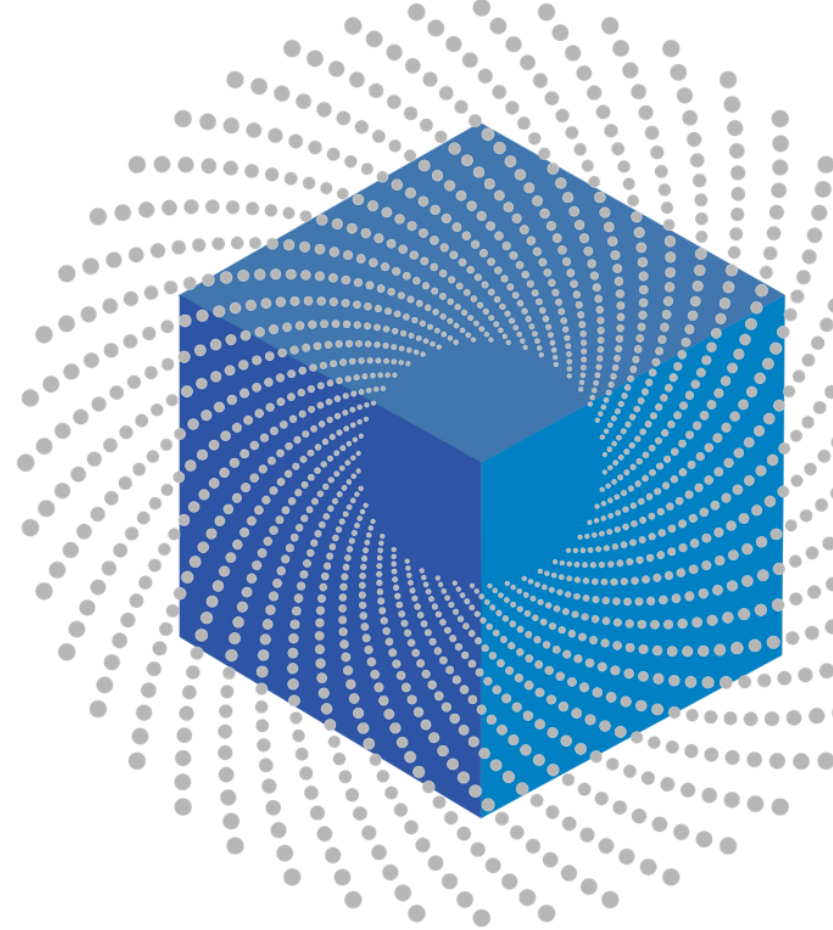




Türkiye Hisse Senedi Stratejisi

Ocak 2025
Araştırma Müdürlüğü



► **Yatırım Özeti**
En Çok Önerilen Hisseler
Sektör Açıklamaları



Yatırım Özeti

2024 yılı değerlendirmesi

- MSCI Türkiye endeksi 2024 yılında %18,1 dolar bazlı getiri ile, MSCI-Tüm Dünya endeksinin (%19,0) hafif altında, MSCI GOÜ endeksinin (%8,1) üzerinde getiri elde etti. Bu dönemde ABD hariç tüm dünya endeksi %6,0 artarken, Çin hariç gelişmekte olan ülkeler endeksi sadece %4,2 yükseldi.
- Dolar bazında güçlü performansına rağmen Borsa İstanbul 2024 yılında reel olarak %10,9 kayıpla, 2023 yılına benzer (%-10,5) bir performans gösterdi. İki yılın ortak özelliği uygulanan sıkı para politikası. Finansal baskılama uygulanan 2022 yılında endeks %61,8 artış ile rekor yüksek bir getiri sağlamıştı.
- 2024 yılında sabit getirili kıymetlerde 20 milyar doları aşan bir yabancı yatırımcı girişi olurken BIST’de yıl genelinde 2.6 milyar dolar satış kaydedildi. Yılın ilk yarısında ekonomi politikalarındaki normalleşme ile birlikte hisse senetlerine giren yabancı sermayenin ikinci yarıda fazlasıyla çıktığı görülüyor. Hisse senedindeki satışın uygulanan politikalar nedeniyle büyümenin yavaşlaması ve karlardaki gerileme kaynaklı olduğunu düşünüyoruz. Enflasyon muhasebesinin kar marjı ve faaliyet karlarını aşağı çekmesi bu etkiyi daha da artırdı.
- Buna rağmen, yerleşik yatırımcının ilgisi sayesinde Borsa İstanbul gelişmekte olan piyasalara göre çok daha güçlü bir performans gösterdi. Değerlemeler halen dünyaya göre cazip seviyelerde. MSCI Türkiye endeksi 9,1 F/K oranı ile (12 ay ilerisi için beklenti 5,4), MSCI GOÜ endeksine göre %40 civarında ıskontolu işlem görmekte (MSCI GOÜ F/K : 15,4x, 12 ay ilerisi için beklenti 11,9x)
- Öte yandan 2024 sektörel bazda performansların keskin bir şekilde ayrıştığı bir yıl oldu. Nitekim, bankacılık sektör endeksi (XBANK) %41 dolar bazlı getiri ile ilk sırada yer alırken, hizmetler (XUHIZ) %18 getiri elde etti. Sanayi sektörü hisseleri (XUSIN) ise, yılı %5 kayıpla kapattı. Sanayi hisselerinin hizmetlere göre zayıf performansının Türkiye ile sınırlı olmayan küresel bir eğilim olduğunu vurgulayalım.
- Makro dengelerin yeniden tesis edilmesi, özellikle TCMB net rezervlerinin kısa süre içerisinde eksiden artıya dönmesi, cari açığa kaydedilen iyileşme, yurtiçi yerleşik yatırımcıların portföy tercihlerinin TL’ye dönmesi, yabancı yatırımcıların sabit getirili kıymetlerdeki alımları, ve enflasyonu düşürmeye yönelik parasal sıkılaştırma adımlarının, BIST ‘de öncelikli olarak bankacılık sektörü ve ardından gayrimenkul yatırım ortaklıkları üzerinden fiyatlandığını söyleyebiliriz.

Yatırım Özeti

- BIST Hizmetler endeksinin yaklaşık %23'lük kısmı perakende şirketlerinden, %25'i havacılık sektöründen, ve %13'lük kısmı telekomünikasyon şirketlerinden oluşmakta. 2024 yılında perakende sektörü şirketleri yüksek enflasyon ortamında harcamaların öne çekilmesi ve ücret artışlarının yarattığı harcama etkisinden olumlu etkilenirken, nominal bazda yüksek büyüme oranları kaydetti. Havacılıkta pandemi sonrası toparlanma, yolcu ve kapasite artışlarıyla desteklenirken, telekomünikasyon sektörü fiyat artışları, abone sayıları ve abone başına gelir büyümesinin desteği ile kar momentumunu korudu.
- Tüm dünyada olduğu gibi, Türkiye'de de 2024 yılı sanayi şirketlerinin zorlandığı bir yıl oldu. Olumsuz küresel konjonktüre ek olarak, gelirlerinin önemi bir kısmı yurtdışı veya ihracat kaynaklı olan Türk sanayi şirketleri, TL'nin enflasyona karşı değer kazandığı bir dönemde, enflasyona göre düzeltilmiş kar rakamlarını büyütmede zorlandılar. Enflasyon düzeltilmesi ve kur kaynaklı etkilerin 2025 yılında normalize olması beklenirken, küresel talep kaynaklı zorlukların devam etmesi beklenmekte.

Yatırım Özeti

2025 yılı yatırım temaları

- 2025 yılına Fed'in faiz indirim döngüsünün yavaşladığı, doların güçlendiği, uzun vadeli devlet tahvili faizlerinin yükseldiği zorlu bir konjunktürde başladık. Beklentilerden daha güçlü gelen Aralık ayı ABD tarım dışı istihdam verisi sonrası kayıplar ılımlı enflasyon verisi sonrası kısmen toparlandı. Geçmiş veri, doların güçlendiği ve ABD tahvil faizlerinin yükseldiği dönemlerde gelişmekte olan ülke varlıklarının baskı altında kaldığını gösteriyor. Ancak bu taşayazılmış kesin bir hüküm değil. Doğru politikalarla kendi hikayesini yazabilen ülkeler bu dönemlerde de pozitif ayrışabiliyor.
- Türkiye bu anlamda yıla iyi başladı. Asgari ücrete geçmiş enflasyonun altında bir zam yapılması, enflasyon dinamiklerindeki iyileşme ve kademeli faiz indirim patikası sinyali küresel risk iştahının zayıflamaya başladığı bir ortamda yabancı yatırımcının Türkiye'ye yönelik güvenini destekliyor. Ocak ayında uluslararası yatırımcılar ile yapılacak toplantılara yoğun bir yabancı ilgisi görülüyor.
- Düşük baz etkisi de dikkate alındığında 2025 yılında hisse senedi piyasasında yabancı net alım tarafında olabileceğini düşünüyoruz. Özellikle iskontolu blok satış ve büyük şirketlerin halka arzlarına yabancı ilgisi olabilir. FED faiz indirimlerinin sınırlı kaldığı, uzun vadeli devlet tahvillerinin yükseldiği gelişmekte olan ülkelerin aleyhine bir konjunktürde dahi Türkiye doğru makro politikalar uygulayarak 2024 yılı ilk yarısında olduğu gibi kendini diğer gelişmekte olan ülkelere olumlu ayırabilir.
- Dünya piyasalarından bağımsız TCMB'nin faiz indirim döngüsü 2025 yılı genelinde ana yatırım temalarından birisi olmaya devam edecek. Bankacılık sektörü düşük baz etkisi de dikkate alındığında faiz indirimlerinden olumlu etkilenecek sektörlerin başında geliyor. Kredi büyümesi tarafındaki kısıtlamaların kademeli olarak kalkması (tüketici kredileri üzerindeki sınırlamaların daha uzun süre kalması beklenebilir), enflasyon başta olmak üzere makro dengelerin tesis edilmesi, risk priminde olası gerileme ve yabancı sermaye girişleri bankacılık sektörü hisselerini desteklemeye devam edecek.
- Faize duyarlı diğer bir sektör gayrimenkul yatırım ortaklıkları. Konut piyasası faiz indiriminin başlayacağı beklentisi ile son aylarda canlanmaya başladı. Enflasyonun gerilemesi, birikmiş talebin konut satışlarını desteklemesi, ve vergi muafiyetinden faydalanmaya devam etmeleri için temettü dağıtmak zorunda olmaları GYO'ları 2025 yılında da ön planda tutabilir.
- Hizmet sektöründe, telekomünikasyon ve havacılık şirketlerinin 2025 yılında da kar momentumunu korumalarını bekliyoruz. Buna karşın, gıda perakendesinde enflasyonun düşmesi, sınırlı asgari ücret artışı ile nominal büyüme rakamlarının da gerilemesi beklenirken, enflasyon muhasebesinin faaliyet kar marjları üzerindeki olumsuz etkisi azalacaktır.

Yatırım Özeti

2025 yılı yatırım temaları

- Sanayi şirketlerinde yurtdışı ve yurtiçi talep koşullarında 2025 yılında oldukça sınırlı bir toparlanma öngörmekteyiz. Savunma, çimento ve enerji şirketlerinin ise bu alanda istisna oluşturabileceğini düşünüyoruz. Türkiye'nin 2025 yılında da savunma harcamalarının yüksek kalması, bölgedeki jeopolitik riskler, ve Türk şirketlerinin ihracat pazarlarında paylarının arttırması, savunma sanayiini desteklemeye devam edecek. Çimentoda ise deprem felaketinin yarattığı ilave ihtiyaç, Suriye'nin yeniden inşası ve Ukrayna'da Rusya ile olası ateşkes sonrası oluşacak talep, hacimleri destekleyecek. Öte yandan, kurda ve enerji fiyatlarında sınırlı artışlar marjları olumlu etkilemeye devam edecek. Enerji sektöründe ise yenilenebilir enerji kapasite artışları ve elektrik fiyatlarında 2024 yılının düşük baz etkisi yıllık bazda kar rakamlarını büyütecek. Son olarak enflasyondaki yavaşlama ve kur artışının enflasyona nispeten yakın seyretmesi, enflasyon düzeltilmesinin sanayi şirketlerinin ciro ve kar büyümeleri üzerindeki olumsuz etkisini azaltacak ve teknik olarak kar momentumunu destekleyecek.

Yatırım Özeti

• Model Portföy

- Model portföyde bankacılık ağırlığımızı holdinglerden gelen dolaylı katkı ile birlikte yaklaşık %30 seviyesinde koruyoruz. Bankalar faiz indirim döngüsünün desteği ve düşük baz etkisi ile 2025 yılında karını en çok arttıracak sektörlerden.
- Garanti Bankası (**GARAN.IS**) güçlü bilançosu ve yüksek karlılığı ile bankacılık sektöründe öne çıkardığımız isim olmaya devam ediyor. Akbank ve Yapı Kredi'de holdingler vasıtasıyla dolaylı pay alıyoruz. TSKB (**TSKB.IS**) ise güçlü büyüme ve karlılığının yanı sıra mevduat bankalarının tabi olduğu büyüme kısıtlamalarından etkilenmiyor.
- Cazip değerlemeleri ve kaliteli iştirakleri nedeniyle iki ana holdingi (**SAHOL.IS, KCHOL.IS**) model portföyümüzde %25 ağırlık ile tutmaya devam ediyoruz. Sabancı Holding net aktif değerine göre %47 ile en yüksek iskontoda işlem gören holding. Koç Holding ise son dönemde döngüsel iştiraklerinin zayıf performans göstermesi ile piyasanın oldukça gerisinde kaldı. Koç Holding iştirakleri arasında Yapı Kredi Bankası, Arçelik, Tüpraş ve Ford Otosan 2025 yılında kar momentumu anlamında ön plana çıkıyor. Anadolu Efes ile ilgili belirsizlikler nedeniyle Anadolu Grubu Holding'i portföyümüzden çıkarttık. Koç Holding döngüsel sektörlerde, Sabancı Holding banka ve enerjide, iskontolu pozisyon alınmasını sağlıyor. Arçelik'i portföyden çıkartırken, Koç Holding üzerinden dolaylı olarak taşımaya devam ediyoruz. En kötünün geride kaldığını düşündüğümüz Şişecam (**SISE.IS**) portföyümüzde kalan tek döngüsel isim.
- Turkcell (**TCELL.IS**) model portföyümüzdeki en korumacı hisselerden biri. Cazip değerlemesi ve 2025'de devam etmesi beklenen kar büyümesi ile öne çıkıyor.
- Mavi'yi (**MAVI.IS**) cazip değerlemesi ve uzun vadeli artış potansiyeline rağmen yakın dönemde zayıf bilanço beklentileri sebebiyle portföyümüzden çıkarttık. Alım gücündeki zayıflama ve büyüme oranlarındaki yavaşlama bir süre daha hisse üzerinde baskı yaratabilir.
- Enerjisa (**ENJSA.IS**) yüksek enflasyon döneminde aktif bazını %12,3 reel getiri ile hızla büyüttü. Dezenflasyon döneminde faizlerin gerileyeceği bir ortamda finansman maliyetlerindeki gerilemeden yararlanacak.
- Portföyümüze yeni giren isimler ise 2025 'de güçlü büyüme beklediğimiz şirketler arasından seçtiğimiz: Aselsan (**ASELS.IS**); Tav Havalimanları (**TAVHL.IS**) ve Emlak GYO (**EKGYO.IS**).

Ne bekliyorduk ne oldu

2023 Ekim ayı Strateji raporumuzdaki yatırım temaları	Gerçekleşmeler
<ul style="list-style-type: none">- Bankacılık sektörünün önümüzdeki dönemde gerek kar momentumu, gerek cazip değerlemeler açısından ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.- Elementer ve hayat sigorta şirketleri de yükselen faiz ortamından en çok faydalanacak sektörler arasında- Koç Holding ve Sabancı Holding net aktif değerlerine göre halen sırasıyla %31 ve %53 iskontolu işlem görmekte.- Savunma Sanayi Hisseleri büyüme beklentileri anlamında ön plana çıkıyor.- GYO lar arasında ağırlıklı konut geliştiricilerin yanı sıra kiralık ticari gayri menkul portföyüne sahip şirketleri tercih etmekteyiz- Enflasyondaki yükselişi fiyatlarına nispeten daha kolay yansıtan, iç talepteki olası yavaşlamadan görece daha az etkilenen gıda perakendesi, içecek, ve telekom sektörleri de önümüzdeki dönemde ön plana çıkarttığımız sektörler arasında.	<ul style="list-style-type: none">✓ XBANK endeksinin Ekim 2023 2024 yıl sonuna kadar getirisi %91 oldu. BIST 100 endeksi aynı dönemde %31 getiri sağladı.✓ BIST Sigorta endeksi 2023 Ekim sonundan 2024 sonuna kadar %102 getiri elde etti✓ Ekim 2023 'den 2024 sonuna kadar KCHOL ve SAHOL getirileri %36 ve %85 oldu. İskonto seviyeleri, sırasıyla, %26 ve %37'ye geriledi.✓ ASELS Ekim 2023 'den yıl sonuna kadar %74 prim yaptı.✓ TRGYO ve ISGYO getirileri sırasıyla %93 ve -%14 olarak gerçekleşti.✓ Aynı dönemde BIMAS, MGROS ve SOKM, sırasıyla %103, %66, -%31 Getiri sağlarken, model portföyümüzdeki TCELL %96 Getiri elde etti.

