.409
Toplam Aktifler	1.108.094	1.738.651	1.958.584	2.614.495
Özsermaye	126.256	178.851	201.475	268.947
Kredi/Mevduat	84%	82%	89%	87%
NFM	9,1%	5,4%	1,0%	4,3%
Maliyet/Gelir	21%	30%	50%	35%

Değerleme Çarpanları

F/K	5,2	4,0	8,3	3,8
F/DD	2,2	1,5	1,3	1,0
Özsermaye Getirisi	57%	45%	17%	31%
Aktif Getirisi	6,5%	4,6%	1,7%	3,2%

Hisse Senedi Bilgileri
3.01.2025

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta			1,37
BIST 100'deki Ağırlığı:	4%	6%	26%
52 Hafta Aralığı (TL):			19,08 - 37,96
P.Değeri (mnTL):			271.826
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			5394,5
Yıllık TL Getiri (%):			5
Halka Açıklık Oranı (%):			18



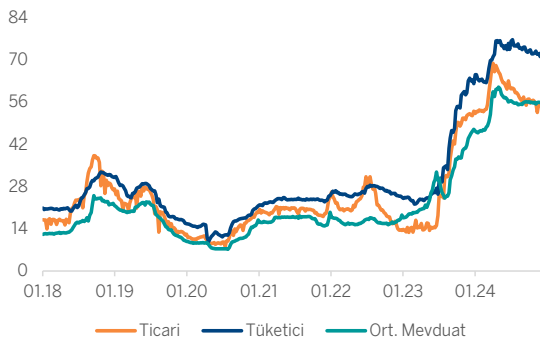
Yapı Kredi 2025 tahminlerimize göre 1,0x F/DD ve 3,8x F/K ile işlem görüyor. 2024 yılında marj anlamında oldukça zor bir dönemi geride bırakan Yapı Kredi'nin kısa vadeli para piyasası fonlamasındaki ağırlığının yüksek olması nedeniyle düşen faiz ortamında en hızlı toparlanma yaşayacak bankalardan biri olmasını bekliyoruz. Özellikle, %43 seviyesine ulaşan vadesiz mevduat tabanı bankayı marj anlamında destekleyecek bir unsur olacaktır. 2024 yılında 23baz puan ile oldukça düşük bir seviyede risk maliyetine sahip bankanın, bu metrikte 2025 yılında bir miktar normalleşme yaşamasını bekliyoruz. Komisyon gelirlerinde başarılı trendin devamını beklerken, 2024 yılında %17 seviyesinde olmasını beklediğimiz özkaynak karlılığının 2025 yılında %31 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ

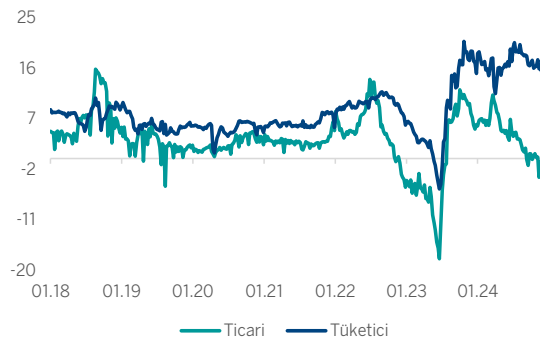
Bankacılık Sektörü

- **2025'te düşen faizlerin en olumlu etkileyeceği sektör bankacılık olacak.** Normalleşme ve sıkı para politikaları neticesinde TL fonlama maliyetinde yaşanan hızlı artış 2024 yılında bankacılık sektörünün faiz marjını önemli ölçüde baskıladı. Önceki 5 yılda ortalama %4,7 net faiz marjı üreten bankaların, 2024 yılını %1,5 seviyesinde kapatmasını bekliyoruz. Enflasyonda beklenen düşüşün 2024 ikinci yarısında sürekli ötelenmiş olması, bu dönemde beklenen marj iyileşmesinin 2025 yılına sarkmasına neden oldu. Öte yandan, sıkı para politikasındaki kararlı duruşun en somut neticesi ülke risk priminde görüldü ve yıl içerisinde CDS seviyesindeki iyileşme 60 baz puanı buldu. Yurt dışı borçlanma maliyetleri aynı dönemde 1,2 puan düştü ve bu tarafta iyileşmenin 2025'te de devam etmesi bekleniyor. Önümüzdeki dönemde karlılığın en önemli bileşeninin operasyonel gelirlerde yaşanan artış olacağını düşünüyoruz. Faaliyet giderlerini oldukça etkin yöneten sektör için aktif kalitesi ve ölçülü bir şekilde artmasını beklediğimiz risk maliyetinin oldukça yakın takip edileceği bir dönem başlıyor. 2024 yılını %13 kar daralması ile kapatmasını beklediğimiz sektör için, 2025 kar büyümesi tahminimiz %81. Enflasyon patikasında yaşanacak iyileşmenin fonlama maliyetini azaltıcı etki yaratması ile sektörde orta vadede %32 seviyesinde bir özkaynak karlılığının makul olduğunu düşünüyoruz.
- **Operasyonel gelirler, iyileşmesini beklediğimiz çekirdek faiz gelirleri ile kuvvetli artış gösterecek.** Operasyonel gelirlerin 4 ana başlığı bulunuyor; i) swap eklenmiş net faiz gelirleri, ii) TÜFE gelirleri, iii) ticari işlemler gelirleri, iv) komisyon gelirleri. Faiz indirimleri ile birlikte ortalama vade uyumsuzluğu 6-8 ay olan bankacılık sektörünün, 2025'in özellikle ikinci yarısında marj tarafında hızlı bir toparlanma yaşamasını bekliyoruz. Para politikasına oldukça bağlı olan bu metrikte 2025 yılı öngörümüz %4 seviyelerine yaklaşılacağı şeklinde. Çekirdek faiz gelirlerinde yaşanacak artışın TÜFE ve ticari işlemler gelirlerinde yaşanacak normalleşmenin oldukça üzerinde olacağını tahmin ediyoruz. TL kredi büyümesi bu açıdan kritik bir konu ancak regülasyon etkileri neticesinde tahminlerimizi enflasyona paralel bir kredi büyümesi yaşanacağı varsayımı ile yapıyoruz. Komisyon gelirlerinde bankacılık sektörü son dönemde artan verimlilik, dijitalleşme ve faize duyarlı ürünlerin ağırlığından dolayı oldukça iyi bir görünüme sahip. Faaliyet giderlerini karşılama oranı sektörde %80'lere yaklaştı. Düşen faizler komisyon gelirlerini bir miktar normalleştirebilir ancak artan verimlilik ve dijitalleşme trendleri giderleri karşılama oranının %80'lerde devam edeceğini teyit eder nitelikte.

Faiz trendleri (%)



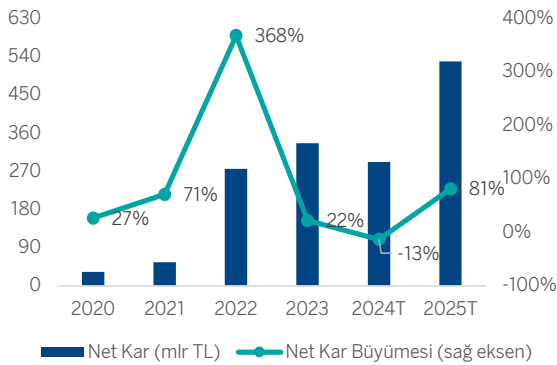
Yeni verilen kredi makası (%)



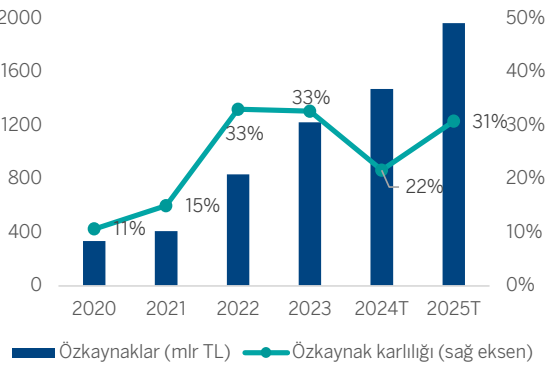
Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

- **Risk maliyetinde kısmi bozulma beklemekle birlikte, bu artışın yönetilebilir seviyede olacağını düşünüyoruz.** Son dönemde bankalar risk maliyetini oldukça başarılı yönetti. Bu durumun temel nedeni sabit faizli tüketici kredi ödemelerinin enflasyon karşısında erimesi ve enflasyon neticesinde nominal artan operasyonel karın ticari işletmelerin faiz yükünü hafifletmesi sayılabilir. Ancak, teknik resesyonun yaşandığı son iki çeyrekte bireysel ve ticari tarafta takip girişlerinde artış gözlemliyoruz. BIST100 banka dışı şirketlerin FAVOK rakamaları 2024 yılında %30 seviyesinde daralması da şirketlerin faiz ödeme kapasitelerini zorlayan bir unsur. 2025'in ilk çeyreği ile birlikte çeyreksel büyüme sınırlı da olsa başlayacak ve yılı %2,5 büyüme ile kapatacağımızı düşünüyoruz. Bu varsayım altında 2023 yılında 60 baz puan olan özel banka risk maliyetinin, 2024'te 85 baz puan, 2025'te ise 130 baz puan seviyesinde olacağını bekliyoruz. 2024'te yaklaşık 50 baz puan artarak %2,5 seviyesine yaklaşmasını beklediğimiz takipteki kredi oranının ise önümüzdeki yılda %3 seviyelerine doğru yaklaşmasını olası buluyoruz. 2024'te yılbaşına göre dolar bazında %30 büyüyen yabancı para kredilerin ise önümüzdeki dönemde takip riski yaratma olasılığının sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Özellikle, son dönem regülasyonları ile birlikte döviz kredilerinin döviz gelirler ile ilişkilendirilmesi bu görüşümüzün temel dayanağı.
- **Değerleme göstergeleri uzun vadeli ortalamalarına yakınsadı.** Bankalar 2025 tahminlerimize göre 3,6x F/K ve 1,0x F/DD ile işlem görmekte. Piyasa beklentilerine göre ise çarpanlar, GOP benzerlerine göre %31 ve %5 iskontoya işaret ediyor. 2024 düşen risk primi neticesinde, oldukça yüksek seviyede bulunan iskontoların normalleştiği bir yıl oldu. %32 seviyesinde sürdürülebilir özkaynak karlılığı varsayımı altında, bankaların 1,2x-1,3x arasında defter değeri çarpanı ile işlem görmesini makul buluyoruz. 2024 yılında sanayi hisselerine göre %44 olumlu ayrışan bankacılık hisselerinde, BIST100 endeks ağırlığı %15 seviyelerinden %18'e yükseldi. Son iki yıldır yükselen bu trendin devam edeceğini öngörüyoruz. 2025'in bankacılık sektörü için, ekonomi politikalarındaki normalleşme adımlarının etkilerinin sürdüğü, risk priminin iyileştiği, yasal düzenlemelerin bir miktar daha sadeleştiği ve sektörün ana faaliyet alanlarına odaklanacağı bir yıl olmasını bekliyoruz. Bu koşullarda, bankacılık sektörünün endeksin ana motoru olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Karlılık momentumunun artarak devam etmesini beklediğimiz bankacılık sektöründe, likidite ve sermaye yeterliliği tarafında güçlü, marj tarafını daha iyi yönetebilen bankalar ön planda olacaktır. Model portföyümüzde Akbank ve Yapı Kredi'yi bulunduruyoruz. İş Bankası, Vakıfbank ve TSKB için "Endekse Paralel" görüşümüzü "Endeks Üzeri" olarak değiştiriyoruz. Halkbank için "Endekse Paralel" görüşümüzü muhafaza ediyoruz.