Ne bekliyorduk ne oldu

2023 Ekim ayı Strateji raporumuzdaki yatırım temaları	Gerçekleşmeler
<ul style="list-style-type: none">- Kendine özgü büyüme hikayeleri olan ihracatçı şirketler arasında Arçelik ve Şişecam'ı da portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz	X ARCLK'in getirisi %2,6 da kalırken, SISE %11 geriledi.

Ne bekliyorduk ne oldu

2024 Eylül ayı Strateji raporumuzdaki yatırım temaları	Gerçekleşmeler
<ul style="list-style-type: none">- Enflasyon cephesinde, 2024 yılında %44 ile Merkez Bankasının tahmin aralığının 2 puan üzerinde kalmaya devam ediyoruz. Son çeyrekte mevsimselliğe göre düzeltilmiş aylık enflasyonun %2,2'ye gerilediği baz senaryoda Merkez Bankası'nın Aralık ayında 250bp ile faiz indirim döngüsünü başlatmasını bekliyoruz.- Faiz indirim döngüsü 2024 sonbaharı ve 2025 yılı genelinde ana yatırım temalarından birisi olmaya devam edecek. Banka, beyaz eşya, gayrimenkul yatırım ortaklığı, otomotiv gibi döngüsel ve faize duyarlı sektörler bu süreçte öne çıkacak.	<ul style="list-style-type: none">✓ TÜFE yılı %44,38 'de tamamlarken, Faiz indirim döngüsü Aralık ayında 250 baz puanlık indirim ile başladı.✓ XBANK endeksi Eylül başından yıl sonuna kadar %6 artış kaydetti. XU100 ise yatay kaldı. Aynı dönemde GYO endeksinin getirisi %20 olurken otomotiv ve beyaz eşya firmalarını içeren BIST Metal Eşya ve Makine endeksinin getirisi %1,3'de kaldı.

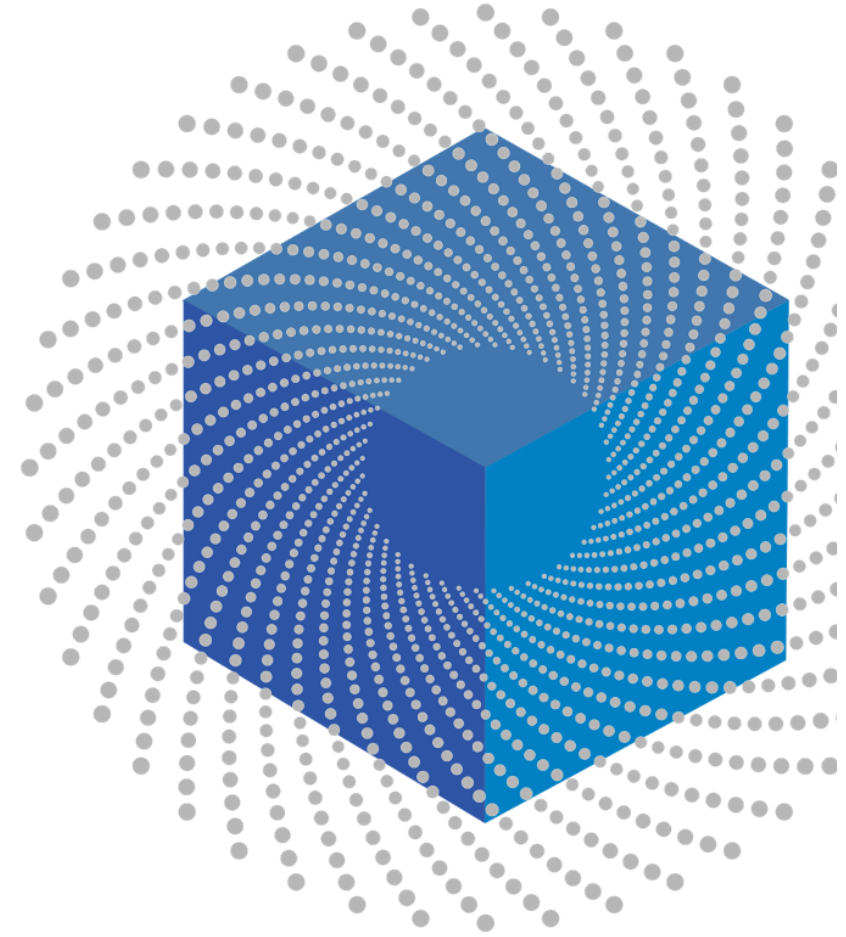
Ne bekliyorduk ne oldu

2024 Eylül ayı Strateji raporumuzdaki yatırım temaları	Gerçekleşmeler
<ul style="list-style-type: none">- Yabancı yatırımcının cazip getiri, makul risk profili nedeniyle sonbahar aylarından itibaren büyük şirketlerde yeniden pozisyon almaya başlamasını bekliyoruz. Eylül ayında Londra ve New York'ta yapılacak toplantılar bu tahminin ne kadar gerçekçi olduğu konusunda ilk ipuçlarını verecek.	<ul style="list-style-type: none">X Beklentimizin aksine Eylül-Aralık ayları arasında yabancı yatırımcı Borsa İstanbul'da satış tarafında kaldı. Hisse senetlerinden toplam çıkış 1.358 milyon dolar olurken yabancı payı Eylül başında %39'dan Aralık sonunda %37'ye geriledi.- 2025 yılında ise özellikle asgari ücrette geçmiş enflasyonun altında artış yapılması, enflasyondaki gerileme, merkez bankası rezervleri, cari açık ve bütçe açığında iyileşme başta olmak üzere makro dengelerdeki düzelmelerin, cazip değerlendirme rasyoları ile birlikte Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payında artış bekliyoruz.

Ne bekliyorduk ne oldu

Model Portföy Getirisi (2024 yılı)	En Çok Önerilenler Listesi 2024 Yılı Performans					2024 Yılı Relative Getiri (%)
	Hisse	Giriş	Yılsonu Kapanış (TRY)	Hedef Fiyat(TRY)	Ağırlık(%)	
-2024 yılının tamamına bakıldığında portföy Türk Lirası bazında %46 getiri elde ederken borsaya göreceli olarak getiri %11,2 seviyesinde gerçekleşti.	AGHOL	07/02/2024	313.00	555.00	9	14.9
	ARCLK	21/02/2023	142.00	233.97	9	-14.2
-Turkcell ve Sabancı Holding endeksin %27 üzerinde getiri ile en güçlü performansı sağladı. ARCLK ve SISE endeksin altında kalan hisseler.	ENJSA	21/02/2023	58.90	97.12	9	0.8
	GARAN	08/07/2024	124.40	165.00	14	11.0
	KCHOL	06/09/2022	178.60	320.00	11	0.7
	MAVI	28/07/2022	87.20	164.98	8	17.1
	SAHOL	28/08/2023	96.00	150.00	14	26.7
	SISE	04/04/2022	41.52	72.44	8	-29.3
	TCELL	18/09/2023	92.80	157.82	10	26.7
	TSKB	27/09/2024	12.22	17.00	8	2.9

Yatırım Özeti
► **En Çok Önerilen Hisseler**
Sektör Açıklamaları



En Çok Önerilenler Listesi

En Çok Önerilenler Listesi						2024T			Girişten	
Hisse	Giriş	Fiyat(TRY)	Hedef Fiyat(TRY)	Piyasa Değeri(TRY)	Get.Pot.(%)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ağırlık(%)	İtibaren Rel.%
ASELS	16/01/2025	80.25	105.00	365,940	31%	29.27	3.14	13.97	9	0.0%
EKGYO	16/01/2025	14.59	23.56	55,442	61%				9	0.0%
ENJSA	21/02/2023	60.15	118.31	71,041	97%	-13.41	0.95	3.59	9	9.8%
GARAN	08/07/2024	129.80	182.00	545,160	40%	4.99	0.67		14	14.6%
KCHOL	06/09/2022	175.80	325.00	445,811	85%				11	28.6%
SAHOL	28/08/2023	97.70	175.00	205,207	79%				14	30.7%
SISE	04/04/2022	39.24	72.44	120,201	85%	9.40	0.58	14.86	8	-39.9%
TAVHL	16/01/2025	276.75	391.50	100,538	41%	16.25	0.72	7.30	8	0.0%
TCELL	18/09/2023	98.45	159.98	216,590	62%	8.84	1.13	3.03	10	41.9%
TSKB	27/09/2024	12.74	20.00	35,672	57%	2.65	0.18		8	6.9%

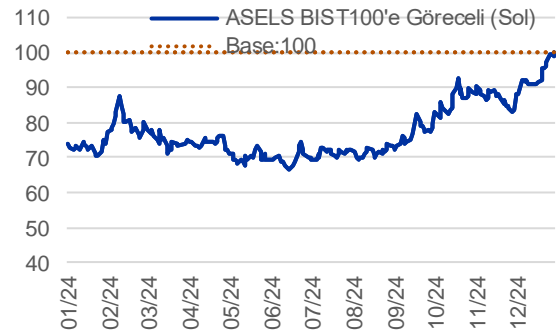
*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibariyle TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

En Çok Önerilenler Listesi

ASELS		AL	
Fiyat ₺	80.25	3A Hac.mn ₺	61.4
Hedef Fiyat ₺	105.00	Yılıçi Rel.	10%
Getiri Pot.	31%	Yabancı	34%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	10,527	12,417	24,686
Satışlar	106,268	116,667	141,860
FAVÖK	23,143	28,128	34,611
Net Borç	19,245	30,310	38,508
Oranlar \$	2023G	2024T	2025T
F/K	34.5	29.3	14.7
FD/FAVÖK	17.0	14.0	11.4
FD/Satışlar	3.70	3.37	2.77
Aktif Karlılık	5%	6%	11%
Özserm. Karlılık	9%	10%	20%
Net Borç/FAVÖK	0.83	1.08	1.11
Net Borç/Özserm	0.15	0.26	0.28
Büyüme %	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	18%	99%	41%
FAVÖK	22%	23%	18%
Satışlar	10%	22%	13%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Aselsan

Yatırım Teması

Aselsan, artan jeopolitik gerilimlerle birlikte savunma harcamalarının yükseliş trendine girdiği bir dönemde, önümüzdeki yıllarda kuvvetli ciro büyümesini destekleyecek rekor bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. Büyüyen Türk savunma sanayisi ekosisteminde kritik bir oyuncu konumunda olan Aselsan, radar, elektronik harp, elektro-optik, güdüm ve hava savunma sistemleri gibi savunma elektroniği alanlarındaki ileri teknolojik yetkinlikleriyle öne çıkıyor. Yeni yatırımlarla artan seri üretim kapasitesi ve Aselsan'ın yerli platform üreticisi iş ortaklarıyla birlikte yükselen ihracat faaliyetlerinin, şirketin önümüzdeki dönemde büyüme ivmesini sürdürmesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Şirketin gelirlerinin büyük kısmı dövize endeksliken, harcamalarının çoğunluğunu TL oluşturuyor. Yurt dışı siparişlerin ve savunma dışı siparişlerin payının artmasının şirketin beklenenin üzerinde büyümesi gerçekleştirmesi için önemli katalistler olduğu görüşünderiz.

Değerleme

2024 yılını toplam 5,3 milyar dolar büyüklüğünde yeni sözleşmeyle kapatacağını tahmin ettiğimiz Aselsan'ın 2025 yılında, yıllık bazda bir miktar normalleşmeyle, 4,6 milyar dolar büyüklüğünde yeni sipariş alacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, 2024 yılı ciro tahminimizi 3,3 milyar dolar, 2025 yılı ciro tahminimizi ise 4,1 milyar dolar olarak revize ettik. Revize makro tahminlerimiz nedeniyle ASELS için hisse başına hedef fiyatımızı 101TL'den 105TL'ye yükseltiyoruz. ASELS, 2024T Düzeltilmiş FD/FAVÖK 13,1x ve 2025T Düzeltilmiş FD/FAVÖK 10,4x ile uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %17/%25 iskontolu işlem görüyor.

Riskler

İşletme sermayesi ihtiyacında beklenen iyileşmenin gerçekleşmemesi, TL bazlı sözleşmelerin şirketin bakiye sipariş büyüklüğündeki payının artması, beklenenin altında yeni sözleşme edinimi ile TL'de beklenenin üzerinde reel değerlenme şirket için temel aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Yurt dışından beklenenin üzerinde yeni iş alımı ile avans tahsilatlarının hızlanması değerlememiz için yukarı yönlü risk faktörleri.

En Çok Önerilenler Listesi

EKGYO		AL	
Fiyat ₺	14.59	3A Hac.mn ₺	73.1
Hedef Fiyat ₺	23.56	Yılıçi Rel.	7%
Getiri Pot.	61%	Yabancı	22%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	12,205	-	-
FAVÖK	4,565	-	-
Aktif Toplamı	93,976	-	-
Oranlar \$	2023G	2024T	2025T
F/K	4.5	-	-
PD/DD	1.5	-	-
Özserm. Karlılık	38%	-	-



Emlak Konut GYO

16

Yatırım Teması

Emlak Konut GYO, i) geniş ve değerli varlık portföyü, ii) tüm pazar segmentlerine hitap eden çeşitlendirilmiş ve yüksek kaliteli proje portföyü ve iii) yeniden yapılanma ve kentsel dönüşümün olumlu etkisi nedeniyle benzerleri arasında öne çıkmaktadır.

Şirketin güçlü konut stoku ve devam eden projeleri göz önüne alındığında, 2025 yılındaki potansiyel faiz düşüşlerinden ve konut talebindeki canlanmadan faydalanabileceğini düşünüyoruz.

Önceden satılmış konutların beklenen teslimatı, 4Ç24 ve 25YS'de şirketin cirosunu önemli ölçüde artırma potansiyeline sahiptir. Şirket son birkaç ay içinde çok sayıda arsa ve tamamlanmamış konut satın alarak büyük oranda nakit pozisyonunu eritmiş ve net borç pozisyonuna geçmiştir. Ancak, UMS29 kapsamında Şirket'in net parasal zarardan parasal kazanç pozisyonuna geçmesi ve bunun da kar hanesini olumlu etkilemesi beklenmektedir. Ayrıca, benzersiz iş modelinin şirketi önemli bir operasyonel veya finansal riske maruz bırakmaması nedeniyle şirketin mevcut kaldıraçlı pozisyonu konusunda endişe taşımamaktayız.

GYO'ları konu alan yeni kurumlar vergisi düzenlemesine göre, 2025 yılından itibaren %50 temettü ödeyen GYO'lar %10, ödemeyenler ise %30 kurumlar vergisi ödemek zorunda kalacaktır. Bu kapsamda Emlak Konut, yüksek gelir yaratma kapasitesi ile öne çıkmaktadır.

Değerleme

Emlak Konut için %61 yukarı yönlü potansiyele işaret eden AL Tavsiyemizi yineliyoruz. Emlak Konut şu anda 2024/9A sonuçlarına ve varlıkların yeniden değerlemelerine göre net aktif değerine (NAV) kıyasla %27 iskonto ile işlem görürken, 2024YS yeniden değerlemelerinden sonra NAV iskontosunun yaklaşık %60'a ulaşmasını tahmin ediyoruz. Tarihsel ortalama iskonto %39'dur.

Riskler

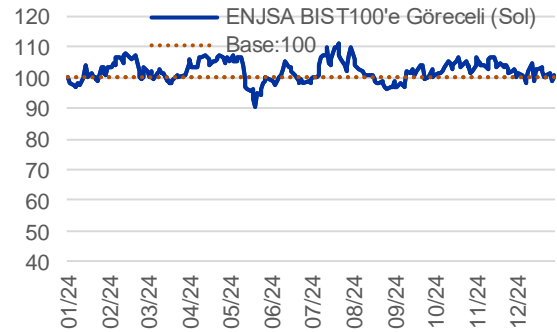
i) Faiz oranlarındaki potansiyel artış nedeniyle konut talebindeki düşüş, ii) Enflasyondaki dalgalanmaların inşaat maliyeti görünümünü bozması, iii) Siyasi/idari riskler, potansiyel risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

En Çok Önerilenler Listesi

ENJSA		AL	
Fiyat ₺	60.15	3A Hac.mn ₺	5.7
Hedef Fiyat ₺	118.31	Yılıçi Rel.	2%
Getiri Pot.	97%	Yabancı	23%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	6,522	-5,264	-444
Satışlar	245,454	194,335	181,822
FAVÖK	26,180	30,464	32,971
Net Borç	41,659	44,358	51,806
Oranlar \$	2023G	2024T	2025T
F/K	10.8	-13.4	-159.0
FD/FAVÖK	4.2	3.6	3.3
FD/Satışlar	0.45	0.56	0.60
Aktif Karlılık	4%	-3%	0%
Özserm. Karlılık	8%	-7%	-1%
Net Borç/FAVÖK	1.66	1.46	1.57
Net Borç/Özserm	0.50	0.60	0.75
Büyüme %	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar			-21%
FAVÖK	16%	8%	3%
Satışlar	-21%	-6%	-9%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Enerjisa Enerji

Yatırım Teması

Enerjisa Enerji, yatırımlarında enflasyon + düzenlenmiş ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti RMGO (%12,3) getirisi ile elektrik üretim şirketlerine kıyasla daha defansif bir iş modeli sunuyor. Türkiye'nin eskiyen altyapısı göz önüne alındığında, ENJSA yeni yatırım ihtiyacından faydalanacak önemli oyuncuların biri olacak. Elektrik fiyatlarındaki artış, perakende tarafında olumlu bir etki yaratacak olsa da, şirketin asıl değerinin dağıtım segmentinde yattığını düşünüyoruz.

Değerleme

Tahminlerimiz doğrultusunda, şirketin yıl sonunda TL40-45 milyar faaliyet geliri (FAVÖK + Yatırım Harcaması Geri Ödemeleri) ve TL4-4,5 milyar baz alınan net kar öngörüyoruz. Şirket, baz alınan net karın en az %80'ini temettü olarak dağıtmayı hedefliyor. Yıl sonu düzenlenmiş varlık tabanı (DVT) hedefi TL55-60 milyar aralığında. 2025 sonu için ise bizim DVT beklentimiz TL68 milyar seviyesinde ve TL59.4 milyar operasyonel gelir (FAVÖK+Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri-Tek Seferlik Kalemler) öngörüyoruz.

Revize edilmiş makro tahminlerimiz ve DVT varsayımlarımız ile modelimize küçük ayarlamalar yaptıktan sonra, ENJSA hisseleri için hedef fiyatımızı TL116,17/hisse olarak artırıyor ve AL önerimizi sürdürüyoruz.

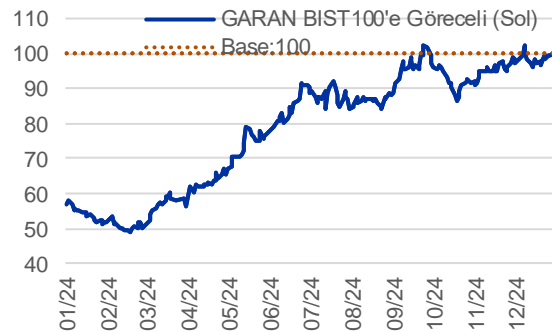
Riskler

Bir finansman stratejisi olarak, şirket TL cinsinden tahviller ihraç etti. Şirketin ortalama finansman oranı, 2024'te %46'ya çıktı. Bu durum da getiri ile borçlanma arasındaki spreadi daralttı.

Artan perakende serbestleşmesi ve ortadan kalkan enflasyonist ortam, işletme sermayesini olumlu etkiliyor ve tarife uyumsuzlukları daha az olası hale geliyor. Şirketin baz alınan net kar beklentisi, 2024'te reel anlamda net karda daralma anlamına gelse de, 2025'teki faiz indirimleri, daha düşük finansal giderler nedeniyle net kar baskısını azaltabilir.

En Çok Önerilenler Listesi

GARAN		AL	
Fiyat ₺	129.80	3A Hac.mn ₺	78.1
Hedef Fiyat ₺	182.00	Yılıçi Rel.	4%
Getiri Pot.	40%	Yabancı	9%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	86,907	91,078	137,114
Net Faiz Geliri	74,836	99,909	178,607
Mevduat	1,383,704	2,040,374	2,923,723
Özsermaye	245,622	326,792	450,245
Oranlar	2023G	2024T	2025T
F/K	6.3	6.0	4.0
PD/DD	2.2	1.7	1.2
PD/Mevduat	0.4	0.3	0.2
PD/Net Faiz Geli	7.3	5.5	3.1
Özserm. Karlılık	44%	32%	35%
Büyümler	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	5%	51%	31%
Özsermaye	33%	38%	37%
Net Faiz Geliri	34%	79%	54%
Mevduat	47%	43%	48%



Garanti Bank

Yatırım Teması

Garanti Bankası, fonlama yapısının çok geniş ve göreceli düşük maliyetli olması ve özellikle yüksek spredli tüketici kredi segmentlerindeki yüksek piyasa paylarıyla sektördeki en yüksek net faiz marjına sahip olan bankalardan birisi konumunda. Bankanın KKM'deki yüksek pazar payı fonlama maliyetlerinin yüksek seyrettiği bu dönemde marjlar için koruyucu bir kalkan görevi gördü. Bankanın menkul kıymet/toplam aktifler oranının düşük olması ve gecelik fonlamanın toplam fonlama içindeki düşük payı marjların göreceli yüksek kalmasının diğer faktörleri olarak karşımıza çıkıyor. Bankanın net faiz marjının 2025 yılında yaklaşık 200 baz puan genişlemesini bekliyoruz.

Bankanın 2025 yılında güçlenmesini beklediğimiz ana faaliyet gelirlerinin önemli bir parçasını oluşturan ücret ve komisyon gelirlerinde de 2024 yılında artış tahmini beklentimiz %128, 2025 yılında ise %41 seviyesinde bulunuyor. Bunun yanında swap harici net trading gelirleri de 2024 yılında güçlenmiş seviyesini koruyacaktır. Bankanın aktif kalitesi konusundaki muhafazakâr yaklaşımı da takibe atılan kredilerin hızlanmasını beklediğimiz bu dönemde göreceli olarak bankayı ayrıştırıcı bir özellik olmaya devam edecek.

Katalizör

Makro ihtiyati tedbirlerde olası bir gevşeme bankanın marj ve karlılık görünümünü olumlu etkileyebilir.

Değerleme

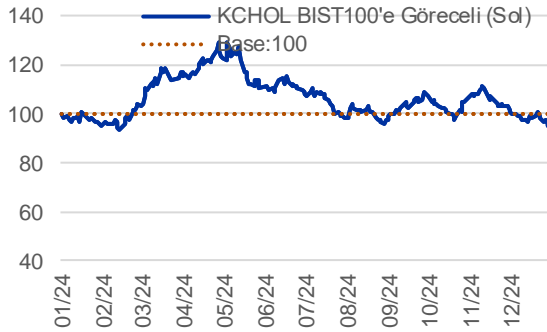
Garanti Bankası için hedef fiyatımızı TL 165'den TL 192'ye yükseltiyor ve hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Göreceli olarak yüksek öz kaynak karlılık üretme potansiyelinin sürmesi ile Garanti'nin çarpan bazında primli işlem görmesi sürecinin devamını bekleriz. Tahmin dönemimizdeki karlılık ve öz kaynak karlılık rakamlarımızı yukarı revize ettik ve hedef fiyatımızı 2025 sonu olacak şekilde belirledik. Hedef değerimizin ima ettiği 2025 PD/DD çarpanı 1.4x düzeyinde bulunuyor.

Riskler

Makro ekonomideki dalgalanmalar ve şoklar Garanti Bankası'nın karlılık ve bilanço yapısını olumsuz etkileyebilir. Bunun yanında rekabetin artması ve düzenleme ortamının banka aleyhine gelişmesi de yatırımcıların göz önüne alması gereken diğer riskler.

En Çok Önerilenler Listesi

KCHOL		AL	
Fiyat ₺	175.80	3A Hac.mn ₺	99.1
Hedef Fiyat ₺	325.00	Yılıçi Rel.	-2%
Getiri Pot.	85%	Yabancı	52%
Mutlak Değer ₺ 2023G			
Net Kar	84,713	-	-
FAVÖK	364,874	-	-
Aktif Toplamı	3,476,576	-	-
Oranlar ₺ 2023G			
F/K	5.2	-	-
PD/DD	1.7	-	-
Özserm. Karlılık	38%	-	-



Koç Holding

Yatırım Teması

Holding yıl sonu itibarı ile 1 milyar Dolarlık solo net nakit pozisyonunda bulunuyor. Holding'in döviz bazlı gelir oranı %50 civarında bulursa da Holding coğrafi olarak yurtdışı yatırımları ile beraber portföyünü çeşitlendirmek istiyor. Yeni yatırımlar için olası adaylar sağlık sektöründe hizmet/imalat şirketleri veya yurtdışında sanayi şirketleri olabilir. Bu yılki kuvvetli temettü gelirin kiyasla önümüzdeki yıl dolar bazında temettü gelirlerinde bir miktar normalleşme bekliyoruz. Holding'in birikmiş karları ise temettü dağıtımına imkan sağlamaya devam ediyor. Holding'in portföy yapısı göz önüne alındığında 2025'in ilk yarısının 2024 ikinci yarısına benzer şekilde ilerlemesini, ikinci yarı ile beraber talep tarafında toparlanma görebileceğimizi düşünüyoruz. Otomotiv segmentinde yeni kapasite artışları ile beraber hacimlerde büyüme beklesek de marjlar üstünde baskı olabilir. Rafineri marjlarında normalleşme devam etse de pandemi öncesi ortalamaların üzerinde kalmasını bekliyor, yurt içi akaryakıt talebinde önemli bir yavaşlama öngörmüyoruz. ARCLK tarafında ise Whirlpool birleşmesinin yaratacağı sinerji ile kuvvetli FAVÖK büyümesi bekliyoruz.

Değerleme

Holding 1 yıl ve 3 yıllık ortalama %22 ve %30'luk iskontolara kıyasla, cari NAD'ına göre %26 iskonto ile işlem görmekte.

Riskler

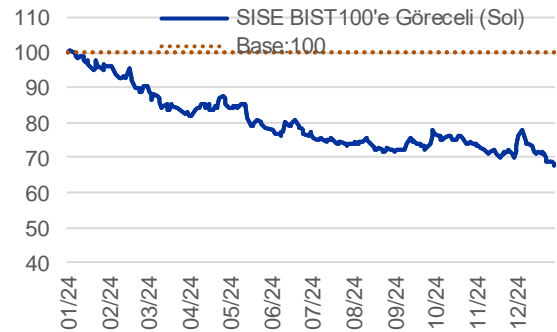
Talepteki toparlanmanın beklenenden geç gerçekleşmesi.

En Çok Önerilenler Listesi

SISE				AL
Fiyat ₺	39.24	3A Hac.mn ₺		39.3
Hedef Fiyat ₺	72.44	Yılıçi Rel.		-6%
Getiri Pot.	85%	Yabancı		14%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T	
Net Kar	24,723	12,699	10,543	
Satışlar	219,479	191,790	194,432	
FAVÖK	29,930	13,135	19,025	
Net Borç	56,899	73,646	85,150	
Oranlar ₺	2023G	2024T	2025T	
F/K	4.8	9.4	11.3	
FD/FAVÖK	6.5	14.9	10.3	
FD/Satışlar	0.89	1.02	1.00	
Aktif Karlılık	6%	3%	2%	
Özserm. Karlılık	12%	6%	5%	
Net Borç/FAVÖK	1.95	5.61	4.48	
Net Borç/Özserm	0.28	0.36	0.40	
Büyüme ₺	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%	
Net Kar	-49%	-17%	-6%	
FAVÖK	-56%	45%	-2%	
Satışlar	-13%	1%	-2%	

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Sisecam

Yatırım Teması

Şişecam'ın döviz bazlı gelir akışı, sürdürülebilir temettü dağıtım politikası, aşağı yönlü riskleri sınırlayan devam eden hisse geri alım programı ve 2028'de faaliyete geçecek ABD doğal soda külü yatırımı gibi büyüme beklentilerini hızlandıran oyun değiştirici yatırımlar hisse senedine ilişkin olumlu görüşümüzün nedenleri olarak öne çıkıyor. Yenilenebilir enerjiye olan artan talebin ve özellikle Avrupa'da binalarda enerji verimliliğine devam eden odaklanmanın ve Türkiye'deki yeniden yapılanma faaliyetlerinin orta vadede düz cam talebini destekleyeceğine inanıyoruz.

Değerleme

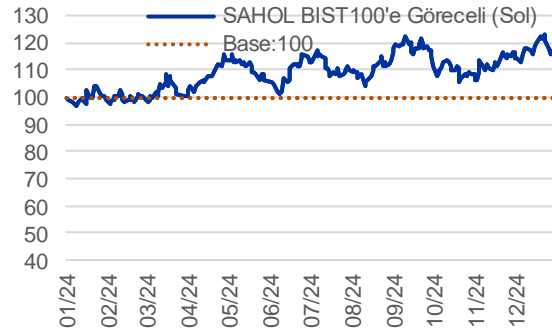
2025 yılında Şişecam için büyümenin ana kaynağının Türkiye operasyonları olacağına inanıyoruz. Türkiye'de kentsel dönüşüm, deprem bölgesinin yeniden inşası ve beklenen faiz indirimlerinin inşaat sektörüne olumlu etkisi göz önünde bulundurulduğunda mimari cam segmentinin olumlu etkilenmesi bekleniyor. Buna ek olarak Türkiye turizm faaliyetlerinin güçlü seyrinin 2025 yılında da devamı bekleniyor. 2025'de Şişecam'ın soda külü satış hacimlerinde yatay seyir beklerken, konsolide cam ürünleri satış hacimlerinde %7 büyüme hesaplıyoruz. 2024'te yaklaşık %25 dolar bazında fiyat düşüşünün ardından dengeli arz ve talep dinamikleri tarafından desteklenen 2025'de soda külü fiyatlarının 2024'e benzer seviyelerde olacağını düşünüyoruz. 2025'de cam ürünleri için ise enflasyona paralel fiyat ayarlamaları öngörüyoruz. ABD Doğal Soda Külü yatırımı da içeren hisse başına 72 TL'lik hedef fiyatımız ile SISE hisseleri için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Riskler

Cam ürünlerine olan talebi sınırlayacak küresel durgunluk, fiyatlandırma kabiliyetine zarar veren zayıf talep koşulları, uluslararası pazarlarda rakiplere karşı rekabet avantajının kaybedilmesi ve ürün satış fiyatlarına yansıtılamayan doğal gaz fiyat artışları, tavsiyemiz için temel risk faktörleridir.

En Çok Önerilenler Listesi

SAHOL		AL	
Fiyat ₺	97.70	3A Hac.mn ₺	47.7
Hedef Fiyat ₺	175.00	Yılıçi Rel.	1%
Getiri Pot.	79%	Yabancı	42%
Mutlak Değer ₺ 2023G			
Net Kar	68,892	-	-
FAVÖK	209,339	-	-
Aktif Toplamı	2,051,000	-	-
Oranlar ₺ 2023G			
F/K	3.0	-	-
PD/DD	1.0	-	-
Özserm. Karlılık	39%	-	-



Sabanci Holding

Yatırım Teması

Sabancı Holding son yıllarda agresif yatırım planları ile diğer holdinglere kıyasla öne çıkıyor. Holding cazip NAD iskontosu ile beraber bankacılık, enerji ve yapı malzemeleri segmentlerine iskontolu giriş imkânı sunuyor. 4,9 Milyar Dolarlık özsermaye değeri ile NAD hesabımıza eklediğimiz Enerjisa Üretim'in (Sabancı Holding sahiplik oranı: %50) olası halka arzı SAHOL için hem katalist hem de yeni yatırımların finansmanı konusunda destekleyici olabilir. Ancak güncel piyasa koşullarında halka arzın 2025 yılının ilk yarısında gerçekleşmesi pek mümkün gözüküyor. TL bazında gelir ağırlığının yüksek olduğu Sabancı Holding'de yurtdışı yatırımların devamını bekliyoruz. Şirket yeni yatırımlarının getirileri konusunda ise dolar bazında yüksek IRR şartı arıyor. 2025 yılında KORDS ve BRISA için zayıf bir yıl öngörülüyor. ENJSA ise düşecek finansman maliyetleri ile beraber kuvvetli bir yıl geçirebilir. CIMSA yeni yatırımlar ve M&A tarafında agresif olmaya devam edebilir. Holding'in Data Center yatırımları ile ilgili atacağı adımlar Holding'in 2029 sonunda NAD'ı dolar bazında iki katına çıkarma planları açısından önemli olacak

Değerleme

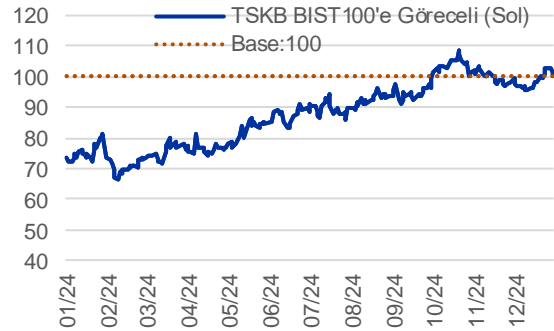
Holding 1 yıl ve 3 yıllık ortalama %41 ve %44'lük iskontolara kıyasla, cari NAD'ına göre %47 iskonto ile işlem görmekte.