Kapsamımızdaki bankalar net kar büyümesi



Kapsamımızdaki bankalar özkaynak karlılığı

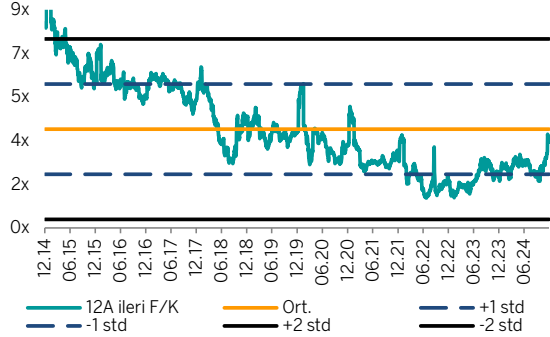


Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

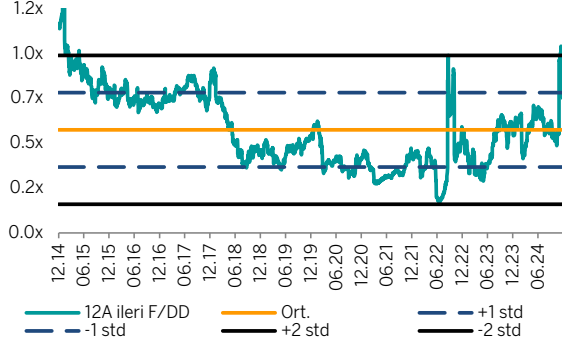
Banka Değerleme Göstergeleri	AKBNK	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Toplam
Güncel Fiyat	66,2	17,28	14,08	24,24	32,18	12,79	
Hedef Fiyat	88,00	20,50	19,50	31,50	44,00	17,50	
Artış Potansiyeli	33%	19%	38%	30%	37%	37%	
Piyasa Değeri (TL mn)	344.240	124.153	352.000	240.362	271.826	35.812	1.910.613
Piyasa Değeri (US mn)	9.760	3.520	9.980	6.815	7.707	1.015	54.170
Tavsiye	EÜ	EP	EÜ	EÜ	EÜ	EÜ	
Net Kar							
2022	60.024	14.754	61.538	24.017	52.745	4.055	275.642
2023	66.479	10.112	72.265	25.046	68.009	7.042	336.285
2024T	47.615	15.182	47.350	41.456	32.913	9.886	291.873
2025T	92.849	33.400	104.170	66.330	72.409	15.818	529.233
Net Kar Büyümesi							
2022	395%	878%	357%	475%	403%	0%	368%
2023	11%	-31%	17%	4%	29%	74%	22%
2024T	-28%	50%	-34%	66%	-52%	40%	-13%
2025T	95%	120%	120%	60%	120%	60%	81%
Özkaynaklar							
2022	153.600	90.652	191.376	106.985	126.256	12.782	834.337
2023	211.195	128.406	267.797	171.428	178.852	21.412	1.223.886
2024T	245.421	141.921	303.218	215.408	201.475	32.067	1.472.695
2025T	331.128	175.321	400.286	281.738	268.947	46.402	1.966.642
Özkaynak Karlılığı							
2022	55%	22%	47%	30%	57%	45%	33%
2023	38%	9%	33%	18%	45%	41%	33%
2024T	21%	14%	22%	22%	17%	37%	22%
2025T	32%	21%	30%	27%	31%	40%	31%
F/K							
2022	5,7x	8,4x	5,7x	10,0x	5,2x	8,8x	6,9x
2023	5,2x	12,3x	4,9x	9,6x	4,0x	5,1x	5,7x
2024T	7,2x	8,2x	7,4x	5,8x	8,3x	3,6x	6,5x
2025T	3,7x	3,7x	3,4x	3,6x	3,8x	2,3x	3,6x
F/DD							
2022	2,2x	1,4x	1,8x	2,2x	2,2x	2,8x	2,3x
2023	1,6x	1,0x	1,3x	1,4x	1,5x	1,7x	1,6x
2024T	1,4x	0,9x	1,2x	1,1x	1,3x	1,1x	1,3x
2025T	1,0x	0,7x	0,9x	0,9x	1,0x	0,8x	1,0x
Temettü Verimi							
2022	5,0%	0,0%	5,7%	0,0%	4,3%	1,6%	3,6%
2023	11,2%	0,0%	9,6%	0,0%	9,5%	0,0%	7,1%
2024T	2,1%	0,0%	2,0%	0,0%	1,8%	4,1%	1,7%
2025T	5,4%	0,0%	5,9%	0,0%	5,3%	8,8%	4,3%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

XBANK 12A ileri F/K

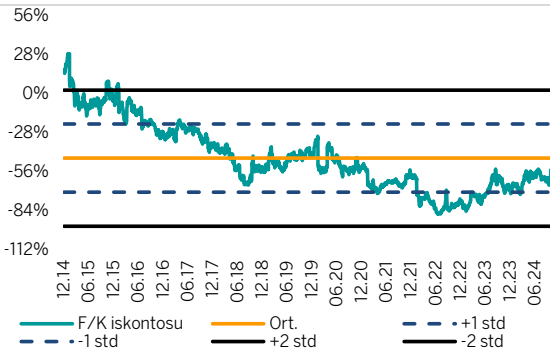


XBANK 12A ileri F/DD

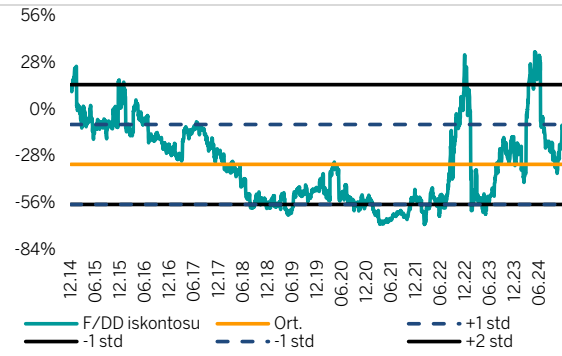


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

XBANK vs. GOP Banka F/K iskontosusu

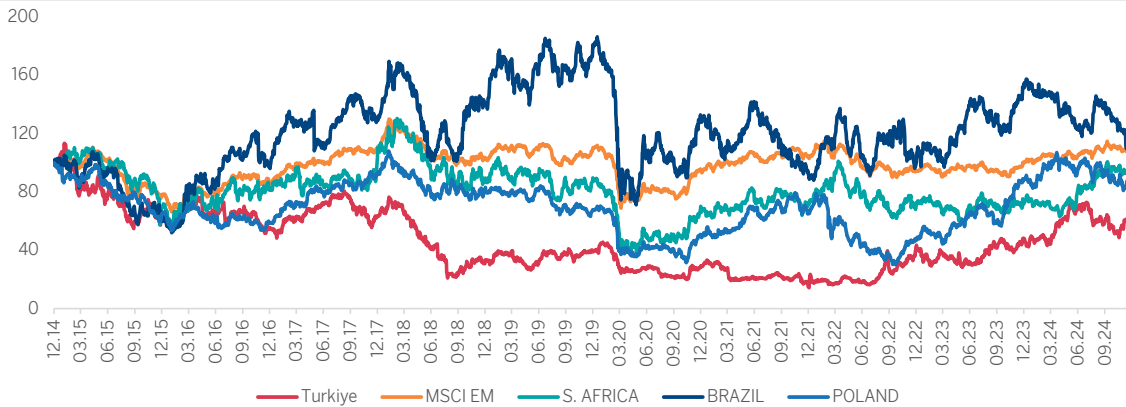


XBANK vs. GOP Banka F/DD iskontosusu



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye ve Global Finansal Endeks Performansları



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Cam

- Cam sektörü için 2025 yılının ilk yarısında nötr görüşümüz bulunmaktadır. Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirimi adımları 2025 yılının 2. yarısıyla birlikte ihracat pazarlarındaki talebi canlandırabilir, yurtiçinde faizlerin inmesi ise inşaat ve konut sektörünü hareketlendirebilir.
- Cam sektörü ürünleriyle inşaat, otomotiv, yenilenebilir enerji, beyaz eşya ve ev eşyası, gıda, alkollü ve alkolsüz içecekler, ilaç, kozmetik, turizm gibi birçok sektöre girdi vermektedir. Girdilerinin önemli bir bölümünü yurtiçinden tedarik eden, ihracat yeteneği ile ülke ekonomisine net katma değer yaratan önemli bir sektördür. Şişecam, yıllık yaklaşık 5,2 milyon ton cam üretimiyle düzcam üretiminde Avrupa'da ikinci ve dünyada beşinci sırada, cam ev eşyası üretimiyle Avrupa ve dünya lideri, cam ambalaj üretimiyle Avrupa ve dünyada beşinci sırada bulunmaktadır. Büyüme oranları bölgelere ve işkollarına göre değişiklik arz ediyor olsa da, cam sektörü küresel anlamda global ekonomiye paralel bir gelişme göstermektedir.
- Üretilen düzcamın büyük bir bölümü inşaat ve yenileme/renovasyon pazarlarında kullanılmakla birlikte, otomotiv sektörü ve mobilya sektörü düzcamın önemli girdi sağladığı sektörler arasındadır. Yerleşik kapasitesinin %60'ının oluşturduğu Türkiye pazarında, yüksek faizler nedeniyle ertelenen talep, faizlerin düşmesiyle birlikte inşaat sektörünü olumlu etkileyebilir.
- Üretim maliyetlerinin daha ucuz olduğu ülkelere yapılan ithalat, cam fiyat seviyelerini olumsuz etkileme potansiyeline sahiptir. Ancak ithalat artışına karşı, geçtiğimiz yıllarda olduğu gibi koruma önlemi olarak ek mali yükümlülüklerin devam ettirilmesi Türkiye cam sektörünü desteklemektedir. Rusya menşeli düz cam ithalatına %8-10 anti dumping, İran'dan ithal edilen düz camlar için ton başına 36 ABD\$ koruma önlemi uygulamaları devam etmektedir. Bunun yanında, %20 olan gümrük vergisinin 2024 yılı başında %5 ek vergi uygulaması ile %25 seviyesine çıkarılması, düz cam ithalatının yılın ilk sekiz ayında miktar olarak %45, değer olarak %38 seviyesinde azalmasına imkan tanımıştır.
- Şişe Cam'ın hem coğrafi hem de ürün yelpazesi bakımından çeşitlendirilmiş iş yapısını beğenmekle birlikte 2025 yılının ikinci yarısındaki koşulların daha destekleyici olacağını düşünüyoruz. ABD'de devam eden soda külü ve liman yatırımları şirkete küresel soda külü arz-talebi üzerinde kontrol gücü kazandıracığı için oldukça önemli buluyoruz. Şişe Cam'ın 5 milyon ton olan soda külü üretim kapasitesinin, 2028'e kadar yönetimi altındaki kapasite bakımından 10 milyon tonu aşacak ve Şirket dünyanın en büyük soda külü üreticisi haline gelecektir. ABD'deki doğal soda külü yatırımının lojistik ihtiyaçları yıllık 5 milyon ton kapasiteli Stockton Liman İşletmesi yatırımı 2028 yılına kadar kademeli olarak devreye alınacaktır.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
SISE	EP	130.309	1.313,9	42,54	62,00	46%	16,3x	8,6x	15,6x	10,4x	1%	-4%	0%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Dayanıklı Tüketim