Riskler

Enerjisa Üretim'in halka arz sürecinin uzaması, bazı iştiraklerdeki zayıf performans önemli riskler olarak öne çıkıyor

En Çok Önerilenler Listesi

TSKB				AL
Fiyat ₺	12.74	3A Hac.mn ₺	8.0	
Hedef Fiyat ₺	20.00	Yılıçi Rel.	4%	
Getiri Pot.	57%	Yabancı	28%	
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T	
Net Kar	7,150	9,764	15,241	
Net Faiz Geliri	10,234	15,705	19,804	
Mevduat		0	0	
Özsermaye	21,825	30,119	43,896	
Oranlar	2023G	2024T	2025T	
F/K	5.0	3.7	2.3	
PD/DD	1.6	1.2	0.8	
PD/Mevduat	-	-	-	
PD/Net Faiz Geli	-	-	-	
Özserm. Karlılık	41%	38%	41%	
Büyüme	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%	
Net Kar	37%	56%	41%	
Özsermaye	38%	46%	41%	
Net Faiz Geliri	53%	26%	36%	
Mevduat	n.m	n.m	n.m	



TSKB

Yatırım Teması

TSKB, geniş fonlama tabanı ve fiyatlama gücü sayesinde döviz kredi alanındaki ağırlığını ve pazar payını önümüzdeki dönemlerde daha da arttıracaktır. 2024 yılında genel eğilim tersine dönse de, ticari bankaların döviz kredilerini daraltma stratejisi son beş yılda yoğunlaşmıştı. TSKB, fonlamadaki maliyet ve vade avantajlarıyla bu alanda büyümesini kesintisiz olarak sürdürüyor. Ticari bankaların genel olarak çekildiği ya da faaliyetlerini daralttığı proje finansmanı ve uzun vadeli yatırım kredilerinde daha da aktif olan TSKB, çok geniş ve kaliteli bir müşteri tabanı içinden müşterilerini seçebilme lüksüne sahip. Bu durum hem büyümeyi kolaylaştırırken hem de aktif kalitenin daha yüksek bir seviyede kalmasını sağlıyor. Özellikle çevre, sosyal ve yönetim temalarına bağlı finansman aktivitelerinin dünyada popülerlik kazandığı bu ortamda, bu fonlara kalkınma bankası olarak daha çok erişimi olan TSKB'nin hem maliyet hem de büyüme açısından önünde çok önemli fırsatlar bulunuyor. Burada yenilenebilir enerji finansmanı, iklim-hassasiyeti bulunan projelerin finansmanı ve kadın girişimcileri yönelik tematik fon sunma gibi alanlarda bankanın ön plana çıktığını görüyoruz. TSKB'nin kredi spredleri ve net faiz marjı %5-6 gibi seviyeleri ile ticari bankaların çok üzerinde bulunuyor. Ayrıca iş modeli gereği çoğunlukla yatırım projelerine kredi kullandırması mevcut kredi büyüme sınırlamalarına bankanın tabi olmaması sonucunu getiriyor. Yüksek aktif kalitesinin korunması da karlılıktaki oynaklığı düşürüp genel karı desteklemeye devam ediyor.

Katalizör

Hükümetten gelen yeni yatırım teşvikleri ile farklı uluslararası ve yatırım ajanslarından sağlanacak fonlar, büyüme ve kârlılığı olumlu yönde etkileyebilir.

Değerleme

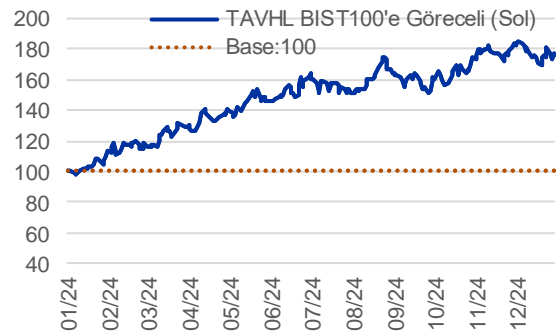
TSKB için hedef fiyatımızı TL 17'den TL 20'ye yükseltiyoruz. Orta vadeli özkaynak karlılık beklentimizi %35'den %38'e yükseltirken tahmin dönemini bir sene ötelememiz de hedef fiyatını arttırıcı etki yaptı. Banka,2025 tahminimize göre 1.22 PD/DD çarpanından işlem görüyor.

Riskler

Makro ekonomideki dalgalanmalar ve şoklar TSKB'nin karlılık ve bilanço yapısını olumsuz etkileyebilir. Bunun yanında rekabetin artması ve düzenleme ortamının banka aleyhine gelişmesi de yatırımcıların göz önüne alması gereken diğer riskler.

En Çok Önerilenler Listesi

TAVHL AL			
Fiyat ₺	276.75	3A Hac.mn ₺	13.6
Hedef Fiyat ₺	391.50	Yılıçi Rel.	1%
Getiri Pot.	41%	Yabancı	70%
Mutlak Değer €	2023G	2024T	2025T
Net Kar	249	164	190
Satışlar	1,310	1,619	1,902
FAVÖK	385	480	572
Net Borç	1,670	1,729	1,757
Oranlar	2023G	2024T	2025T
F/K	9.8	17.2	13.0
FD/FAVÖK	10.0	8.3	6.1
FD/Satışlar	3.02	2.46	1.82
Aktif Karlılık	7%	3%	4%
Özserm. Karlılık	24%	10%	11%
Net Borç/FAVÖK	3.33	3.60	3.07
Net Borç/Özserm	0.76	1.05	0.89
Büyüme %	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	-34%	16%	-6%
FAVÖK	25%	19%	18%
Satışlar	24%	17%	16%



TAV Holding

Yatırım Teması

TAV Holding'i güçlü büyüme beklentilerine sahip cazip pazarlardaki faaliyetleri, çeşitlendirilmiş portföyü ile entegre yapısı, yüksek gelir ile kazanç görünürlüğü ve yabancı para bazlı nakit akışı nedeniyle beğeniyoruz. Şirketin organik ve inorganik büyüme potansiyellerinden faydalanmak için iyi bir konumda olduğuna inanıyoruz. Gerçekten de Orta ve Doğu Avrupa, Baltık ülkeleri, Afrika, Orta Doğu ve BDT ülkeleri TAV'ın radar ekranında bulunan bölgeler olarak öne çıkıyor. Haziran 2024'de faaliyet geçen Almatı Havalimanı'ndaki yeni terminal, 1Ç25'de faaliyete geçecek yeni Antalya Havalimanı, 2Ç25'de faaliyete geçecek yeni Ankara Esenboğa Havalimanı 2025 ve sonrasında şirketin büyümesine katkıda bulunacak. Gelecekteki güçlü büyüme beklentileri nedeniyle TAV Almatı Havalimanına 2025-2028 yılları arasında 150-300 milyon € daha yatırım yapmayı planlıyor. Şirket, Karadağ ve Kuveyt'teki havalimanı ihaleleriyle ilgileniyor.

Değerleme

TAV Holding için 2025 yılında € bazında %17 ciro, %19 FAVÖK ve %16 net kar büyümesi öngörüyoruz. Güçlü FAVÖK üretimi sayesinde Net Borç/FAVÖK'ün 2024'teki 3,6x'ten 2025'te 3,1x'e düşeceğini hesaplıyoruz. TAVHL.IS için revize hisse başına 391,50 TL hedef fiyatımızı yüksek getiri potansiyeli sunduğundan hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Havayollarının kapasitelerini dış hat rotalara kaydırma stratejisi de TAV'ın Türkiye operasyon gelirlerini ve karlılığını desteklemeye devam edecek. 2027'de sona erecek olan Gürcistan Havalimanı'ndaki sözleşmesinin yenilenmesi veya mevcut sözleşmenin uzatılması, hisse senedi için en büyük katalizör olacak.

Riskler

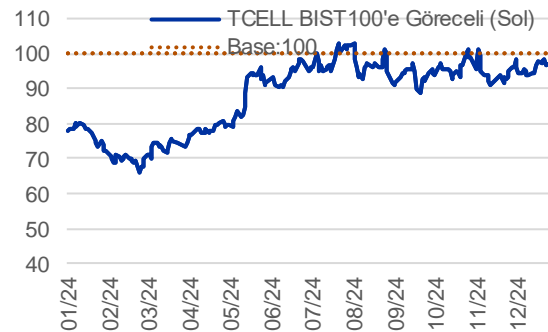
Küresel ekonomideki durgunluk nedeniyle beklenenden kötü yolcu trafiği, terör saldırıları/yeni pandemi nedeniyle turizm faaliyetlerinin olumsuz etkilenmesi, personel eksikliğinin uçuşların iptaline veya daha yüksek çalışan giderlerine yol açması, değerlememizi etkileyen en büyük riskleri oluşturmaktadır.

En Çok Önerilenler Listesi

TCELL				AL
Fiyat ₺	98.45	3A Hac.mn ₺		62.7
Hedef Fiyat ₺	159.98	Yılıçi Rel.		6%
Getiri Pot.	63%	Yabancı		65%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T	
Net Kar	19,584	24,327	11,441	
Satışlar	154,676	165,350	177,463	
FAVÖK	71,090	77,166	80,980	
Net Borç	49,249	32,663	33,808	
Oranlar \$	2023G	2024T	2025T	
F/K	11.0	8.8	18.8	
FD/FAVÖK	3.3	3.0	2.9	
FD/Satışlar	1.51	1.42	1.32	
Aktif Karlılık	6%	7%	4%	
Özserm. Karlılık	12%	13%	6%	
Net Borç/FAVÖK	0.54	0.42	0.42	
Net Borç/Özserm	0.21	0.17	0.20	
Büyüme %	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%	
Net Kar	24%	-53%	-17%	
FAVÖK	9%	5%	5%	
Satışlar	7%	7%	6%	

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Turkcell

Yatırım Teması

TCELL'i i) cazip değerlendirme ile defansif yapısı, ii) güçlü kazanç momentumuna işaret eden sağlam ARPU büyümesi iii) nispeten düşük finansal kaldıraç ile sağlıklı bilançosu ve iv) şirketin PayCell, Superonline ve Global Tower işlerinden değer yaratma potansiyeli sayesinde beğenmeye devam ediyoruz. Mevcut dezenflasyonist ortam ve görece güçlü TL, Turkcell için sağlam bir yatırım teması sunmaya devam ediyor. Mobil segmentteki reel ARPU büyümesinin, kararlı enflasyonist fiyatlandırma ve artan faturalı abone tabanı sayesinde önümüzdeki dönemde de devam etmesini beklerken, toptan internet fiyatlarındaki artışın fiber ARPU büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2024 ve 2025 yılları için %7/%7 ciro büyümesi ve %42,2/%41,2 FAVÖK marjı öngörüyoruz.

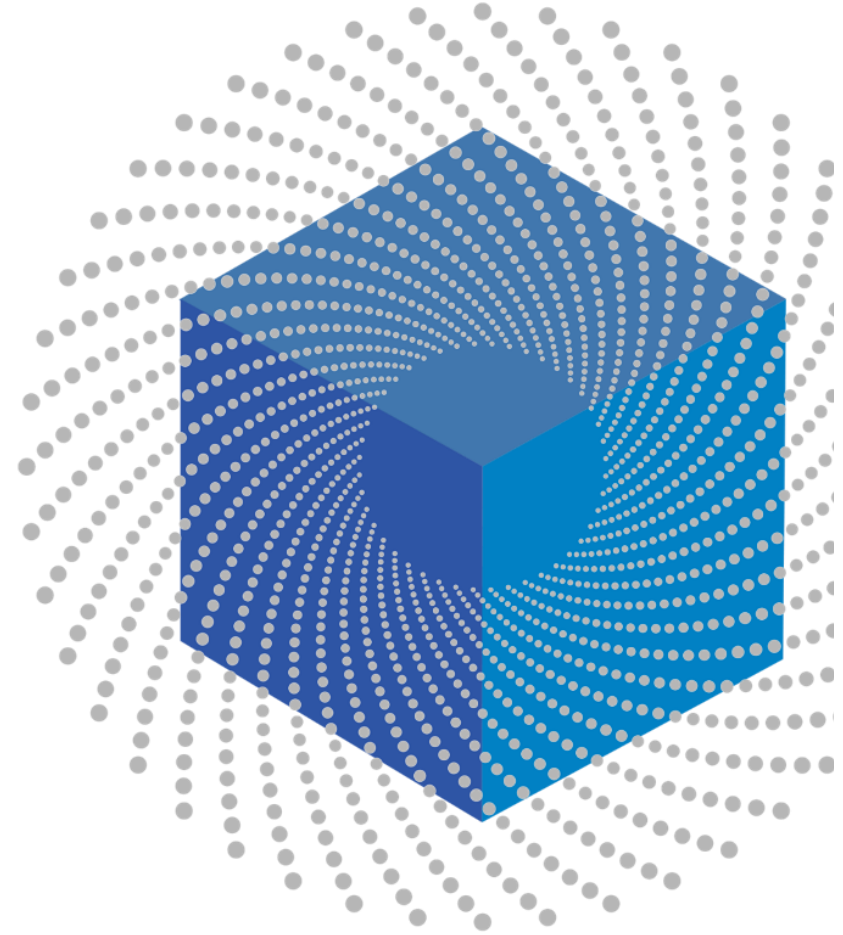
Değerleme

Hisse için %63 yukarı yönlü potansiyeli ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2,9x 2024T FD/FAVÖK'ten işlem görmektedir ve bu da uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %54 iskontoya işaret etmektedir.

Riskler

Şirket için potansiyel risk faktörleri i) tarifelerde enflasyonun altında fiyat ayarlamaları, ii) sektördeki irrasyonel rekabet ortamı, iii) döviz kurlarındaki dalgalanma ve TL'deki keskin değer kaybının çoğunlukla döviz cinsinden olan yatırım harcamalarında artışa yol açması, iv) önümüzdeki yıllarda 4.5G-5G lisansları için beklenenden daha yüksek ödemeler yapılmasıdır.

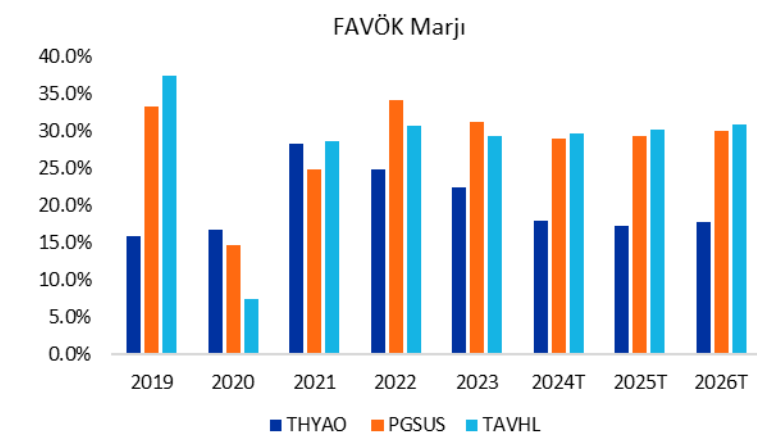
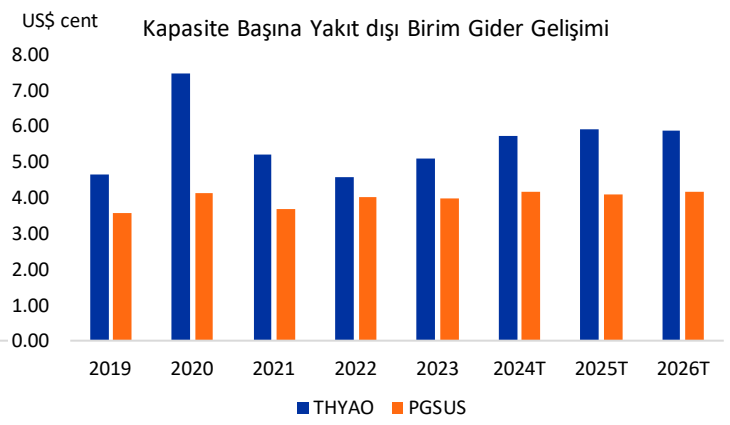
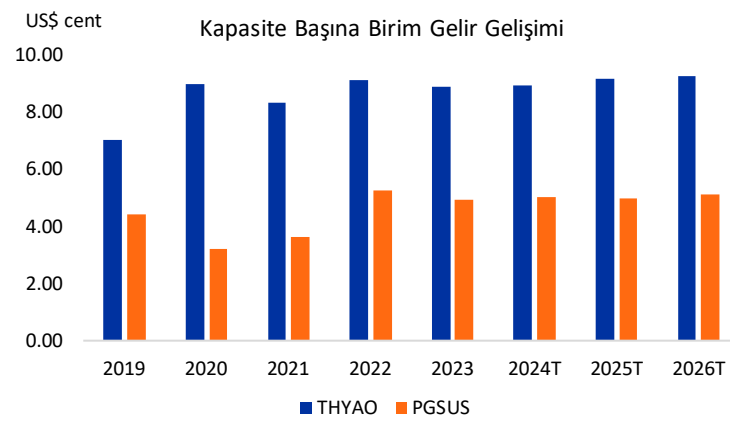
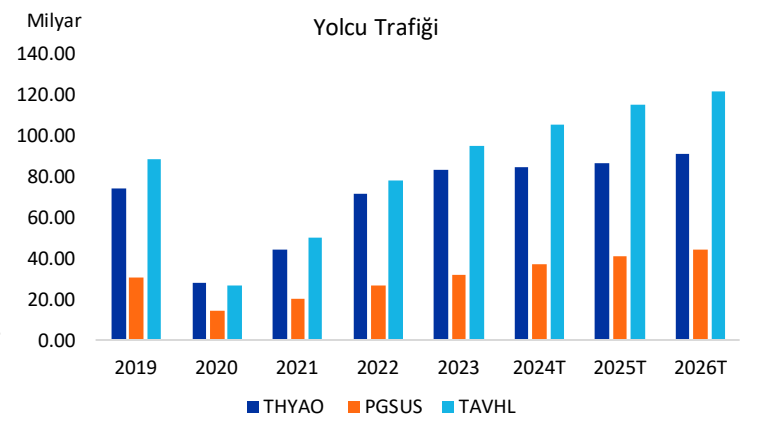
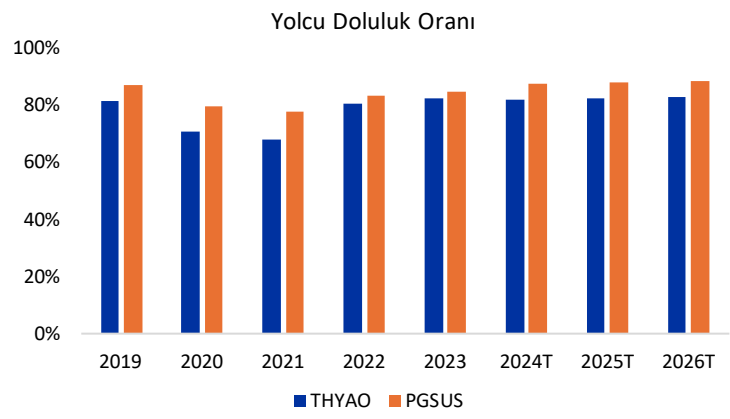
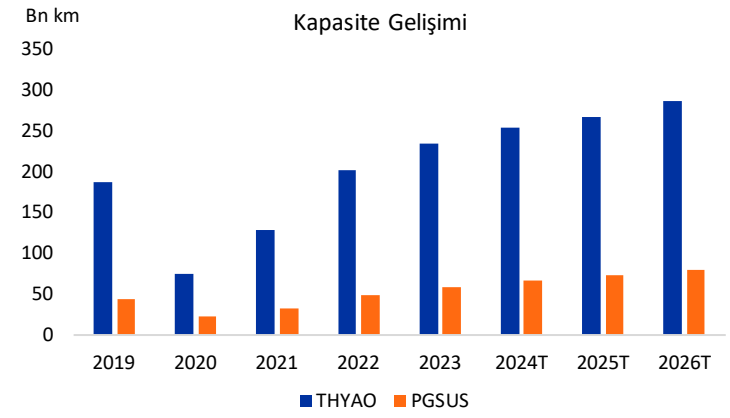
Yatırım Özeti
En Çok Önerilen Hisseler
► **Sektör Açıklamaları**



- THY'nin 2025 yılında yıllık %7 artışla 24,4 milyar ABD doları konsolide gelir elde edeceğini hesaplıyoruz. 2025'de THY'nin FAVKÖK marjının normalleşmeye devam ederek %23,6 seviyesinde oluşacağını ve FAVKÖK rakamının ise yıllık %5 düşüşle 5,76 milyar ABD dolarına gerileyeceğini hesaplıyoruz. Sınırlı kapasite büyümesi göz önüne alındığında yolcu doluluk oranlarında olası bir iyileşme, THY için 2025 FAVKÖK marjı varsayımımızda yukarı yönlü bir potansiyel yaratabilir. UFRS ile Türk vergi kanununa tabi finansalları arasındaki fark ortadan kalktığından dolayı THY'nin 2025 yılında temettü dağıtma potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Ancak THY'nin gelecekteki agresif filo genişletme planının temettü tutarını sınırlamasını bekliyoruz. THYAO.IS hisseleri için 2025 yıl sonu \$/TL kur tahminimizle hesapladığımız hisse başına hedef fiyatımız önceki 485,0TL'den TL575'e yükselttik. Hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz.
- Pegasus Havayolları'nın 2025'te %10 kapasite büyümesi ve yolcu başı yan gelir artışları (2025'te +%5) sayesinde yıllık %15 artışla 3,54 milyar € gelir elde edeceğini öngörüyoruz. Havayolunun 2025'te kapasite başına artan birim geliri sayesinde FAVÖK rakamının 0.5 yüzde puan marj iyileşmesi ile yıllık %17 artışla 1,05 milyar €'a ulaşacağını hesaplıyoruz. PGSUS.IS hisseleri için 2025 yıl sonu €/TL kur tahminimizle hesapladığımız hisse başına hedef fiyatımız önceki 256.60TL'den 335TL'ye yükselttik. Hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız yüksek getiri potansiyeline işaret ettiğinden, PGSUS hisseleri için tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz.
- THYAO ve PGSUS için sırasıyla 6,5x ve 6,0x hedef 1 yıllık ileri FAVÖK çarpanlarını kullanıyoruz
- TAV Havalimanları için 2025'de EUR bazlı yıllık %17 ciro, %19 FAVÖK ve %16 net kar büyümesi bekliyoruz. 2025'in 2. çeyreğinde tamamlanacak yeni Ankara Esenboğa Havalimanı, 1. çeyrekte tamamlanacak yeni Antalya Havalimanı ve Haziran 2024'te faaliyete geçen yeni Almatı Havalimanı 2025'teki büyümeye katkıda bulunacak. TAVHL.IS için revize hisse başına 391,50 TL hedef fiyatımızı yüksek getiri potansiyeli sunduğundan hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. TAVHL.IS, 2025'teki öngörülebilirliği yüksek finansalları, cazip FAVÖK büyümesi ve yüksek getiri potansiyelini göz önünde bulundurduğumuzda havacılık hisseleri arasında favori hissemiz olarak öne çıkıyor.



Havacılık



Otomotiv ve Traktör

Fiyat ve Oranlar																																																						
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAD%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025																							
															Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K-Ş		PD/DD-Ş		FD/FAVÖK		ROE-Ş																								
DOAS	195.40	42,988	270.00	314.00	38	TUT	A	-6.1	-4.8	10.9	39.4	18	12%	57%	27%	9,771	9,206	198,806	169,248	20,210	15,652	55,428	55,482	4.4	4.6	0.8	0.8	2.6	3.4	17%	17%																							
FROTO	923.5	324,065	1595.00	1495.75	73	AL	A	-5.9	-4.6	31.6	17.7	34	6%	60%	10%	37,388	41,540	596,190	661,886	42,563	50,226	118,547	133,841	8.6	7.7	2.7	2.4	9.9	8.4	33%	33%																							
TOASO	203.10	101,550	400.00	390.00	97	AL	A	1.65	3	31.6	24.1	27	8%	69%	10%	6,219	8,815	118,430	131,677	10,030	11,431	46,744	47,343	16.2	11.4	2.2	2.1	9.9	8.7	12%	19%																							
Otomotiv																																																						
TTRAK	690.50	69,096	940.00	1119.99	36	TUT		-7.7	-6.5	5.65	24.9	26	7%	81%	9%	6,778	5,215	64,748	59,263	11,416	11,086	21,090	16,738	10.1	13.2	3.3	4.1	6.2	6.4	31%	28%																							
Traktör																																																						

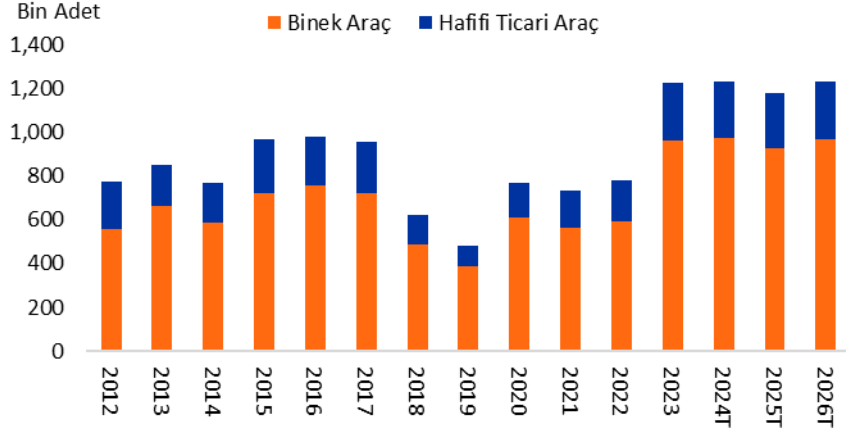
Yeni projeler ihracatı destekleyecek

- Yurt içi otomotiv pazarının (ağır ticari dahil) 2025 yılında yıllık bazda %4 düşüşle 1,22 milyona ulaşacağını öngörüyoruz. Yoğun rekabet nedeniyle araç satış fiyatlarında sınırlı artış, TL'nin € karşısında reel olarak değer kazanımının devamı, Avrupa'daki daralan otomobil talebi göz önüne alındığında araç bulunabilirliğindeki artış, vergi avantajlı elektrikli otomobillere olan talebin devamı ve faiz oranlarındaki gerileme 2025 yılında yurt içi otomotiv talebini destekleyecektir. Öte yandan, engelli kişilere ÖTV muafiyetli araç satışlarına ilişkin düzenleme değişikliğinin (%40 yerelleştirme oranı gereksinimi ve satış süresinin önceki 5 yıldan 10 yıla çıkarılması) 2025 yılında araç satışları üzerinde olumsuz bir etki yaratması bekleniyor. Engelli kişilere ÖTV muafiyetli araç satışlarının 2024 yılında toplam otomobil satışlarının %10-15'ini oluşturduğu varsayılmaktadır. Borçlanma oranlarının düşmesi nedeniyle 2025 yılının 2. yarısında 1. yarından daha iyi bir performans bekliyoruz.
- Avrupa'daki araç talebinde beklenen yavaşlamaya rağmen, yeni modellerin devreye girmesi (Tofaş'ın yeni hafif ticari araç modeli "K0") ve Ford Otosan'ın FMC ve Volkswagen ittifakı için üretileceği ek 150 bin adet kapasiteli 1 Ton'luk Custom sayesinde 2025'te sanayinin ihracat hacimlerinde %7 büyüme öngörüyoruz.
- Beklenen şiddetli rekabet ve sınırlı fiyatlandırma yeteneği göz önüne alındığında, iç pazardaki karlılığın baskı altında kalacağını tahmin ediyoruz.
- UMS-29 etkisi olmadan, Ford Otosan'ın 2025'de %15 hacim büyüme beklentimizle ABD doları bazında %19 ciro büyümesi ve %16 FAVÖK büyümesi elde edeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, enflasyondaki azalan eğilim göz önüne alındığında, UMS-29 muhasebe standartlarının 2025'te FAVÖK marjını olumlu etkilemesi bekleniyor. FROTO.IS, otomotiv hisse senetleri takip listemizde öncelikli olarak yüksek KKO, öngörülebilir kar artışı, cömert temettü ödemesi ve tamamı elektrikli seçeneklerle de yenilenen ürün portföyü sayesinde ivmelenen yüksek ihracat performansı nedeniyle en beğendiğimiz hisse olarak öne çıkıyor.
- 2025'te yeni hafif ticari araç "K0" projesinin tüm yıl katkısı, Tofaş'ın hacimlerini ve KKO'nı destekleyecek. Tofaş'ın 2025'te 2024'e göre %23 hacim büyümesi elde edeceğini öngörüyoruz. Şirketin KKO'nun 2024'teki %35'ten 2025'te %50 artacağını tahmin ediyoruz. Yerel olarak üretilen yeni hafif ticari araç "K0" modelinin ve yeni elektrikli binek araç lansmanlarının, Tofaş'ın yaşlanan binek araç modeli "Agea"nın iç pazardaki pazar payı üzerindeki olumsuz etkisini telafi edeceğini düşünüyoruz. UMS-29 etkisini hariç tutarak, Tofaş Fabrika'nın 2024'e kıyasla 2025'te %19 gelir büyümesi ve %11 FAVÖK büyümesi elde edeceğini tahmin ediyoruz. Rekabet Kurulu'nun yurtiçi satışlarda Stellantis şemsiyesi altında Tofaş'ın PSA markalarını satın alımıyla birleşmesi kararı ve şirketin KKO'nı arttıracak yeni model projeleri (Fiorino ve Agea modellerinin yerine gelecek) hakkındaki gelişmeler, TOASO.IS'ın performansını tetikleyecek birincil katalizörler olacak.
- 2025 için DOAS.IS, durgun yurtiçi otomotiv talebi ve yurtiçi pazar karlılığında beklenen düşüş göz önüne alındığında otomotiv takip listemizde en az tercih ettiğimiz hisse senedir.

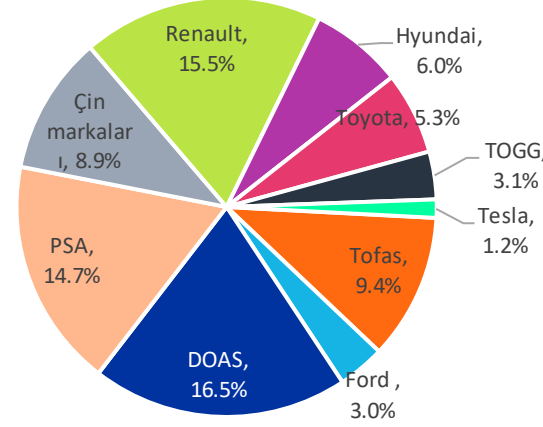
- Yurtiçi traktör pazarında beklenen durgunluk ve ithalat markaların ön ayak olduğu yoğun rekabet göz önüne alındığında, 2025'in Türk Traktör için başka zorlu bir yıl olması bekleniyor. 2024'e benzer bir ihracat performansı öngörerek, Türk Traktör'ün 2025'te toplam satış hacminde büyüme beklemiyoruz. TL'deki reel değerlenme beklentisi ve Ziraat Bankası'nın traktör alımlarındaki penetrasyonun azalması nedeniyle ithalatçı rakiplerinden gelen artan rekabet, şirketin pazarlama giderlerini yukarı çekerek marjları baskılayabilir. Öte yandan, enflasyondaki düşüş eğilimi göz önüne alındığında, UMS-29 muhasebe standartlarının 2025'te EBITDA marjı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olması bekleniyor.
- Sektördeki hisse önerilerimiz için ana risk faktörleri, yurtiçi otomotiv pazarında beklenenden daha kötü daralma, Avrupa'daki durgunluğun artan etkileri nedeniyle beklenenden zayıf ihracat performansı, TL'nin € karşısında daha yüksek oynaklığı, girdi fiyatlarındaki artış ve beklenenden yüksek borçlanma oranlarının yurtiçi talebi sınırlaması olarak sıralanabilir.