- 2025 yılının ilk yarısında dayanıklı tüketim sektörü için nötr görüşümüz bulunmaktadır. 2025'in 2.yarısıyla birlikte hem Avrupa'da hem de yurtiçinde talep ve fiyatlamanın daha iyi olabileceğini düşünüyoruz. Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirimi adımları ile birlikte başta Avrupa olmak üzere, Asya Pasifik ve yurt dışı pazarlarında toparlanmanın devam edebileceğini düşünüyoruz.
- Yurtiçinde ise enflasyondaki düşüşle birlikte faiz indirim döngüsüne girilmesi ve kredi kartına uygulanan kısıtlamaların gevşetilmesi iç pazarı canlandırabilir. Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği (TÜRKBEŞD) verilerine göre, beyaz eşya sektörünün 6 ana ürün grubunda iç piyasa satış hacmi 11A24'te yıllık %7 artarken ihracat yıllık %11 daralmıştır. Öte yandan geçen yıl seçim etkisiyle öne çekilen talep desteği ile beyaz eşya sektörünün 6 ana ürün grubunda iç piyasa satış hacmi 3A24'te yıllık %28 artmıştır. Gerçekleşen yüksek satışlar nedeniyle bir baz etkisi söz konusu olup, Türkiye pazarında yılın ikinci yarısı için daha olumlu bir beklentimiz bulunmaktadır.
- Beyaz eşya üretiminde en önemli maliyet çelik, alüminyum ve plastikten oluşan hammadde girdileri olup hammadde fiyatlarında ılımlı ve yatay bir seyir beklemekteyiz. EUR/USD paritesinin aşağı yönlü hareketi, Arçelik'in brüt karlılığını olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, güçlü Türk Lirası'nın ihracat tarafında olumsuz bir etkisi olabilir. Yine de, sektörün genel anlamda yılın ikinci yarısında toparlanma gösterebileceğini beklemekteyiz.
- Arçelik Ocak 2023'te Whirlpool'un, Avrupa Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da faaliyet gösteren şirketlerinin Beko tarafından satın alınması konusunda anlaşma imzalamış ve 1 Nisan 2024 tarihinde tamamlanmıştır. Bu anlaşma Arçelik'in Avrupa'daki ürün portföyünü genişleterek rekabet gücünü artıracak ve maliyet kaynaklı sinerji sağlanabilecektir. Anlaşmayı Arçelik'in Avrupa'daki varlığını daha da güçlendireceği için önemli buluyoruz.
- Arçelik Whirlpool Birleşme sonrasında faaliyetlerinde verimliliği artırmak adına, süreçlerin optimizasyonu, kaynakların etkin kullanımının sağlanması, tasarruf olanaklarının değerlendirilmesi ve mükerrer rollerin ortadan kaldırılması için yeniden yapılandırma faaliyetlerinde bulunmaktadır. 2025 yılında Arçelik'in FVAÖK marjında iyileşme öngörmekle birlikte, yeniden yapılandırma giderlerinin hem yılın son çeyreğinde hem de 2025 yılında şirketin net karı üzerinde olumsuz etkilerinin olabileceğini hesaplıyoruz.
- Son olarak Arçelik'in 20,3MW olan toplam yenilenebilir enerji kurulu kapasitesinin 50MW'a çıkarılması hedefi enerji güvenliğinin sağlanmasına ve maliyetlerinin azaltılmasına katkı sağlayabilir.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
ARCLK	EP	97.981	267,0	145,00	202,00	39%	7,6x	4,9x	a.d.	17,5x	-1%	-8%	0%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Demir&Çelik

- Çelik sektöründe en kötüyü geride bıraktığımızı ancak anlamlı bir büyüme patikasından bahsetmek için erken olduğunu düşünüyoruz. Çin hükümetinin destek adımlarının, küresel faiz indirim döngüsünün ve arzdaki daralmanın sektörü desteklemesini bekliyoruz. Ticaret politikalarında korumacı önlemlerin artması ve Çin'de büyüme baskısının devam etmesi ana risk faktörleri olarak öne çıkıyor. Türkiye'de de anti-damping uygulamalarının ve faiz indirimlerinin etkisiyle çelik üreticilerinin 2024'ten daha iyi bir yıl geçirebileceğini düşünüyoruz.
- En kötünün geride kaldığı beklentimizin en önemli dayanağını, Çin'in hem maliye hem de para politikasında genişleyici bir tutum sergilemesi oluşturuyor. 2024'ün ikinci yarısında iç talebi canlandırmak için atılan adımların 2025'te de süreceğini düşünüyoruz. Çin'in bütçe açığını 2025'te gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYH) %4'üne çıkarmayı planlaması (2024'te hedef %3'tü) bu beklentimizi destekleyen ilk adım olarak öne çıkıyor. Buna ek olarak 3 trilyon yuan (411 milyar ABD\$) büyüklüğünde özel hazine tahvili ihracıyla altyapı projelerinin finansmanının sağlanması ve ekonomik aktivitenin canlandırılması, yakın zamanda paylaşılan önemli adımlar arasında yer alıyor. Son olarak konut piyasasında stabilizasyonu sağlamaya yönelik olarak; ticari konut satış sisteminde reformların gerçekleştirilmesi, 1 milyonu aşacak yeni konut projesi ve konut alımını kolaylaştırıcı politikaların uygulanması çelik sektörü için pozitif yorumladığımız katalizörler arasında yer alıyor.
- Küresel faiz indirimlerinin yatırım harcamalarını desteklemesini bekliyoruz. Avrupa'da baskı altında olan ekonomik aktivite nedeniyle faiz indirimlerinin devam etmesi ve ABD'de hız kaybederek de olsa para politikasında gevşemenin süreceği olması sektörde genişlemeyi destekleyebilir. Hindistan'da güçlü büyümenin devamı ve Japonya'dan toparlanma sinyalleri çelik tüketimini destekleyebilecek diğer önemli gelişmeler arasında yer alıyor.
- 3 yıldır düşüş gösteren çelik talebinin bu yıl yukarıda vurguladığımız nedenlerle toparlanabileceğini düşünüyoruz. Worldsteel, 2024'te çelik tüketiminin yaklaşık %0,9 gerileyerek 1,75 milyar tona gerçekleşmesini, 2025'te ise %1,2'lik artış ile 1,77 milyar tona ulaşmasını bekliyor. Bu yıl talebin toparlanma sinyali göstermesiyle çelik fiyatlarında iyileşme görebileceğimizi düşünüyoruz.
- 2025'te altın madeni sürecine ilişkin gelişmeler Erdemir'in hisse fiyatında sektör trendinden bağımsız hareketlere neden olabilir. 2025'te pozitif sonuçlanan anti-damping soruşturmalarının şirketin kârlılığına pozitif etki etmesini ve süren anti-damping soruşturmalarıyla ürün marjlarının daha da gelişebileceğini düşünüyoruz. Erdemir için 2024 ve 2025'te sırasıyla 95 ve 105\$ ton başına FVAÖK modelliyoruz.
- 2024'te 31\$ ton başına FVAÖK açıklayan Kardemir'in en kötüyü geride bıraktığını düşünüyoruz. Şirketin; artan ray siparişleri, genişleyen katma değerli ürün satışları ve olası Suriye hikayesi sayesinde toparlayan sektörel görünümünden fayda sağlamasını bekliyoruz. Hisse geri alımlarını Kardemir hisse fiyatı için önemli bir dayanak olarak görüyor ve 2025'te şirketin yeniden kâra geçeceği beklentisiyle şirkete model portföyümüzde yer veriyoruz.

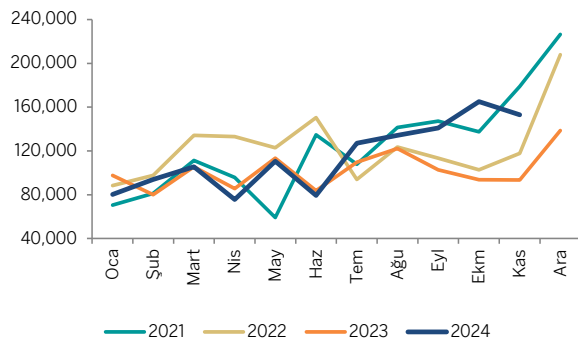
BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
EREGL	EP	173.040	4.007	24,72	28,77	16%	9,3x	6,8x	14,3x	12,2x	-7%	-13%	-1%
KRDMD	EÜ	22.127	1.353	28,36	40,87	44%	7,8x	4,1x	a.d.	21,9x	0%	-2%	2%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

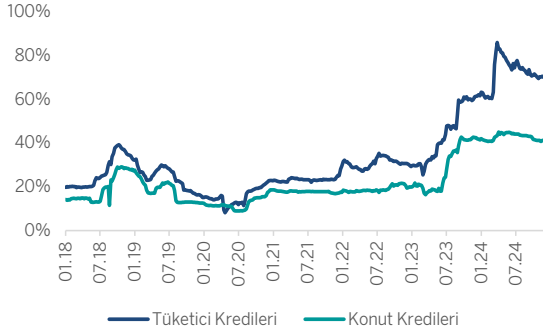
Gayrimenkul

- 2024 yılı ilk 11 aylık dönemde konut satışları yıllık bazda %16 artarak 1,3 milyon adet seviyesinde gerçekleşti. Özellikle yılın son döneminde faizlerin düşeceği ve ev fiyatlarında hareketlenmenin başlayacağı beklentisi ile konut satışları hızlandı. Ortalama konut kredi faizleri 2022 yılında %19 seviyesinde gerçekleşmişti. 2023'de bu oran %29'a yükselirken, 2024'te ise %43 seviyesinde gerçekleşti. Dolayısıyla, kredi tarafından henüz beklenen destek gelmedi. İpotekli satışların yılın ilk 11 ayında toplam satışlara oranı %11 seviyesine kadar geriledi. (2023: %15, 2022: %19). Önümüzdeki dönemde konut ve tüketici kredi faiz oranlarında bir miktar aşağı yön beklemekle birlikte, yeni oranların da konut alımını cazip bir noktaya getirecek seviyeler olacağını düşünmüyoruz.
- 2025 yılında dengelenmeye başlayan inşaat maliyetleri yeni yatırımları kısmen desteklerken, olası konut kampanyaları sektörün dikkatle izleyeceği gelişmeler olacaktır. İnşaat maliyet endeksi, 2024 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre %0,6, bir önceki yılın aynı ayına göre %31 arttı. Özellikle, Haziran 2024 sonrasında inşaat maliyet endeksindeki azalma dikkat çekici. Dolayısıyla, durum bu noktada yeni yatırımları destekleyici nitelikte olacaktır. Ancak, konut fiyat endeksinin yıllık bazda %30 artması ev fiyatlarının enflasyonun altında kaldığını gösteriyor.
- 2024 yılında Emlak Konut bilanço ve satışlar anlamında iyi bir görüntü sergiledi. Bu dönemde Emlak Konut'un FAVOK marjı %29 olurken, bu rakam 2023 yılında %14 olmuştu. Artış daha çok deprem bölgesine yapılan yardımla ilişkili olup, artan teslimatlarında etkisi görülmektedir. 2024'te şirketin net nakdi yeni arsa ve bina yatırımları ile 14,8 milyar TL'den, 2,4 milyar TL net borca geçti. Şirketin net aktif değeri aynı dönemde %14 artarak 128 milyar TL oldu. Emlak Konut 9A24'te, 21 milyar TL (KDV Hariç), satışa esas brüt 267 bin m² büyüklüğe ulaşan, 2.143 adet bağımsız bölüm satışı (ön satışlar dahil) gerçekleştirdiğini açıkladı. 2024 hedeflerinin bir miktar gerisinde kalırsa da, 3Ç'de çeyreksel olarak önemli bir ivmenin kazanıldığı görünmektedir. Emlak Konut için 12-aylık vadede 15,50TL hedef fiyatımız ve "Endekse Paralel" tavsiyemiz bulunmaktadır.

Konut satış trendi



Tüketici ve Konut Kredi Faizleri (%)



Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Gıda & İçecek

- Gıda ve içecek sektöründe kapsamımızdaki şirketlerin ortak özelliği geniş bir coğrafyaya yayılmış olmalarıdır. Bu durum gıda ve içecek sektöründe sektörel risklere ek olarak coğrafi, politik ve siyasi risklerin de bir arada olduğunu gösteriyor. Türkiye operasyonlarına ek olarak; Coca Cola İçecek için ağırlıklı olarak Pakistan, Kazakistan, Özbekistan, Azerbaycan vd (Bangladeş, Irak, Tacikistan vs), Ülker için Kazakistan, Suudi Arabistan ve Mısır, Anadolu Efes için ağırlıklı olarak Rusya'nın yanı sıra BDT ülkelerinin 3'ü olan Moldova, Gürcistan ve Kazakistan ülkelerinde faaliyetler yürütülmektedir. Bu coğrafyadaki vergi veya para politikaları, olası birleşmeler, satın almalar veya çıkışlar, ülkelerin uluslararası arenada karşı karşıya kaldıkları zorluklar veya iç siyasi çekişmeler, hatta büyük doğal afetler veya iklim şartları gibi birçok risk denklemin önemli parçaları olabiliyor. Dolayısıyla şirket yönetimleri sadece mikro verileri değil aynı zamanda büyük coğrafyadaki her türlü gelişmeyi takip etmek ve başa çıkmak durumunda kalabilmektedirler. Pozitif penceredense bu çeşitliliğin bir doğal koruma yarattığı söylenebilir.
- Meşrubat sektöründe yer alan COLA 9A24 satış hacmi %4,1 düştü. Söz konusu düşüşün perde arkası 2025 için baz teşkil ediyor. Türkiye ve Pakistan'daki makroekonomik zorlukların yanı sıra Orta Doğu'da devam eden çatışmalar özellikle yüksek sezon satış hacimlerini baskı altına aldı. Türkiye'de asgari ücretin Temmuz'da sabit kalması, Kazakistan'da yabancı tüketicilerin ülkelerine geri dönmesi, Pakistan'da IMF destek paketinin henüz nihayete ermeyerek tüketici güvenini zedelemesi ve Özbekistan'da ÖTV'in Nisan24 itibarıyla yürürlüğe girmesi talebi etkileyen ana unsurlar oldu. Bizim bakış açımıza göre 2025'te alım gücündeki zayıflık, makroekonomik zorluklar ve Orta Doğu'daki istenmeyen çatışmalar Coca Cola İçecek satış hacmi için önemli risk faktörleri olarak kalmaya devam edecek. Ancak 4Ç24'e ilişkin satışlarda pozitif sinyaller alıyoruz. CCI 2025'te güçlü marka bilinirliği, 2024'ün düşük bazı, Bağdat ve Azerbaycan'da açılacak yeni iki fabrika ve satış stratejileriyle tek haneli satış hacmi büyümesi yakalayabilir. Bunun sonucunda FVAÖK marjı yatay veya max 1,0pp düşüş ile sonuçlanabilir.
- Anadolu Efes ise bira grubu için Türkiye operasyonlarındaki yavaşlama ve Kazakistan'daki düşüşün yanı sıra, Rus hükümetinin AEFES ve AB inBev'in %50-50 ortak olduğu Rusya operasyonlarını geçici yönetime devretmesi görünümü oldukça bozdu. 9A24 itibarıyla bira grubu satış gelirlerinin ve bira grubu FVAÖK'un sırasıyla %54 ve %53'ünü Rusya operasyonları oluşturuyor. Konsolide bilançoda ise Rusya satış gelirlerinin ve FVAÖK'ün payı sırasıyla %20 ve %17'dir. Rusya operasyonları AEFES bilançosunda tam konsolide edilmektedir.
- Atıştırmalık sektöründe bulunan Ülker, 3Ç24 satış hacmindeki düşüşe rağmen 2024'te %5 hacim büyümesi kaydetti. Türkiye operasyonları yurtdışından daha iyi performansa sahip oldu. Ülker'in talep tarafında dayanıklı bir görünüme sahip olduğunu düşünüyoruz. Ancak karlılık tarafında döviz kuruna (açık pozisyonun %68'i korumalı) ve kakao, palm yağı, buğday ve şeker gibi emtialara hassasiyet devam edecek.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
AEFES	EP	103.914	971	175,50	226,90	29%	3,4x	2,4x	5,7x	4,7x	-17%	-17%	-11%
CCOLA	EÜ	165.366	467	59,10	83,53	41%	7,6x	5,4x	8,8x	6,3x	6%	-1%	-4%
ULKER	EÜ	44.867	683	121,50	182,66	50%	5,0x	3,6x	8,5x	8,7x	4%	-16%	1%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Havayolları

- Türkiye'nin 2024 yılında, jeopolitik risklere karşın, turizmde yakaladığı olumlu ivmenin 2025 yılında da devam edeceği beklentimiz dahilinde sektör için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz. Türkiye'nin 2024 yılını 61 milyon ziyaretçi ve yaklaşık 60 milyar ABD\$ turizm geliri ile kapattığı hesaplanmaktadır. 2025 yılı için 63,6 milyar ABD\$ turizm geliri hedefi bulunmaktadır. Son yıllarda artan sağlık turizmi, turizmin çeşitlendirilerek 12 aya ve tüm ülkeye yayılması amacıyla alternatif turizm ürünlerinin tanıtımı havayollarını desteklemektedir.
- 2025 yılının genel olarak kapasite artışlarının daha sınırlı kalacağı, yolcu sayısının artmaya devam edeceği ve yolcu başına gelirlerin düşmediği bir yıl olacağını düşünüyoruz. 2025 yılında havayolu kargo talebinin, e-ticaretin artışı ve deniz taşımacılığındaki zorlukların devam etmesiyle birlikte güçlü kalmasını bekliyoruz. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) 2025 yılında küresel yolcu sayısının %6,7 artarak 5,2 milyara ulaşmasını ve ilk kez 5 milyar eşliğini aşmasını, Kargo hacminin ise %5,8 artarak 72,5 milyon ton olmasını beklemektedir. 2025 yılında jet yakıtı fiyatlarının ortalama varil başına 87 ABD\$ olması beklenmektedir. Bu, 2024 yılındaki 99 ABD\$'na göre bir düşüşü ifade etmektedir. Yakıt, havayollarının toplam maliyetlerinin en önemli kalemini oluşturduğundan, düşük petrol fiyatları maliyetleri azaltarak kârlılığını artırabilir.
- 2025 yılında jeopolitik risklerin azalması (Rusya-Ukrayna, Ortadoğu) yeni uçuş hatlarının açılmasını sağlayabilir. Jeopolitik riskler nedeniyle hava sahalarının kapanmasının ve daha uzun rotaların kullanılmasının neden olduğu yakıt maliyetlerindeki artışlar normalleşme ile azalabilir ve operasyonel verimliliği artırabilir.
- 2025 yılında THYAO ve PGSUS'un THYAO ve PGSUS için yeni uçuş hatlarının açılmasının, mevcut hatlarda uçuş frekanslarını artırılmasının, doluluk oranlarını yükseltmesinin ve filo genişlemesinin ana strateji olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. THYAO tarafında kargo gelirlerindeki güçlü seyrin devamını bekliyoruz. 9A24'te THYAO'nun kargo gelirleri ABD\$ bazında yıllık %41 artmış ve konsolide gelirlerin yaklaşık %15'ini oluşturmuştur. Türk Hava Yolları, 11A24'te yıllık %2 artışla 78,7 milyon yolcu taşımış yurt dışı yolcu sayısı yıllık %2,6 artarak, toplam yolcu sayısının %63,8'ini oluşturmuştur. Pegasus ise aynı dönemde yıllık %17 artışla 34,37 milyon yolcu taşıırken, yurt dışı yolcu sayısı toplam yolcu sayısının %62,6'sını oluşturmuş ve yıllık %17 artmıştır.
- THYAO ve PGSUS'un geleceğe yönelik büyüme hedefleri doğrultusunda yapmış oldukları uçak alım anlaşmaları dikkat çekicidir. THY Stratejik Planı çerçevesinde Airbus firması ile 2025-2036 yılları arasında teslim alınmak üzere 230 adedi kesin, 125 adedi opsiyon olmak üzere toplamda 355 adet uçağın satın alınmasına karar vermiştir. PGSUS ise 2028 yılından itibaren teslim edilecek şekilde 100 adet Boeing 737-10 uçak için kesin sipariş vermiş ve ilerleyen yıllarda kesin siparişe çevrilebilir ilave 100 adede kadar Boeing 737-10 uçak için opsiyon siparişinde bulunmuştur.
- Sektör için yolcu artış hızında yavaşlama, güvenlik endişeleri, salgın hastalıklar, jeopolitik riskler, birim gelirlerdeki zayıflık, olumsuz kur hareketleri, petrol fiyatlarındaki keskin yükseliş ve maliyet bazının kötüleşmesi temel risk faktörleridir.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
PGSUS	EÜ	111.850	1.861	223,70	348,00	56%	6,4x	5,0x	7,1x	5,7x	-1%	-12%	2%
THYAO	EÜ	411.240	7.246	298,00	468,00	57%	4,5x	3,4x	3,5x	2,8x	1%	-2%	3%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Otomotiv