Otomotiv ve Traktör

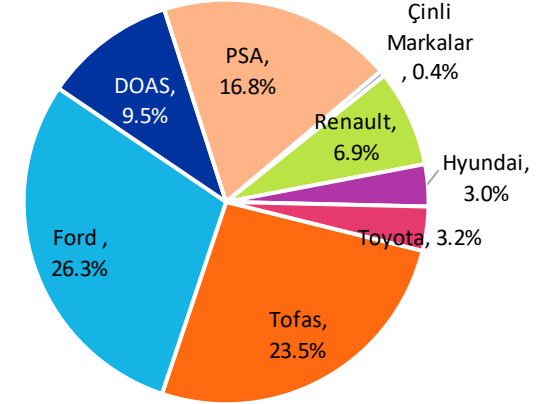
Yurtiçi hafif araç pazarının 2025'de %4 daralacağını öngörüyoruz



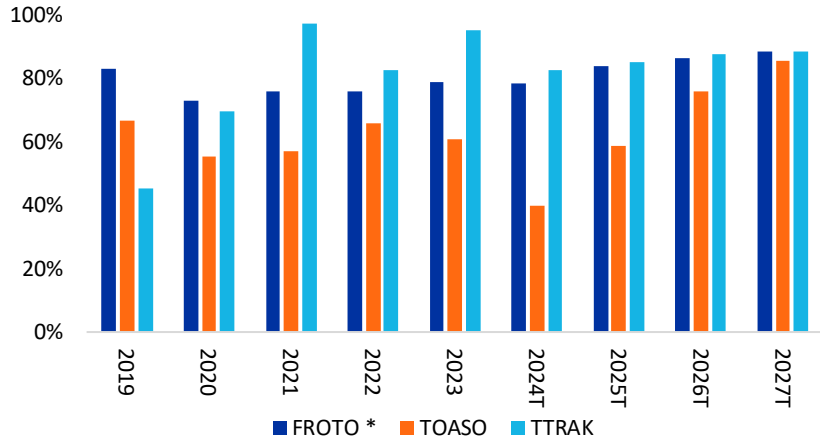
Çinli markaların yurtiçi binek araç pazarında payları artmaya devam ediyor



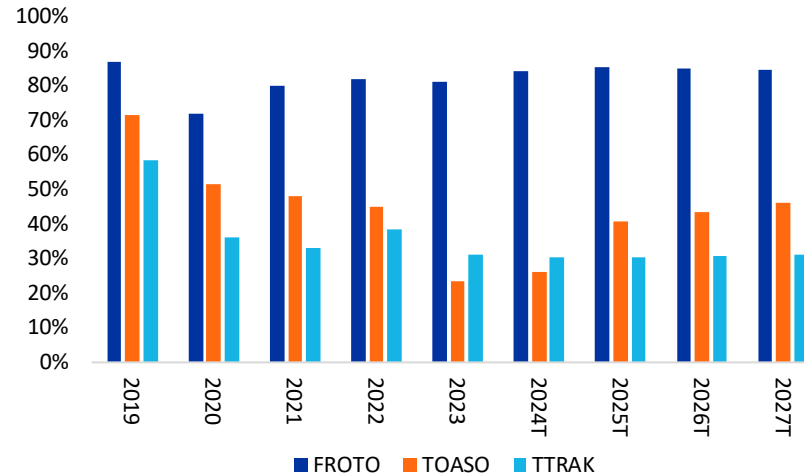
Ford Otosan yenilenen ürün gamıyla yurtiçi hafif araç pazarının lideri olmaya devam ediyor



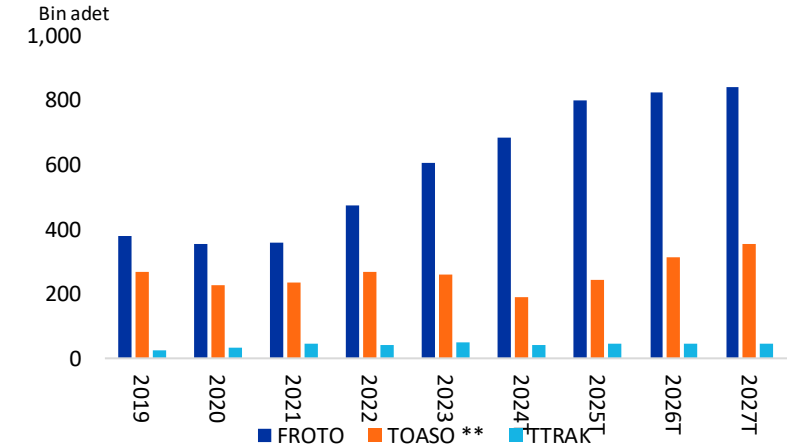
Tofaş'ın KKO'nun yeni model yatırımlarıyla artması bekleniyor



Toplam satış hacminde ihracat payı en yüksek Ford Otosan



Yeni projeler satış hacimlerini destekliyor



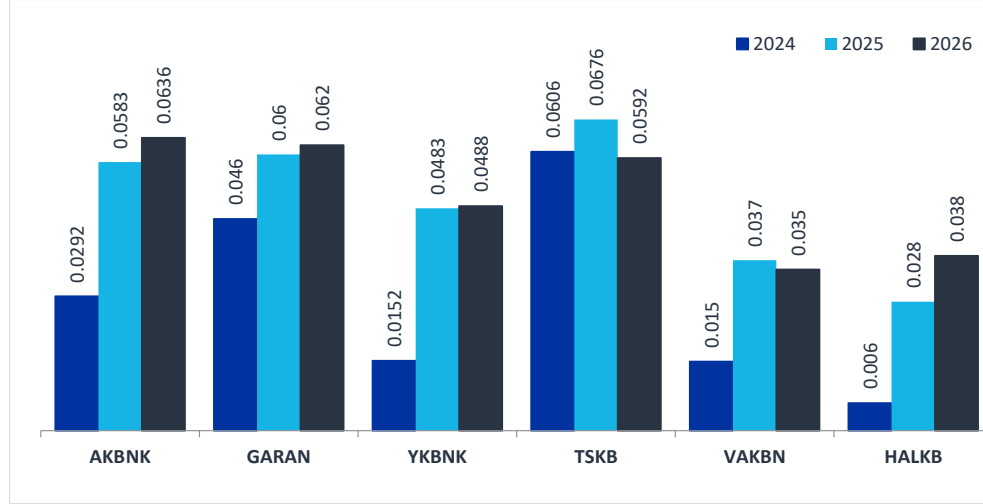
Bankalar

Karlılıktaki güçlenme çarpanları yükseltebilir

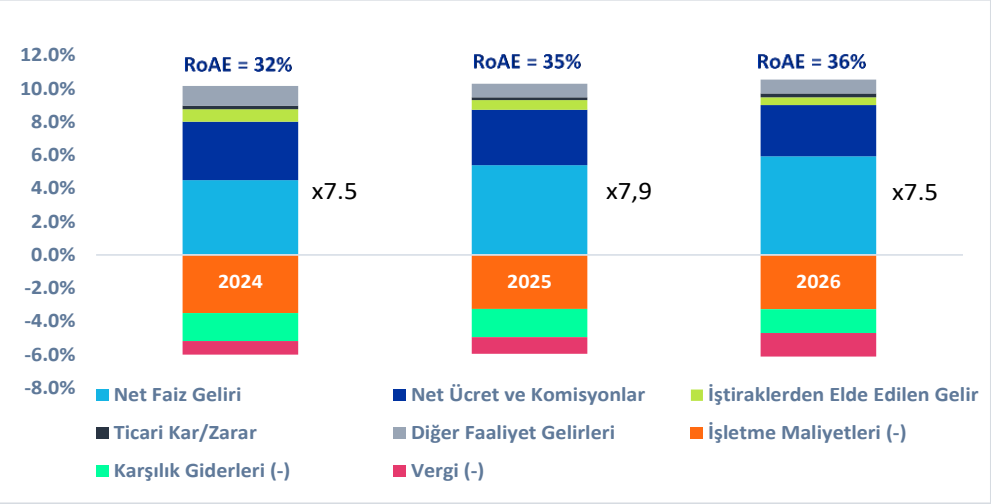
- 2025 yılında faiz indirimleri ve buna bağlı marj genişlemesine dayalı kar momentum ön plana çıkarken, makro ihtiyati tedbirlerin tedrici gevşetilmesi ile özellikle 2026 ve 2027 dönemi kar momentum başka kanallardan da destekleniyor olacak.
- Sıkı para politikaları ve geçtiğimiz günlerde daha da sıkılaştırılan aylık kredi büyüme limitleri ekonomide kaçınılmaz bir yavaşlama getirecek. Buna bağlı olarak da bankaların takip rasyoları da hızla yükselme daha doğrusu bir normalleşme sürecinden geçecekler. Tahminimiz şu anda %2 seviyelerinde bulunana takip oranlarının %3-3.5 bandına yükselmesi. Bu elbette 2025 risk maliyetlerin 200baz puana yaklaştırırken orta vade de bu seviyenin 125-150 baz puan aralığında oluşmasını bekliyoruz. Bu da Bankalar açısından oldukça yönetilebilir bir seviye. Bankalarımızın yüksek karşılık ayırma politikalarının bir süredir devam etmesi bu normalleşme sürecinde ne önemli olumlu noktalardan birisi olacak.
- Araştırma kapsamımızdaki tüm büyük özel bankalar için AI tasviyemizi sürdürüyoruz ancak güçlü karlılık görünümünü devam ettirecek olan Garanti Bankası'nı model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Banka 2025 tahminlerimize göre 1.2x PD/DD ve 3.9F/K çarpanlarından işlem görüyor. Ayrıca yine güçlü karlılık görünümünü sürdürmesini beklediğimiz ve kredi büyüme sınırlarına çok takılmayacak TSKB'yi de model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Banka, 2025 tahminlerine göre 0.8x PD/DD ve 2.4F/K çarpanlarından işlem görüyor.
- Tahminlerimizi bir sene kaydırdığımız ve karlılık beklentilerimizde yukarı yönlü revizyonlar yaptığımız için bankalara yönelik hedef fiyatlarımızı ortalama olarak %16 arttırıyoruz. Özellikle 2026 ve 2027 karlılık tahminlerimizde yaklaşık %20 yukarı yönlü revizyonlar hedef fiyatlarımızı arttırmada etkili oldu.

Bankalar

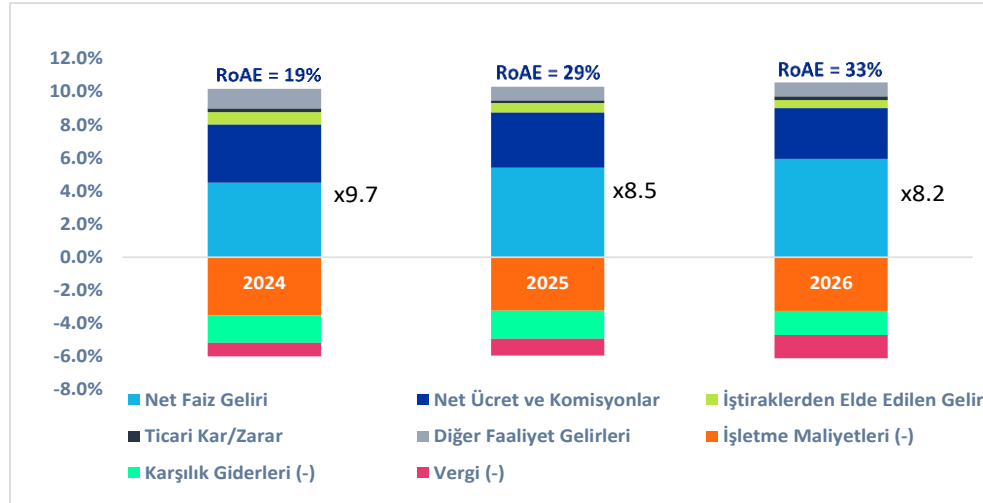
Swaplara Göre Düzeltilmiş Marj Tahminleri



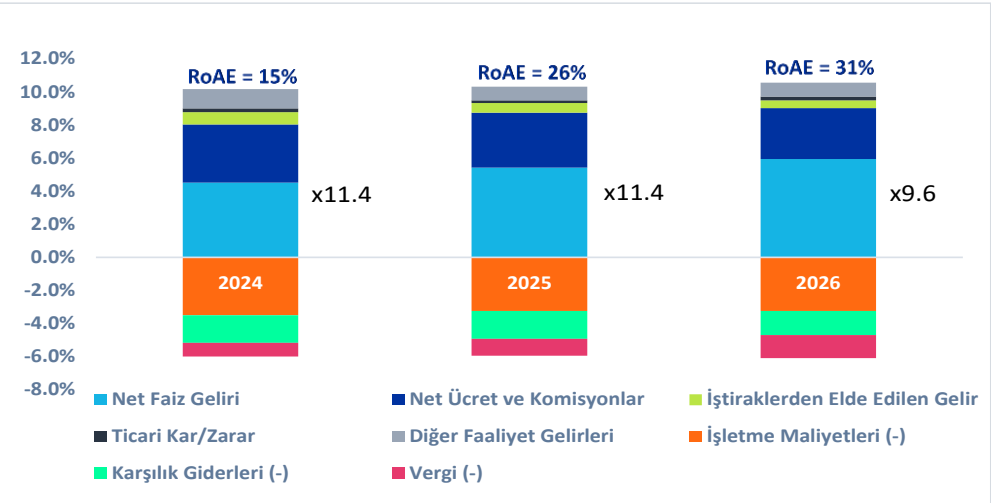
Garanti Öz Kaynak Karlılığı Tahminleri, ayrıştırmış



Akbank Öz Kaynak Karlılığı Tahminleri, ayrıştırmış

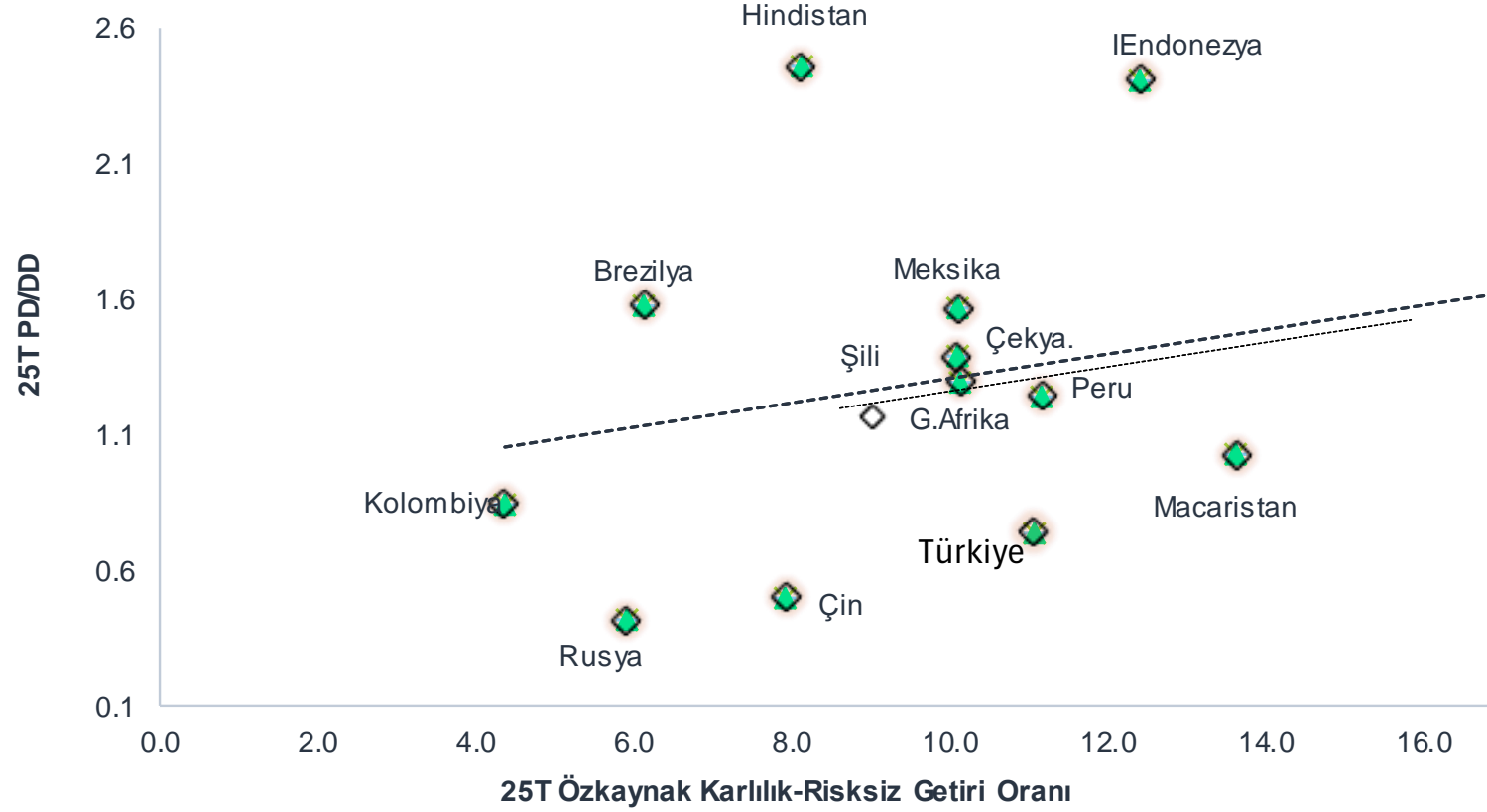


YKB Öz Kaynak Karlılığı Tahminleri, ayrıştırmış



Bankalar

Gelişmekte Olan Ülke Bankaları: 25T Özkaynak Karlılık -Risksiz getiri Oranı ve 25T PD/DD



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Cam

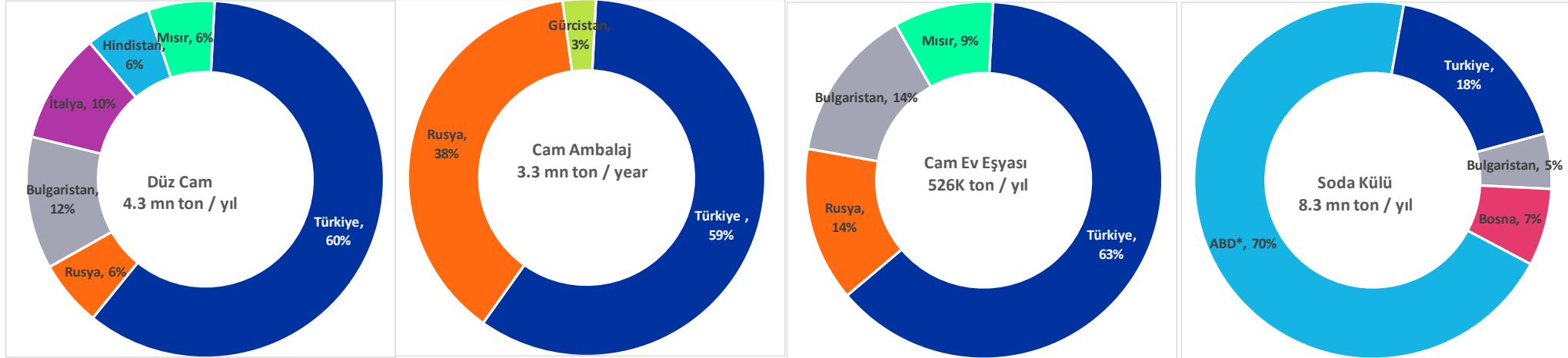
Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %	1A Rel %	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025				
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺			
SISE	39.24	120,201	72.44		85	AL	-6.1	-4.9	39.3	47.6	14	2%	15%	2%	12,699	10,543		191,790	194,432		13,135	19,025		207,083	214,984	9.4	11.3	0.6	0.6	14.9	10.3	6%	5%
Cam																																	