- Otomotiv sektöründe 2024 yılı olumsuz beklentilerin olduğu bir yıl olmuştu. Ancak sektöre dair aylık gelen veriler beklenenden daha güçlü bir tablo ortaya koydu. Böylece Türkiye otomotiv endüstrisinin gücünün tekrar test edildiği bir yıl oldu. Öyle ki seneye girilirken 800-900bin adet satış rakamı beklenirken (GY beklenti: 954 bin), Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı (Hafif Araç [HA: Binek + Hafif Ticari]), 2024 yılı Ocak-Aralık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,5 oranında artarak 1.238.509 adet olarak gerçekleşti (2023: 1.232.635 adet). Binek satışları %1,3 oranında artarak 980.341 adet, HTA pazarı ise %2,7 azalarak 258.168 adet oldu. Toplam üretim ise 11A24'te %8 azalışla 1.239.944 adet oldu.
- 2025'te otomotiv endüstrisinde iki farklı yarıyıl bekliyoruz. Yılın ilk yarısında geçen yılın yüksek bazından dolayı karşılaştırmada zorluk çekilecek. İlk çeyrek bitiminden sonra otomotiv endüstrisi daha sağlıklı bir ortam yakalayabilir. Yılın ilk yarısına nazaran, ikinci yarı yılda faiz indirimlerinin etkisini hissettirerek, finansmana erişimde kolaylık yaşanmasıyla daha hareketli bir piyasa oluşabilir. Bizim ana senaryomuzda 2025 yılında sektör adına bir daralma yok. 2024'te 6 farklı ayda 100bin adet sınırı geçilmiş, totalde aylık ortalama 100bin adet seviyesine ulaşılmıştı. Yeni yılda 1,2 milyon adet satış beklentimiz de yine aylık ortalama 100bin adet satışı ima ediyor.
- Son 5 ve 10 yılda ortalama satış adeti 780-900bin aralığında. Yani son 2 yıldır ortalamanın yaklaşık %35 üzerinde satışlar gerçekleşiyor. 2025 yılına dair beklentileri de dikkate aldığımızda yeni normalimiz, Türkiye otomotiv endüstrisi için, 1 milyon adetini üzeri bir seviye olabilir.
- Otomotiv ihracatında en önemli ticari partnerimiz Euro Bölgesi için 2024'te son açıklanan büyüme %0,4 olurken, 2025 büyük vaatler sunmuyor. Yine de otomotiv sektörü adına veriler 2024 için çok da karamsar bir tablo ortaya koymuyor. 2024 yılının ilk 11 ayında yeni araç satışları %0,4 artış ile 9,7 milyon adete ulaştı. Fransa ve Almanya'daki olumsuz satış adetlerine rağmen İspanya pazarı Euro Bölgesi satış hacmine önemli katkılar yaptı. 9A24'te van pazarı ise %8,5 artarak 1,17 milyon adete ulaştı. Van pazarında 4 büyük marketin 4'ü de önemli bir büyüme kaydetti. İspanya %16,7, Almanya %8,2, İtalya %7,3 ve Fransa %5,8 büyüdü. Türkiye toplam ihracatı ise %1,2 azalışla 915bin oldu. Euro bölgesinde otomotiv piyasasını da içeren ileriye dönük karamsar beklentiler uzun vade perspektifte hem ihracat ayağında hem de yurtiçi pazarda ithalatın payının artmasına yönelik risk oluşturabilir.
- Bir diğer boyut ise kapsamımızdaki iki firmanın kendilerine has hikayeleri ile oldukça farklılaşması. Ford yatırımcısına daha güvenli bir liman sunarken, Tofaş ise belirsizliklerin yüksek olduğu ortamda yeni hikayeler üretme ihtimali ve yüksek prim potansiyeli ile dikkat çekiyor. Ford'un VW anlaşması ve verimliliği yükselecek modelleriyle ihracat performansını genişletmesini beklerken, Tofaş ise KO modeli ile azalan üretimi telafi çabasında olacak. Otomotiv sektörüne ilişkin nötr duruşumuza rağmen, özellikle TOASO'da ileriye dönük beklentilerin fazlasıyla göz ardı edildiğine inanıyoruz. Egea'nın yerine gelecek modelin lansmanı ve Stellantis Otomotiv ile ilgili RK onayının gelmesi hisse için potansiyel katalizörler olabilir.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
FROTO	EÜ	333.891	1.082	951,50	1349,15	42%	11,0x	6,5x	9,7x	5,4x	-7%	-1%	-1%
TOASO	EÜ	104.700	946	209,40	295,27	41%	9,7x	6,0x	17,2x	12,8x	4%	-6%	0%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Perakende

- Yeni yılda kurumsal beklentimiz enflasyon patikasının 2024 yılına benzer aşağı yönlü bir trend izlemesi yönünde. Farklı olarak, geçtiğimiz yılın tamamında yüksek faiz hadleri ve sıkı bir para politikası varken, 2025'te ise TCMB önderliğinde faiz hadlerinin enflasyona paralel düşmesini bekliyoruz. Genel ücretler seviyesi ise enflasyon yönetimi açısından tüm yıl odakta kalacak. Dolayısıyla faizlerdeki düşüşe rağmen geçtiğimiz yıla benzer şekilde, hane halkı alım gücünde zayıflık tüm yıl etkisini hissettirebilir.
- Bu perspektifte öne çıkmasını beklediğimiz ilk tema, tüketicinin iskontoğa daha duyarlı hale gelmesi ve ağırlıklı olarak temel gıda ürünlerine bütçe ayırabilecek duruma gelmesi olabilir. Bu tema bizi 3 önemli gelişmeye gebe bırakıyor. Birincisi, yüksek iskontolu gıda perakendecileri daha fazla müşteri çekerken, giyim, mobilya, teknoloji perakendesi gibi hane halkı gücüne daha fazla ihtiyaç duyan sektörler talep tarafında zorluk çekebilir. İkincisi, şanslı gibi görünen yüksek iskontolu gıda perakendecilerinin daha az karlılığa sahip temel gıda ürünleri satışı sebebiyle marj tarafında bir miktar baskı yiyebilir. Üçüncüsü, firmalar talep artışı sağlamak ve pazar payı kaybetmemek uğruna daha fazla promosyon ve indirimler ile brüt karlılıktan ödün vermek pahasına cazibeyi artırmaya çalışabilir.
- Operasyonel gider yönetiminde, azalan enflasyonla birlikte geçtiğimiz 2 yıla nazaran biraz daha kolaylık yaşanabilir. Özellikle gıda perakendecileri için operasyonel giderlerin yaklaşık %50'sini oluşturan personel giderleri daha büyük öneme sahip. Perakendecilerin tamamı için kontrol altına alınmış enflasyonu daha yönetilebilir giderler olarak yorumluyoruz.
- Özel markalı ürünlerinin raflardaki oranı %60'ı aşan BIMAS, müşterilerinin bu markalara olan bağlılığını da göz önüne aldığımızda bir adım önde görünüyor. FİLE formatı da oldukça gözde ve önemli bir potansiyel taşıyor. Henüz satışlardaki ağırlığı %5-6 dolayında. Fiziki büyümede ise Mısır ve Fas'tan destek alıyor. Şok Marketler ise eğer mağaza verimliliğini artırabilirse rekabete ortak olabilir. Bu anlamda Şok 2.0 ile yatırıma başlayan Şok'un, bu yatırımdan geri dönüş alabilmesi için zamana ihtiyacı var. 2024 yılı Şok için kapanan mağaza sayısı fazlalığı nedeniyle fiziki büyümede oldukça zayıf geçti. Migros sektörde, hem mağaza formatlarının çeşitliliği hem de müşteri yelpazesinin genişliği ve alım gücündeki yüksek dayanıklılığı sayesinde pozitif ayrışıyor. Tüm bunlar sonucunda BIMAS'ı en beğendiğimiz şirket olarak model portföyde devam ettiriyoruz. MGROS'u ise SOKM'nin önünde görüyoruz. Şok'u ucuz değerlemesi dışında öne çıkarabilecek bir tema bulmakta zorlanıyoruz.
- Gıda perakendesine kıyasla giyim, mobilya ve teknoloji perakende sektöründe daha fazla zorluk yaşanmasını bekliyoruz. Alım gücüne hassasiyet, talebin elastik olması, kredi koşullarına daha fazla duyarlı olması, pamuk sünger gibi ürünlerde olası fiyat dalgalanmaları dezavantajlar.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
BIMAS	EÜ	322.423	2.293	531,00	847,76	60%	17,1x	11,4x	17,3x	11,6x	4%	-1%	-2%
MGROS	EÜ	95.868	765	529,50	841,22	59%	7,3x	5,0x	15,8x	11,2x	4%	12%	-6%
SOKM	EÜ	24.918	301	42,00	66,09	57%	a.d.	11,9x	87,7x	21,5x	-1%	-17%	-1%
MAVI	EÜ	33.965	335	85,50	130,15	52%	4,7x	3,4x	10,7x	8,6x	0%	-12%	-4%
TKNSA	EÜ	7.980	79	39,70	56,29	42%	3,6x	2,6x	a.d.	16,5x	25%	44%	-3%
YATAS	EÜ	4.218	29	28,16	42,56	51%	6,3x	4,7x	21,1x	9,8x	2%	-1%	0%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Petrol Ürünleri

- 2022 ve 2023'te güçlü marjların etkisiyle popülerleşen petrol ürünleri sektörü, 2024'te marjlarda yaşanan normalleşmeyle birlikte gözden düştü. Sektörde son dönemde hakim olan zayıf görünümün, 2025'te üretim miktarında yaşanması beklenen gerileme sayesinde yerini daha durağan bir tabloya bırakmasını bekliyoruz. 2025'te arz-talep dengesinin 2024'ün son çeyreğine benzer şekilde devam edeceğini; bu koşullarda jeopolitik riskler ve OPEC+ kararlarına bağlı olarak fiyatlarda dönemsel dalgalanmalar görebileceğimizi düşünüyoruz. Sektörü öne çıkarmamızı sağlayabilecek bir katalizör olmasa da kısa vadeli dalgalanmalar yıl içerisinde fırsat yaratabilir.
- 2024'te Asya ve Afrika'daki yeni rafineri açılışları, Avrupa'da gerçekleşen rafineri kapanışlarının etkisini gölgede bıraktı ve rafineri ürünlerinde arz-talep dengesinin arz lehine kaymasına neden oldu. Nijerya'nın günlük 650bin varil petrol işleme kapasitesine sahip Dangote rafinerisi 2024'te %85 kapasiteye ulaştı, 2025'te petrol tedarik sorunlarının çözülmesiyle tam kapasiteye ulaşabilecek. 2025'te Çin, Hindistan ve Endonezya'dan gelecek yeni rafineri açılışları ve kapasite artışlarıyla toplam üretim kapasitesinin günlük 800bin varilin üzerinde artış göstermesi bekleniyor.
- İlk bakışta yukarıdaki ek kapasiteler sektör için baskı faktörü gibi gözükse de 2025'te rafinaj kapasitesinin Avrupa ve ABD öncülüğünde baskılanması bekleniyor. Avrupa'da toplam üretimin %3'üne denk gelen günlük 400bin varil üretimin, 3 farklı rafineri kapanışıyla kalıcı olarak devre dışı kalması planlanıyor. ABD'de de iki farklı rafineri kapanışıyla birlikte günlük 400bin varil üretim devre dışı kalacak. 2025'te toplam kapanmaların etkisinin 1 milyon varile kadar ulaşabileceği tahmin ediliyor.
- Talep tarafında ise tüketimi büyüme figürleri belirleyecek. Özellikle OECD üyesi olmayan ülkelerde ekonomik toparlanma ve artan endüstriyel faaliyetler talebi destekleyebilir. Özetle 2025'e ilk bakışta; arzın sınırlı gerilediği, talepte de küresel büyüme figürlerine bağlı olarak limitli artış görülebileceği bir petrol ürünleri piyasası göze çarpıyor.
- Tüpraş'ın 2024'ü 12\$ olan beklentinin altında, varil başına 11,4\$ ağırlıklandırılmış ortalama ürün marjı (WACM) ile tamamladığını hesaplıyoruz. Şirketin 2025'i de 10\$ bölgesinde ortalama WACM ile geride bırakabileceğini düşünüyoruz. Bu rakam pandemi öncesi 5-6\$ bölgesinde ortalama ürün marjı bölgesinin hala oldukça üzerinde bir performansa işaret ediyor. Tüpraş'ın kârlı iş modelini 2025'te de sürdürmesini ve düzenli temettü dağıtımına devam etmesini bekliyoruz.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
TUPRS	EÜ	289.019	2.285,3	150,00	218,13	45%	4,2x	3,9x	14,4x	11,5x	-2%	-12%	3%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Savunma

- Dünya genelinde ülkelerin savunma bütçelerindeki artış, Türk Savunma sanayinde son yıllarda devam eden dönüşüm, yüksek rekabetin yaşandığı uluslararası savunma pazarında Türkiye'nin artan ihracatı, yerlilik oranının artırılması, yurt dışı bağımlılığının azaltılması için yapılan çalışmalar ve yatırımlardan dolayı savunma sanayi sektörünü beğeniyoruz.
- Türk Savunma Sanayi dışa bağımlılığı azaltmak için son yıllarda kapsamlı dönüşüm geçirmektedir. Yapay zeka, otonom sistemler, siber güvenlik ve uzay teknolojileri gibi alanlarda yapılan yatırımlar yeni ürünlerin geliştirilmesi ve pazarlama faaliyetlerinin güçlendirilmesiyle birlikte savunma sanayi ürünlerini dünyanın farklı bölgelerine ihraç edebilecek yeteneğe ulaşmıştır. Jeopolitik gelişmeler, Ortadoğu'daki istikrarsızlık ve Türkiye'nin sınır güvenliği endişeleri, Türkiye'nin savunma sanayisindeki yerli üretimi artırmaya yönelik önemli adımları savunma harcamalarını artıran önemli etkenler arasındadır. 2023 yılında dünya genelinde askeri harcamalar, bir önceki yıla göre %6,8 artarak 2 trilyon 443 milyar dolara ulaşarak rekor kırmıştır. 2023 yılında en fazla askeri harcama yapan ilk 10 ülke sırasıyla ABD (916 milyar dolar), Çin (296 milyar dolar), Rusya (109 milyar dolar), Hindistan, Suudi Arabistan, İngiltere, Almanya, Ukrayna, Fransa ve Japonya olmuştur. Türkiye, 2023 yılı itibarıyla yaklaşık 28,7 milyar dolarlık bir savunma harcamasıyla, dünyada askeri harcama sıralamasında 20. sırada yer almaktadır. 2023 yılında NATO ülkeleri GSYH'lerinin ortalama %2,6'sını savunmaya harcamıştır. 2014'te verilen karar doğrultusunda İttifak üyeleri, GSYH'lerinin en az %2'sini savunmaya harcama taahhütü vermiştir. (Harcamanın GSYH'in içinde %3'üne çıkarılması yönünde tavsiyeler bulunmaktadır. Türkiye'nin savunma harcamaları son 5 yılda GSYH'sinin %2'si civarındadır.) Söz konusu taahhüdü karşılayan üye devlet sayısı 2022 yılında 7 iken bu yıl itibarıyla 23'e yükselmiştir.
- Türkiye'nin savunma bütçesi içerisinde; mal ve teçhizat tedarikinin payı 2025 yılı için 9,2 milyar ABD\$ civarında olması 2025 bütçesinde kabul edilmiştir. Tarihsel olarak ASELSAN savunma sanayi harcamalarından önemli bir pay aldığı düşünüldüğünde 2025 yılı savunma sanayi bütçesinden aldığı pay doğrusal olarak artabilir. NATO ülkelerindeki savunma sanayi harcamalarının GSYH içinde payının %2'nin üzerine çıkması için yaptıkları harcamalarda artış (özellikle Doğu Avrupa ve Baltık ülkelerinde), ASELSAN için bir ihracat potansiyeli taşımaktadır.
- ASELSAN'ın toplam iş yükü, sürekli devam eden yeni proje alımları sayesinde 3Ç24 sonunda 12,6milyar ABD\$'lık büyüklüğe erişerek, 2023'teki 10,9 milyar ABD\$'lık büyüklüğüne kıyasla ciddi bir sıçrama kaydetmiştir. Bu sebeple, ASELSAN'ın büyüme anlamında yeni bir platoya ulaştığını düşünüyoruz. Türkiye'nin yükselen savunma bütçesi ve ASELSAN'ın stratejik konumu düşünüldüğünde, önümüzdeki dönemde de ASELSAN'daki büyümenin süreceğine inanıyoruz. ASELSAN hem doğrudan hem de dolaylı olarak başka firmaların sözleşmeleri üzerinden ihracat yapmaktadır. 9Y24'te toplam gelirler içinde ihracatın payı %13,2'tir. Şirket ihracatını artırmaya odaklanmış olup yurtdışı ofisler, temsilcilikler açarak ihracat odaklı büyüme stratejisini sürdürmektedir.

BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
ASELS	EÜ	341.316	2.054,5	74,85	110,00	47%	14,7x	10,2x	26,9x	18,6x	4%	15%	1%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Telekom

- Telekom sektörü için olumlu görüşümüz devam etmektedir. 2025 yılında enflasyonist fiyatlama politikasının ve ARPU büyümesinin devamını bekliyoruz. Abone başına elde edilen gelir (ARPU) faturalı abonelerde, faturasızlara göre daha yüksek olduğu ve daha öngörülebilir gelir oluşturduğu için faturalı abone kazanımı temel odak noktası olmaya devam edecektir. Hatırlatmak gerekirse, 3Ç24 itibarıyla Türk Telekom'da mobil abonelerin %74'ü ve Turkcell'de ise %73,9'u faturalı abonedir.
- 2025 yılında yapılması ve 2026 yılında da kullanılması planlanan 5G süreci ve Türk Telekom için ise 28 Şubat 2026'da sonlanacak olan İmtiyaz Sözleşmesi'nin yenilenmesi ile ilgili gelişmeler telekom sektörünün 2025 yılında ön planda olmasını sağlayabilir.
- Yılın son çeyreği genel olarak telekom operatörlerinin net abone kazanımı için rekabetin yoğunlaştığı bir dönemdir. Ayrıca 2Ç24 ile birlikte sektörde fiyat rekabetinin arttığı söylenebilir. 5G ihalesi ile birlikte, operatörlerin yüklü yatırımları için çok sert fiyat ve pazar payı rekabetine gitme ihtimalinin düşük olacağını düşünüyoruz.
- 5G yatırımları için daha fazla fiber altyapıya ihtiyaç olduğu sektörün bir gerçeğidir. 2Ç24 itibarıyla Türkiye'deki bütün işletmecilerin sahip olduğu fiber altyapı yıllık %8'lik bir artışla 576.569 km'ye ulaşmıştır. Bu altyapının yaklaşık %77,9'u Türk Telekom'undur.
- Hatırlatmak gerekirse, Türk Telekom ve Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK) arasında 14 Kasım 2005 tarihinde imzalanmış bir İmtiyaz Sözleşmesi bulunmaktadır. İmtiyaz Sözleşmesi ile Türk Telekom'a 28 Şubat 2001 tarihinden başlamak üzere 25 yıl süre ile her türlü telekomünikasyon hizmetinin sağlanması, gerekli telekomünikasyon tesislerinin kurulması, bu tesislerin diğer lisanslı operatörler tarafından kullanılması ve telekomünikasyon hizmetlerinin pazarlaması ve tedariki hakları sunulmaktadır. İmtiyaz sözleşmesinin çözülmesi Türk Telekom için daha öngörülebilir yatırım ortamının oluşmasını sağlayabilir ve çeşitli fırsatları getirebilir.
- Turkcell tarafında ise, Superonline, Global Tower ve Paycell için ayrı ayrı stratejik yatırımcı, iş birliği ya da halka arz gibi konuları değerlendirdikleri daha önce belirtilmişti. Piyasa koşullarındaki iyileşme bu konuda beklentileri ve haber akışlarını artırabilir.
- Telekom operatörlerinin yenilenebilir enerji alanlarındaki yatırımlarını, enerji fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı koruma, enerji güvenliği, enerji maliyetlerinin azaltılması ve çevresel etki anlamında önemli buluyoruz. Turkcell, 2026 yılında kullanımının yaklaşık %65'ini kendi yenilenebilir enerji kaynaklarından karşılayabilme hedefi nulanmaktadır. Bu kapsamda 54MW olan GES kurulu gücünü 2026 yılına kadar 300MW'a çıkarmayı planlamaktadır. Türk Telekom'un yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşan toplam kurulu gücü 4,3 MW'tır. 1Ç25'te başlanması planlanan toplam 406MW'lık GES yatırımları, şirketin mevcut elektrik tüketiminin yaklaşık %65'ine karşılık gelmektedir.