Büyüme Türkiye faaliyetlerinden gelecek

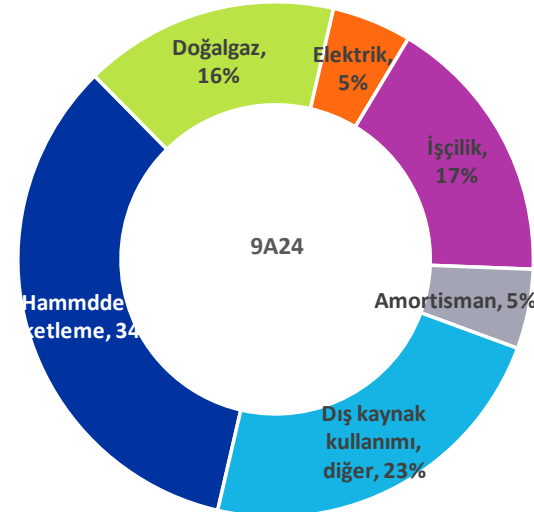
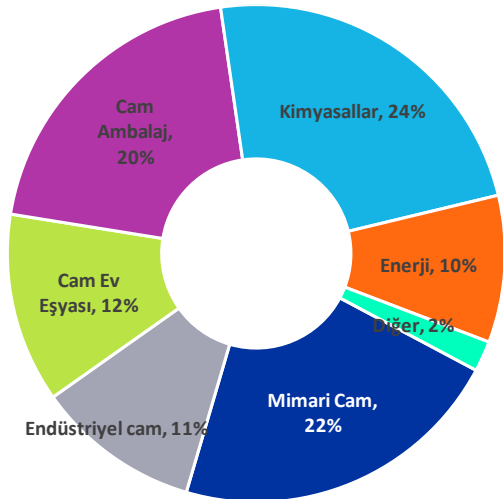
- Avrupa'daki zayıf talep koşullarının aksine, Türkiye'de cam ürünlerine yönelik devam eden güçlü talebin 2025'te Şişecam'ın hacim büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Deprem bölgesinin yeniden yapılandırılması ile devam eden talebin, kentsel dönüşüm faaliyetlerinin ve borçlanma oranlarındaki düşüşün Türkiye'deki mimari cam talebinin ana itici güçleri olması bekleniyor. Ayrıca, Türkiye'nin turizm faaliyetlerinde devam etmesi beklenen büyümesinin cam ambalaj segmentinin hacimlerini desteklemesini bekliyoruz. Şişecam'ın 2025'te 2024'e kıyasla konsolide cam ürünleri hacminde %7 büyüme ve soda külünde ise benzer satış hacmine sahip olacağını öngörüyoruz.
- 2025 için ürün fiyatlarında (hem cam ürünleri hem de soda külü) daha fazla düşüş eğilimi için sınırlı bir risk olduğuna inanıyoruz. Bu nedenle, 2024'te yaklaşık %25 dolar bazında fiyat düşüşünün ardından dengeli arz ve talep dinamikleri tarafından desteklenen 2025'de soda külü fiyatlarının 2024'e benzer seviyelerde olacağını düşünüyoruz. 2025'de cam ürünleri için ise enflasyona paralel fiyat ayarlamaları öngörüyoruz.
- UMS-29 hariç hesaplamalara dayanarak, Sisecam'ın konsolide gelirlerinin yıllık bazda %12 artarak 5,3 milyar € ulaşmasını ve 2025'te FAVÖK marjının daha yüksek hacimler, iyileştirilmiş fiyatlandırma yeteneği ve sıkı maliyet azaltma önlemleriyle 2024'e göre 200 baz puan artarak %11,8'e (UMS-29 hariç) yükselmesini bekliyoruz. FAVÖK marjındaki yıllık iyileşmeye rağmen, marjların sürdürülebilir %20 seviyelerine geri dönmesi için biraz daha fazla zamana ihtiyaç duyulabilir.
- Şişecam'ın 2025'te Ciner Grubu'nun Sisecam Chemicals Resources LLC ("SCR")'deki %40 ortaklık hissesini ve Pacific Soda LLC'deki %40 ortaklık hissesini satın almak için 285,4 milyon dolarlık işlem değeri de dahil olmak üzere 1 milyar € seviyesinde yatırım harcaması yapacağını öngörüyoruz.
- Devam eden geri alımlar, döngüsel toparlanma ve ABD soda külü yatırımlarının 2028'de faaliyete geçmesi önemli katalizörlerdir.

Cam

Kurulu Kapasiteler



Ciro Kırılımı 9A24



* ABD Doğal Soda Kimyasalları Yatırımı Dahil Wyoming madeni (2,5 milyon ton yıllık soda külü üretim kapasitesi ile çalışır durumda) + Pasifik&Atlantik madenleri (hissedarlık oranı bazlı toplam kapasitelerin soda külü 3 milyon ton/yıl, sodyum bikarbonat 240 bin ton/yıl 2028) yılına kadar kademeli olarak operasyonel olması bekleniyor.

SMM Kırılımı 9a24

Sigorta

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get. Pot.%	Öneri	Öneri Değ.				Yabancı	5Yr. Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Hisse	Fiyat ₺													Tem.V	Kar ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		ROE		
AKGRT	7.70	12,412	11.00	9.50	43	AL	A	7.69	9.12	3.43	28	22	11%	62%	0%	1,663	2,553	4,855	7,429	7.5	4.9	2.6	1.7	41%	42%
ANHYT	103.60	44,548	165.00	165.00	59	AL	Y	-1.5	-0.2	3	15.1	18	7%	41%	3%	4,435	6,682	10,267	15,883	10.0	6.7	4.3	2.8	53%	51%
ANSGR	112.60	56,300	161.00	123.00	43	AL	A	11.1	12.5	5.66	34.7	11	5%	17%	5%	10,772	14,966	28,454	44,248	5.2	3.8	2.0	1.3	53%	41%
TURSG	16.55	82,750	23.80	19.55	44	AL	A	13.3	14.8	10	18.9	7	4%	31%	4%	14,923	21,218	30,356	46,225	5.5	3.9	2.7	1.8	67%	55%
Sigorta																			6.5	4.4	2.6	1.7	53%	46%	

Güçlenen karlılık korunacak

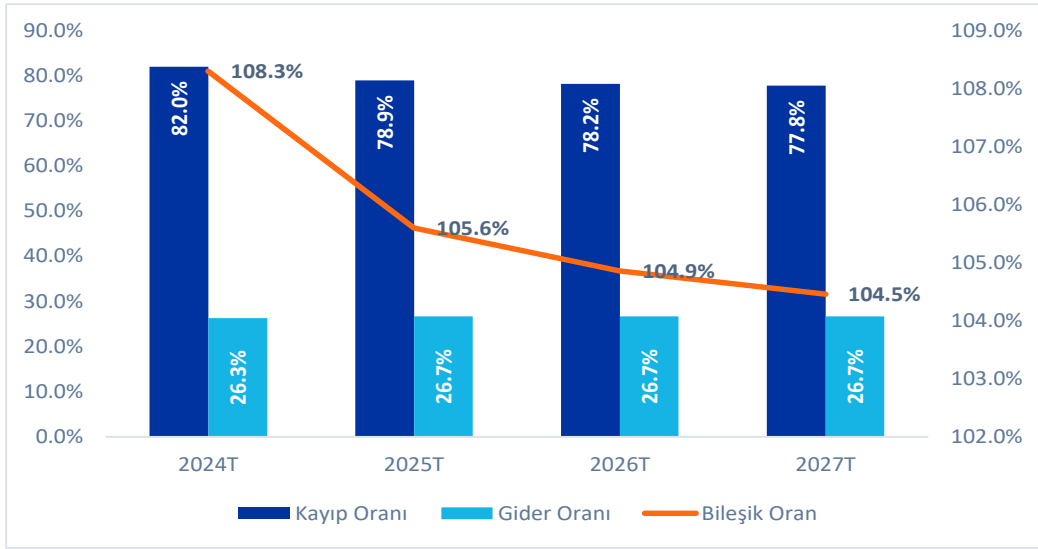
- Sigorta sektörü açısından 2024 yılı, 2022 ve 23 döneminde enflasyon ve kur şoku ile sarsılan karlılıklarını önemli ölçüde iyileştirip karlılık düzeylerini oldukça yüksek seviyelere çektikleri bir dönem oldu. O dönemde kur-enflasyon şokuyla çöken teknik marjların yanında, finansal baskılama nedeniyle yatırım gelirlerinin de keskin bir şekilde daralması karlılık üzerinde ayrı bir baskı unsuru olmuştu. 2024 yılında iyileşen teknik marjların yanında Ortodoks politikalara dönüş nedeniyle hızla artan yatırım gelirleri sigorta şirketlerinin karını çok olumlu etkiledi.
- Sigorta şirketleri yaşanan kur ve enflasyon şoklarından sonra 2023'ün ikinci yarısından itibaren primlerini enflasyonun çok üzerinde arttırmayı başardılar. Primlerdeki güçlü reel artışın 2025 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca düşen enflasyon oranları ve daha istikrarlı bir görüntü çizen kurlar oluşan ve oluşabilecek hasar yoğunluğunun yüksek olmasını engelleyen unsurlar. Ayrıca, geçtiğimiz günlerde yapılan %30'luk asgari ücret artışı sektörün beklentileri doğrultusunda ve ek karşılık yükü yaratmayacak bir boyutta gerçekleşti. Bunun yanında muhtemelen yapılan bu artış tüm sene için geçerli olacak ve arada asgari ücret artışı görmeyeceğiz ki bu da sigorta şirketlerinin karşılık yükü açısından olumlu bir gelişme.
- Sıkı para politikası sigorta şirketlerinin yatırım gelirlerini olumlu etkilemeye devam ediyor. Toplanan primlerin artış hızının güçlü olması ve getirilerin özellikle TL aktiflerin değer kazanımı ve yüksek faizler ile hızlı yükselmesi şirketlerin genel karlılık ve özkaynak karlılık rakamlarını çok olumlu etkiledi. 2024'ün ilk altı ayı sonunda şirketlerin özkaynak karlılık oranları %50'ye ulaşmış durumda. Yatırımcıların faizlerin düşmesiyle beraber yatırım gelirlerinin gerileyeceği endişeleri de bir miktar yersiz buluyoruz. Güçlenen teknik marjlar ve toplanan primlerin nakit akımını ve yönetilen fon miktarını arttırması yatırım gelirlerinin de güçlü seyretmesini sağlayacaktır.
- 2024 yılında araştırma kapsamındaki şirketlerin net kar artışının ortalama olarak %90 olacağını bunun 2025 yılında ise %40 artış ile devam edeceğini öngörüyoruz. Bu da bizi orta vadede %40 ve üzeri özkaynak karlılık seviyesine taşıyor. Son revizyonlardan sonra sigorta şirketleri için hedef değerlerimizi ortalama %17 arttırdık.

Sigorta

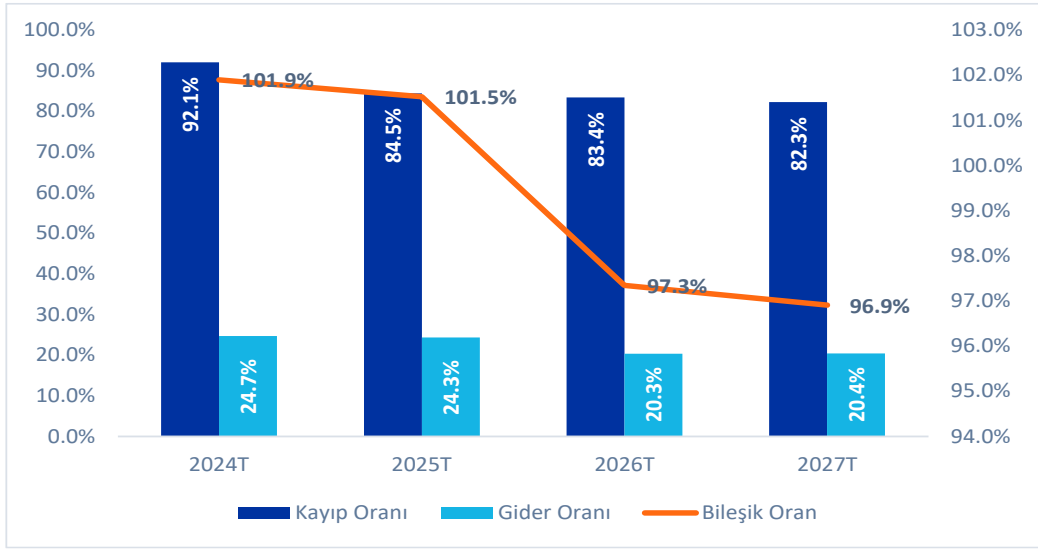
- **Türkiye Sigorta (TURSG.IS):** Türkiye Sigorta yaklaşık %15 pazar payıyla sektördeki lider konumunu sürdürüyor. Trafik dışındaki sektörlerdeki şirketin güçlü konumu karlılık ve özkaynak oranlarını sektör ve akran şirketlerin üzerinde bir yere oturtuyor. Şirketin çok güçlü dağıtım kanalı (üç kamu bankası şubeleri de dahil) ve bankasüranstaki kuvvetli konumu hem büyüme hem de karlılık olarak önemli katkılar veriyor. Şirket için önümüzdeki dönemde ortalama %50 özkaynak karlılığı ve güçlü temettü dağıtımını öngörmekteyiz bu da çarpanların genişlemesi anlamına geliyor. Türkiye Sigorta için hedef fiyatımızı TL 19.55'ten, TL 23,8'e yükseltiyoruz.
- **Anadolu Sigorta (ANSGR.IS):** Anadolu Sigorta'nın teknik kar marjlarının ve bunun bir göstergesi olan kombine oranlarının yakın geçmiş ortalamalarına göre önemli biçimde artmasını/düzelmesini bekliyoruz. Şirketin 2021-23 yıllarında %130'lara çıkan kombine oranlarının ortalama olarak %105'lere düşmesini öngörüyoruz. Son dönemlerde trafik segmentindeki piyasa payının %10'dan %5'e çekilmesi şirketin karlılığını çok olumlu etkilerken, bundan sonraki makro ekonomik şoklara olan kırılganlığı da önemli biçimde azalttı. Şirketin 2024 sonunda TL 55 milyarı bulan yatırım portföyünün de toplam kara olan katkısı artarak devam edecek. Faiz oranları düşse de yatırım portföy hacminin genişleyecek olması yatırım gelirlerindeki ivmeyi koruyabilir. Anadolu Sigorta için yeni hedef değerimizi hisse başına TL 161 olarak belirliyoruz.
- **Anadolu Hayat (ANHYT.IS):** Gerek hayat branşı prim üretimizi açısından gerekse BES şemsiyesi altında yönetilen fonların büyümeye devam etmesi şirketin ana faaliyet gelirlerini güçlendirmeye devam edecek. 2025 ve 2026 yıllarında ortalama %40 net kar büyümesi bekliyoruz. Şirket için AL tavsiyemizi ve hedef fiyat seviyemizi koruyoruz. Anadolu Hayat'ın önümüzdeki yıllarda da düzenli temettü ödemeye devam etmesini öngörüyoruz.
- **Aksigorta (AKGRT.IS):** Karlılık anlamında 2025 bir dönüm yılı olacak. Aksigorta, 2022-23 döneminde kur ve enflasyon şoklarından sonra teknik kar marjlarının çok olumsuz biçimde etkilendiğini görmüştük. Özellikle trafik branşında keskin biçimde piyasa payının düşürülmesi sonucunda kombine oranlarının ve marjların hızlı iyileştiğini göreceğiz. Olumlu karlılık revizyonlarıyla şirket için belirlediğimiz hedef fiyatımızı hisse başına TL 11. Aksigorta için AL demeye devam ediyoruz.