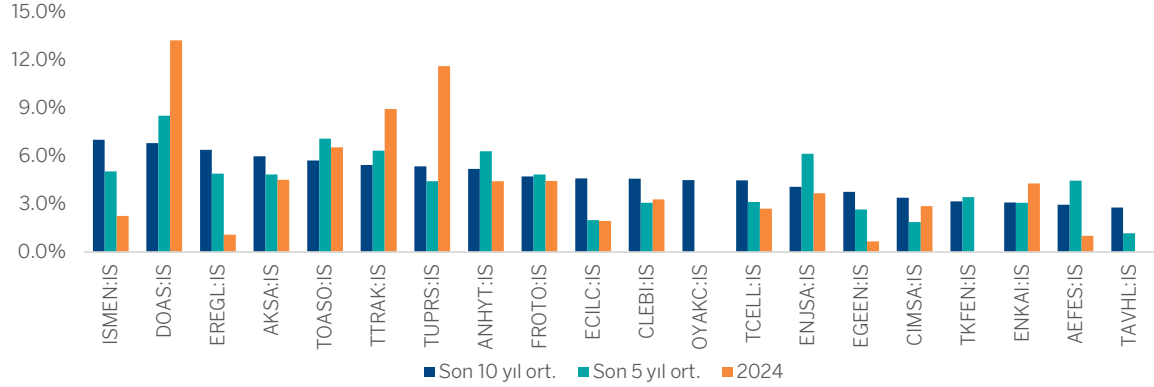
BIST Kodu	Tavsiye	Piyasa Değeri (mnTL)	Ort. Hacim 3 Ay (mnTL)	Hisse Fiyatı (TL)			FD/FVAÖK		F/K		BIST 100 Rölatif Getiri		
				Kapanış	12A Hedef	Potansiyel	2024T	2025T	2024T	2025T	1 Ay	3 Ay	YBB
TCELL	EÜ	216.700	2.044	98,50	148,00	50%	3,6x	2,8x	9,5x	8,3x	6%	3%	4%
TTKOM	EÜ	159.530	927	45,58	69,00	51%	3,8x	2,9x	29,9x	29,9x	-4%	-14%	2%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Temettü

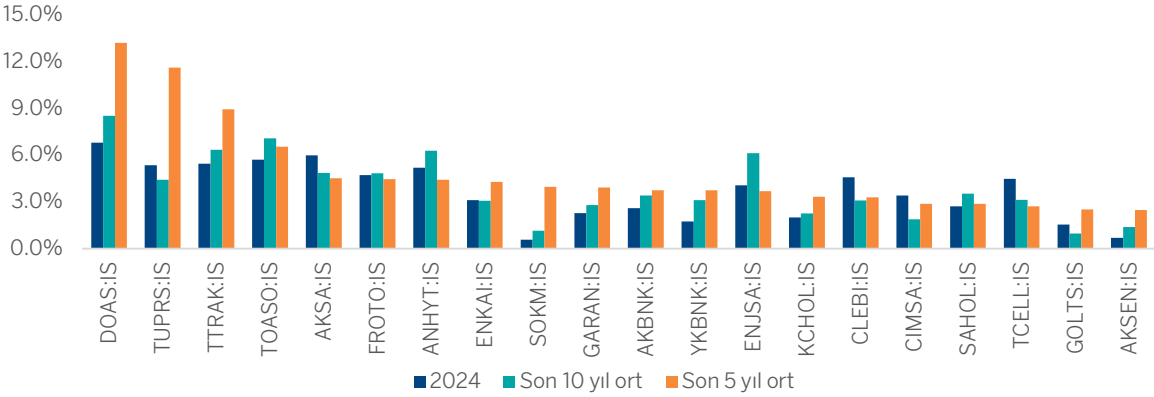
2024 yılının son çeyrek finansallarının ardından, 2025 yılında temettü beklentilerinin önem kazanacağı ve piyasa tarafından fiyatlamaların başlayacağı bir dönem yaşayacağız. Bu bölümde BIST100 endeksinin temettü verim analizini yaparken, uzun vadeli perspektifte hangi şirketlerin temettü tarafında daha iyi performans gösterdiğini inceledik.

Son 10 yıl en yüksek temettü verimine ulaşan BIST100 şirketleri



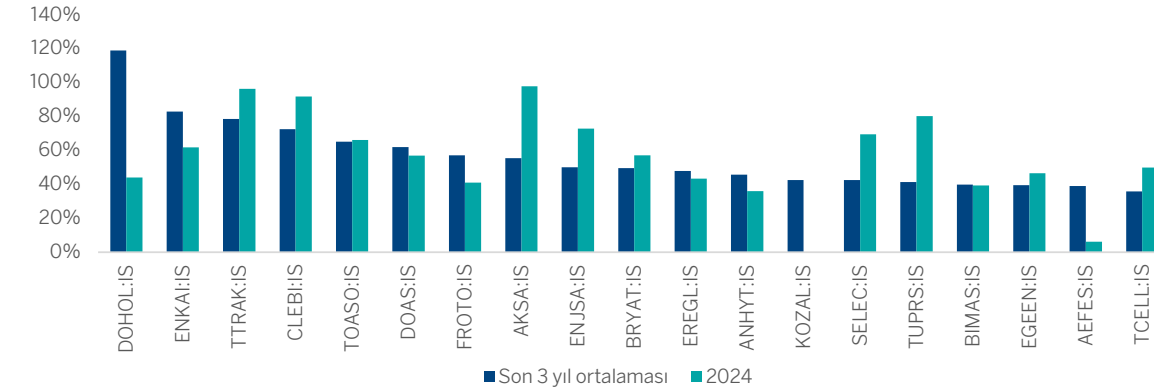
Kaynak: Equity RT, Garanti BBVA Yatırım

2024'te en yüksek temettü verimine ulaşan BIST100 şirketleri



Kaynak: Equity RT, Garanti BBVA Yatırım

Son 3 yıl en yüksek temettü dağıtım oranına sahip BIST100 şirketleri



Kaynak: Equity RT, Garanti BBVA Yatırım

Tavsiye Listesi

Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K		F/DD		Özkaynak Get.	
								2024T	2025T	2024T	2025T	2024T	2025T
GARAN	Not Yok	129,10	-	-	542.220	15.373	2.644	3,6	2,5	-	0,69	31,0%	33,0%
YKBNK	EÜ	32,18	44,0	37%	271.826	7.707	4.548	3,8	2,6	1,0	0,8	31,0%	34,0%
HALKB	EP	17,28	20,5	19%	124.153	3.520	710	3,7	2,3	0,7	0,5	21,0%	26,0%
ISCTR	EÜ	14,08	19,5	38%	352.000	9.980	5.195	3,4	2,6	0,9	0,7	30,0%	30,0%
VAKBN	EÜ	24,24	31,5	30%	240.362	6.815	628	3,6	2,4	0,9	0,6	27,0%	30,0%
AKBNK	EÜ	66,20	88,0	33%	344.240	9.760	4.138	3,7	2,7	1,0	0,8	32,0%	33,0%
TSKB	EÜ	12,79	17,5	37%	35.812	1.015	246	2,3	1,9	0,8	0,6	40,0%	35,0%

Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K	
								2024T	2025T
KCHOL	EÜ	186,50	295,00	58%	472.945	13.409	3.003	-305,1	13,0
SAHOL	EÜ	102,10	143,77	41%	214.448	6.080	1.610	-29,8	12,2

Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K		FD/FVAÖK		FD/Satış	
								2024T	2025T	2024T	2025T	2024T	2025T
EKGYO	EP	13,93	15,5	11%	52.934	1.501	2.348	13,0	5,8	11,2	9,0	2,5	2,0

Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	Ort. Hacim**	F/K		FD/FVAÖK		FD/Satış	
								2024T	2025T	2024T	2025T	2024T	2025T
AEFES	EP	175,50	226,9	29%	103.914	2.946	928	10,7	7,6	5,53	4,00	0,80	0,59
ARCLK	EP	145,00	202,0	39%	97.981	2.778	365	5,7	4,7	3,4	2,4	0,5	0,4
* ASEL	EÜ	74,85	110,0	47%	341.316	9.677	2.057	-15,8	17,5	7,6	4,9	0,5	0,4
* BIMAS	EÜ	531,00	847,8	60%	322.423	9.141	2.166	26,9	18,6	14,7	10,2	3,5	2,6
CCOLA	EÜ	59,10	83,5	41%	165.366	4.688	480	17,3	11,6	17,1	11,4	0,7	0,5
KOZAA	EP	70,95	98,0	38%	27.534	781	738	8,8	6,3	7,6	5,4	1,3	0,9
KOZAL	EP	22,54	32,0	42%	72.184	2.047	2.049	-116,2	17,1	5,5	4,3	1,5	1,2
* MAVI	EÜ	85,50	130,1	52%	33.965	963	345	67,2	22,4	22,8	17,5	6,5	5,1
MGROS	EÜ	529,50	841,2	59%	95.868	2.718	756	10,7	8,6	4,7	3,4	0,9	0,6
PGSUS	EÜ	223,70	348,0	56%	111.850	3.171	1.816	15,8	11,2	7,3	5,0	0,3	0,2
SISE	EP	42,54	62,0	46%	130.309	3.695	1.267	7,1	5,7	6,4	5,0	1,9	1,5
SOKM	EÜ	42,00	66,1	57%	24.918	706	382	15,6	10,4	16,3	8,6	1,2	0,9
TCELL	EÜ	98,50	148,0	50%	216.700	6.144	1.995	87,7	21,5	-18,0	11,9	0,1	0,1
TTKOM	EÜ	45,58	69,0	51%	159.530	4.523	824	9,5	8,3	3,6	2,8	1,5	1,2
THYAO	EÜ	298,00	468,0	57%	411.240	11.659	7.778	29,9	29,9	3,8	2,9	1,4	1,1
ULKER	EÜ	121,50	182,7	50%	44.867	1.272	693	3,5	2,8	4,5	3,4	0,9	0,7
* YATAS	EÜ	28,16	42,6	51%	4.218	120	33	8,5	8,7	5,0	3,6	0,9	0,6
TKNSA	EÜ	39,70	56,3	42%	7.980	226	100	21,1	9,8	6,3	4,7	0,6	0,5
* TUPRS	EÜ	150,00	218,1	45%	289.019	8.194	2.832	10,7	16,5	3,6	2,6	0,1	0,1
FROTO	EÜ	951,50	1349,2	42%	333.891	9.466	995	-5,7	16,5	4,2	3,9	0,3	0,3
TOASO	EÜ	209,40	295,3	41%	104.700	2.968	964	14,4	11,5	4,6	3,9	0,8	0,5
* EREGL	EP	24,72	28,8	16%	173.040	4.906	5.000	9,7	5,4	11,0	6,5	0,8	0,5
* KRDM	EÜ	28,36	40,9	44%	22.127	627	1.276	17,2	12,8	9,7	6,0	0,9	0,7
XU100		10.075			8.840.899	250.656	85.213	6,8	4,8				

*: BIST Katılım Endeksine Dahildir, **: 6 aylık, (mn TL), EÜ: Endeks Üzeri, EP: Endeks Paralel, EA: Endeks Altı, GG: Gözden Geçiriliyor

BIST-100 Piyasa Beklentileri

2025'te en yüksek kar büyümesi beklenen şirketler	2024T	2025T	2026T	25-24 Artış	26-25 Artış	2024T F/K	2025T F/K	2026T F/K
TKFEN:IS	168	881	1.984	424%	125%	143,7	27,4	12,2
EKGYO:IS	4.361	10.222	11.569	134%	13%	12,1	5,2	4,6
TTKOM:IS	6.227	14.092	23.520	126%	67%	26,1	11,5	6,9
ISCTR:IS	47.218	101.221	133.750	114%	32%	7,5	3,5	2,6
AKBNK:IS	45.711	80.941	117.566	77%	45%	7,6	4,3	3,0
TOASO:IS	7.131	12.231	16.356	72%	34%	14,6	8,5	6,4
VAKBN:IS	40.078	61.505	90.068	53%	46%	6,0	3,9	2,7
MGROS:IS	7.281	11.041	13.621	52%	23%	13,1	8,7	7,0
TAVHL:IS	6.979	10.419	11.754	49%	13%	14,2	9,5	8,4
TSKB:IS	9.948	13.530	15.467	36%	14%	3,7	2,7	2,4
EREGL:IS	14.088	18.312	21.337	30%	17%	12,3	9,4	8,1
ULKER:IS	6.186	7.980	13.567	29%	70%	7,0	5,5	3,2
DOHOL:IS	4.692	5.991	-	28%	-100%	8,3	6,5	a.d.
CCOLA:IS	15.588	18.908	22.198	21%	17%	10,6	8,7	7,4
AEFES:IS	16.668	20.079	-	20%	-100%	6,2	5,2	a.d.
MAVI:IS	4.117	4.903	5.968	19%	22%	8,2	6,9	5,7
TCELL:IS	26.310	31.286	46.500	19%	49%	8,2	6,9	4,6
PGSUS:IS	13.769	15.844	16.523	15%	4%	8,1	7,0	6,7
ENKAI:IS	25.427	29.259	32.681	15%	12%	11,8	10,3	9,2
ALARK:IS	12.378	13.176	-	6%		3,4	3,2	a.d.

Kaynak: EquityRT, Garanti BBVA Yatırım

2025'te en yüksek Satış büyümesi beklenen şirketler	2024T	2025T	2026T	25-24 Artış	26-25 Artış	2024T FD/NS	2025T FD/NS	2026T FD/NS
TOASO:IS	130.724	227.404	275.939	74%	21%	0,8	0,5	0,4
OTKAR:IS	30.125	50.033	77.979	66%	56%	2,3	1,4	0,9
KOZAL:IS	11.019	17.363	17.771	58%	2%	a.d.	a.d.	a.d.
KOZAA:IS	10.926	16.587	18.671	52%	13%	1,2	0,8	0,7
ASTOR:IS	31.208	45.807	a.d.	47%	a.d.	2,3	1,6	a.d.
MGROS:IS	289.231	398.452	499.568	38%	25%	0,3	0,2	0,2
BIMAS:IS	531.622	726.701	859.492	37%	18%	0,6	0,4	0,4
TCELL:IS	165.763	222.047	279.167	34%	26%	1,4	1,0	0,8
SOKM:IS	201.224	269.251	324.249	34%	20%	0,2	0,1	0,1
TTKOM:IS	159.237	210.810	263.545	32%	25%	1,4	1,1	0,9
FROTO:IS	602.329	795.785	1.055.160	32%	33%	0,7	0,5	0,4
ASELS:IS	111.629	147.470	195.826	32%	33%	2,7	2,0	1,5
CCOLA:IS	137.506	178.275	222.750	30%	25%	1,3	1,0	0,8
AEFES:IS	229.456	293.155	356.881	28%	22%	0,6	0,5	0,4
ARCLK:IS	424.379	537.194	684.449	27%	27%	0,5	0,4	0,3
KRDMD:IS	59.236	74.848	88.447	26%	18%	0,4	0,3	0,2
MAVI:IS	40.165	50.702	60.088	26%	19%	0,8	0,7	0,6
PGSUS:IS	109.955	138.451	145.347	26%	5%	2,0	1,6	1,5
PETKM:IS	76.868	96.404	109.451	25%	14%	1,2	1,0	0,9
ENKAI:IS	102.143	128.078	147.929	25%	15%	1,6	1,3	1,1

Kaynak: EquityRT, Garanti BBVA Yatırım

2025'te en yüksek FAVOK büyümesi beklenen şirketler	2024T	2025T	2026T	25-24 Artış	26-25 Artış	2024T FD/FVAÖK	2025T FD/FVAÖK	2026T FD/FVAÖK
PETKM:IS	1.274	8.868	11.980	596%	35%	73,3	10,5	7,8
OTKAR:IS	416	2.190	10.198	427%	366%	170,0	32,2	6,9
SOKM:IS	1.086	5.557	8.894	412%	60%	28,7	5,6	3,5
KOZAA:IS	3.192	6.735	8.645	111%	28%	4,2	2,0	1,6
SAHOL:IS	109.681	220.581	336.105	101%	52%	18,5	9,2	6,0
KOZAL:IS	4.265	8.380	8.497	96%	1%	14,7	7,5	7,4
BIMAS:IS	23.541	39.638	58.150	68%	47%	13,4	8,0	5,4
TOASO:IS	11.244	18.927	23.421	68%	24%	9,4	5,6	4,5
ARCLK:IS	24.643	39.927	52.923	62%	33%	7,8	4,8	3,6
EREGL:IS	27.855	44.716	51.528	61%	15%	9,2	5,7	5,0
EKGYO:IS	8.877	13.854	16.202	56%	17%	5,5	3,5	3,0
FROTO:IS	44.493	66.444	88.533	49%	33%	9,5	6,3	4,8
VESTL:IS	6.832	10.073	a.d.	47%	a.d.	10,8	7,3	a.d.
ASTOR:IS	11.119	16.086	a.d.	45%	a.d.	6,5	4,5	a.d.
SISE:IS	15.200	21.943	29.983	44%	37%	13,7	9,5	6,9
VESBE:IS	6.912	9.899	13.565	43%	37%	5,5	3,9	2,8
KRDMD:IS	5.234	7.353	10.642	40%	45%	4,1	2,9	2,0
MGROS:IS	14.284	19.840	29.175	39%	47%	5,4	3,9	2,6
TTKOM:IS	59.325	82.179	106.200	39%	29%	3,8	2,8	2,1
KCHOL:IS	268.400	363.002	252.002	35%	-31%	9,2	6,8	9,8

Kaynak: EquityRT, Garanti BBVA Yatırım

2025'te en yüksek FAVOK marj büyümesi beklenen şirketler	2024T	2025T	2026T	25-24 Artış	26-25 Artış
KOZAA:IS	29,2%	40,6%	46,3%	11,4pp	5,7pp
KOZAL:IS	38,7%	48,3%	47,8%	9,6pp	-0,4pp
PETKM:IS	1,7%	9,2%	10,9%	7,5pp	174,7%
AKSEN:IS	27,5%	33,0%	32,5%	5,4pp	-46,9%
EREGL:IS	13,3%	18,0%	19,8%	4,7pp	1,8pp
OTKAR:IS	1,4%	4,4%	13,1%	3,0pp	8,7pp
SISE:IS	8,2%	10,7%	11,4%	2,5pp	67,7%
VESTL:IS	4,8%	7,1%	a.d.	2,3pp	a.d.
TAVHL:IS	30,2%	32,3%	28,7%	2,1pp	-3,6pp
VESBE:IS	8,9%	10,8%	11,0%	1,9pp	19,1%
TTKOM:IS	37,3%	39,0%	40,3%	1,7pp	1,3pp
ARCLK:IS	5,8%	7,4%	7,7%	1,6pp	30,0%
SOKM:IS	0,5%	2,1%	2,7%	1,5pp	0,7pp
KCHOL:IS	14,9%	16,1%	11,7%	1,2pp	-4,4pp
BIMAS:IS	4,4%	5,5%	6,8%	1,0pp	131,1%
KRDMD:IS	8,8%	9,8%	12,0%	1,0pp	220,8%
FROTO:IS	7,4%	8,3%	8,4%	1,0pp	0,0pp
SAHOL:IS	11,8%	12,7%	12,8%	0,9pp	0,0pp
ALARK:IS	7,4%	8,2%	a.d.	0,9pp	a.d.
CIMSA:IS	18,7%	19,5%	22,1%	0,8pp	2,7pp

Kaynak: EquityRT, Garanti BBVA Yatırım

Araştırma/Y. Danışmanlığı/ U. Piyasalar

OZGUR YURTDASSEVEN	Direktör	OYurtdasseven@garantibbva.com.tr
MAKROEKONOMİ		
NIHAN ZIYA ERDEM		NihanZ@garantibbva.com.tr
YATIRIM DANIŞMANLIĞI		
HALUK ACAR	BIST, VIOP	HAcar@garantibbva.com.tr
EMRE MURSALOĞLU	Döviz, faiz piyasaları	ArifMu@garantibbva.com.tr
ULUSLARARASI PİYASALAR		
CEM TOZGE	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	ctozge@garantibbva.com.tr
NIHAT UĞUR	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	BurakUg@garantibbva.com.tr
EFE TALU ERDENER	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	FfeFr@garantibbva.com.tr
ARAŞTIRMA - TEMEL ANALİZ		
	Bankacılık	
RECEP DEMİR, CFA	Gayrimenkul Holding	RDemir@garantibbva.com.tr
	Beyaz Eşya	
	Cam	
HALİL KAHVE	Havayolları Madencilik Savunma Telekom	HKahve@garantibbva.com.tr
	Perakende	
EMİN TAY	Gıda & İçecek Otomotiv	ETay@garantibbva.com.tr
	Demir Çelik	
CENK ÖZDEMİR	Petrol Ürünleri	cozdemir@garantibbva.com.tr

*Garanti Bankası için tavsiyemiz ve raporumuz bulunmamaktadır.

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40