Sigorta

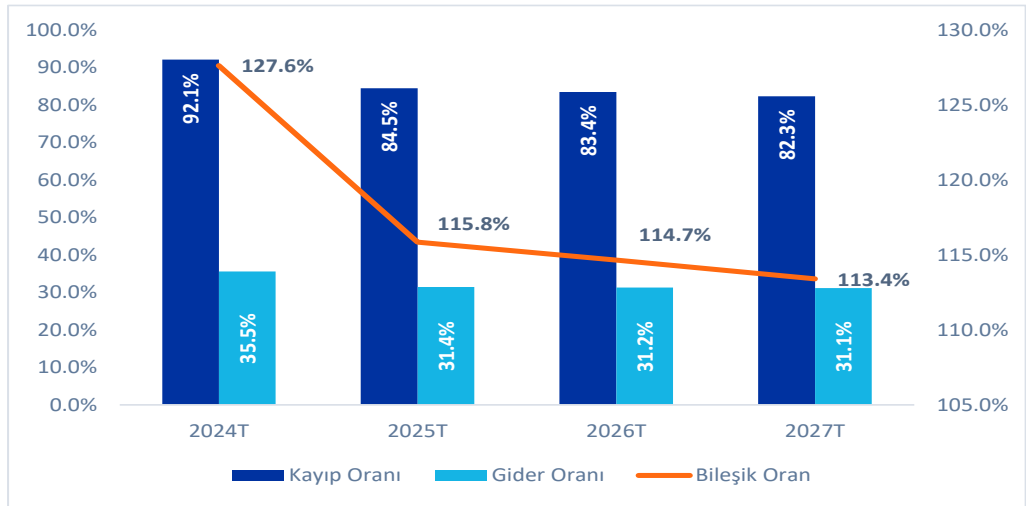
Anadolu Sigorta Kombine Oran Tahminleri



Türkiye Sigorta Kombine Oran Tahminleri

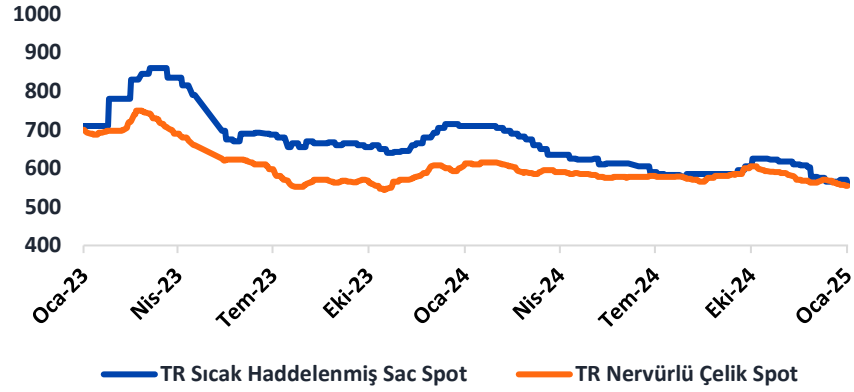


Aksigorta Kombine Oran Tahminleri

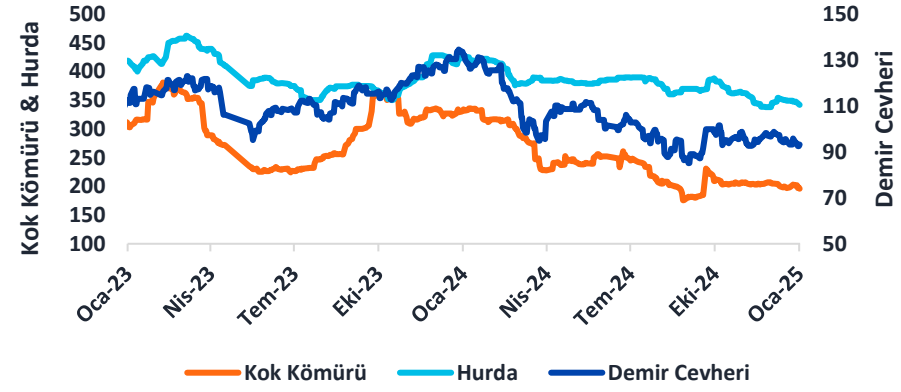


Demir & Çelik

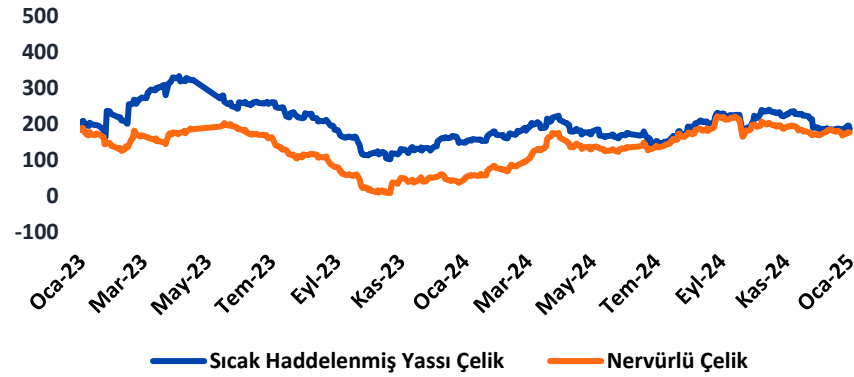
Çelik Fiyatları (dolar/ton)



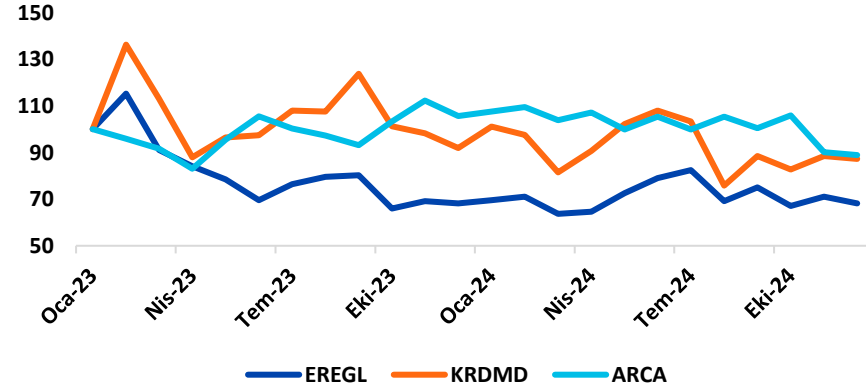
Hammadde Fiyatları (dolar/ton)



Spot Ürün Makasları (dolar/ton)



NYSE Arca Çelik Endeksi'ne kıyasla EREGL ve KRDM D hisselerinin performansı

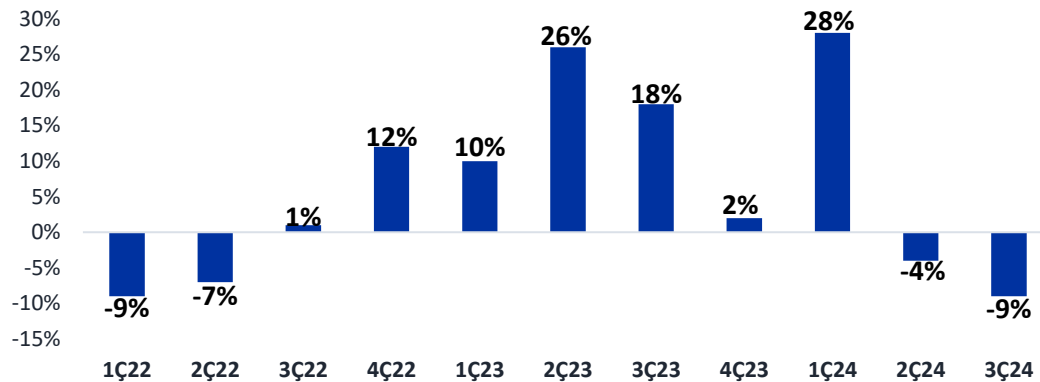


Source: Bloomberg & Is Investment Estimates

Dayanıklı Tüketim

- Vestel Beyaz Eşya (VESBE.IS):** Vestel Beyaz, 2023 yılında Avrupa talebindeki gerilemeye karşı oldukça dirençli bir performans göstermiş ve pazar payını arttırmayı başarmıştı. Ancak, tüketici talebinde süregelen zayıflık, Avrupa dışındaki önemli pazarlarda devam eden makro ve jeopolitik rüzgarlar ve Çinli üreticilerin artan rekabeti 2024 yılında ihracat hacimleri üzerinde baskı yaratmıştır. Ayrıca, TL'nin yabancı para birimleri karşısında güçlenmesi ve artan hammadde fiyatları kâr marjlarını önemli ölçüde azaltmıştır. VESBE'nin 2024 yılında gelirlerinde %14'lük bir düşüş ve FAVÖK marjlarında 4,4 puanlık bir daralma kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Avrupa pazarında kademeli bir toparlanma öngörmekle birlikte, marjlardaki zayıflığın 2025 yılında da devam etmesini bekliyoruz.
- VESBE için yeni hedef fiyatımız 22,4 TL/hisse ile AL tavsiyemizi koruyoruz.** Hisse ucuz çarpanlardan işlem görüyor, ancak kısa vadede hisseyi harekete geçirebilecek bir katalizör görmüyoruz. Vestel Beyaz'ın, Türkiye'deki rekabetçi varlık tabanı, ölçek ve lojistik avantajları ve diğer ODM'lere kıyasla üstün Ar-Ge yetenekleri sayesinde, A markaları arasında artan üretimi dışarıdan temin etme trendinden ve orta vadede Avrupa pazarlarındaki toparlanmadan faydalanmak için iyi bir konumda olduğuna inanıyoruz.
- Vestel Elektronik (VESTL.IS):** Şirket, beyaz eşya ve TV&elektronik işlerinin yanı sıra otomotiv elektroniği, elektrikli araç şarj cihazı, batarya çözümleri gibi yeni dikey alanlara da yatırım yapmaktadır. Yönetim, 2024-2025 yıllarından itibaren bu alanlarda önemli bir büyüme öngörmektedir. Yeni segmentlerin, özellikle TV işine kıyasla nispeten daha yüksek karlılığa sahip olduğu göz önüne alındığında, uzun vadeli marjlar üzerinde de destekleyici olması bekleniyor. Değerleme gerekçesi ile VESTL için 89,2 TL/hisse yeni hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin yüksek kaldıraçlı ana şirket ile doğrudan ilişkisi ve büyük miktardaki şirketler arası işlemlere ilişkin endişelerimiz devam etmektedir. Şirketin 9A24 itibarıyla Grup şirketlerinden toplam 38,7 milyar TL alacağı bulunmaktadır. Yakın vadede bu alacakların önemli miktarlarda tahsilini öngörmüyoruz.

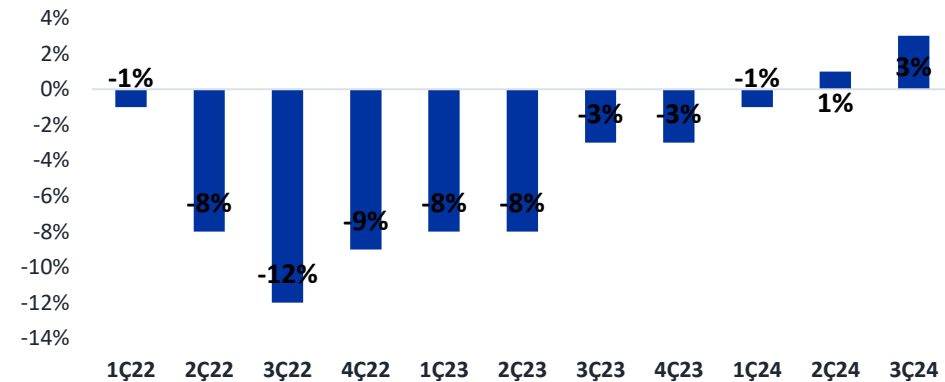
Türkiye MDA Pazarı (Toptan Satışlar) – yıllık büyüme



Kaynak: TURKBESD

Takip Listesi Sayfası : <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/takip-listesi.aspx#page-1>

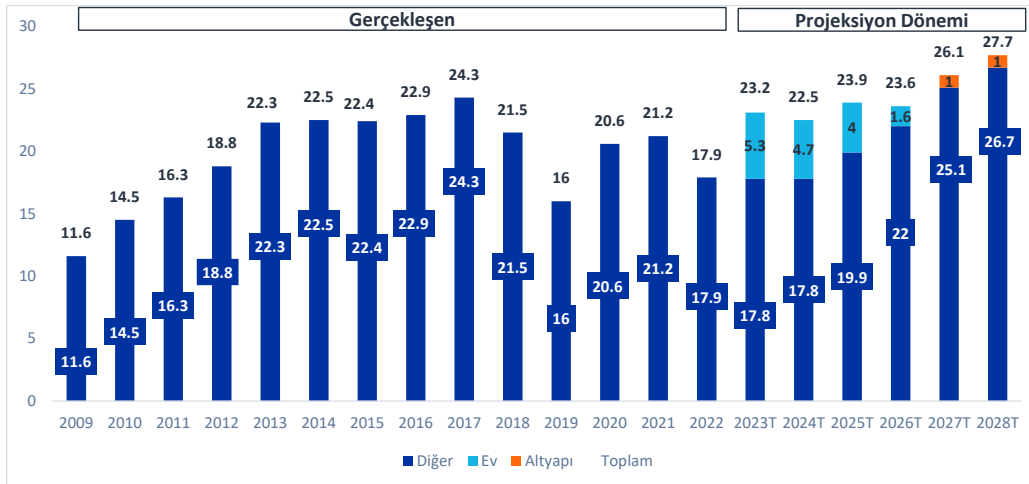
Avrupa MDA Pazarı (Parakende Satışlar) – yıllık büyüme



Kaynak: GfK

Çimento

- OYAK Çimento (OYAKC.IS)**, OYAK Çimento en büyük çimento üreticisi olduğu deprem bölgesindeki talep artışına bağlı olarak 2024 yılı boyunca güçlü hacim büyümesi kaydetti. Halihazırda fiyat artışlarını yapabiliyor olsa da yılın başında fiyatların bir çeyrek botunca dondurulmuş olması sebebiyle yıllık ortalama fiyat artışı enflasyonun altında kalmış ve hem ciro hem de karlılık üzerinde baskı yaratmıştır. 2025 yılında da yüksek hacimlerin devam etmesini ve fiyatlama tarafında göreceli olarak daha olumlu bir yıl bekliyoruz. OYAK Çimento'nun güçlü net nakit pozisyonu, inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirebilecek bir konuma taşırken Şirket'i temettü ödemesi için güçlü bir aday haline getirmektedir. Deprem bölgesinin yanı sıra Suriye'ye yakın en büyük üretici olan Oyak, Suriye kaynaklı talepten en olumlu etkilenmesi beklenen şirket olarak öne çıkmaktadır. OYAK Çimento'nun bölgedeki tesislerinde yeni talebi karşılayabilecek yeterli kapasiteye sahip olması, yüksek alternatif yakıt kullanım kapasitesi ve operasyonel verimliliği sayesinde yüksek marjları koruyarak faaliyetlerine devam edebilecek olması da bir diğer olumlu nokta. Bununla birlikte, Suriye'nin yeniden inşası ile ilgili tüm olumlu gelişmelerin şu anda büyük ölçüde fiyatlanmış olduğuna inanıyoruz. Özetle, OYAK Çimento için yukarı yönlü risklerin aşağı yönlü risklerden daha ağır bastığını düşünüyoruz.
- Akçansa (AKCNS.IS)** Akçansa'nın gelirleri hem çimento hem de hazır beton için yurt içi talebin etkisiyle oluşan güçlü hacimlere rağmen, yılın ilk yarısındaki olumsuz fiyat koşulları ve daha düşük ihracat katkısı nedeniyle reel bazda yaklaşık %20 oranında azalmıştır. Ayrıca, IAS29 kapsamında FAVÖK, 2023 yılındaki yüksek baz etkisi nedeniyle reel olarak %37 düşmüştür. 2024 yılında yurt içi talep kaynaklı olarak hacim anlamında yine güçlü bir yıl beklerken, ihracat tarafında toparlanma sinyalleri henüz öngörülmemektedir. Şirketin talebin tarihsel olarak en yüksek olduğu ve kentsel dönüşüm çabalarının odak noktası olan Marmara Bölgesi'ndeki güçlü konumlanması, daha iyi fiyatlama koşulları ile birlikte 2025 ve sonrası için şirketin operasyonel performansını iyileştirebilir.

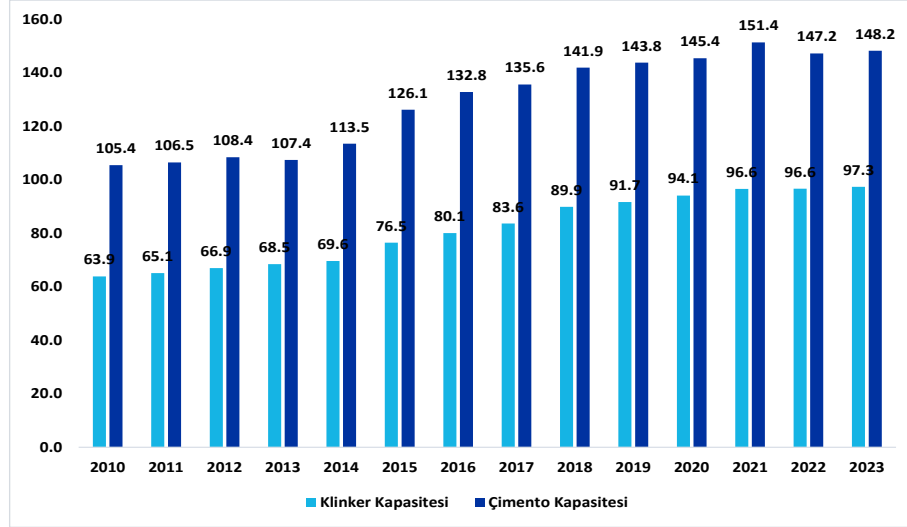


Tahminlere göre, yeniden inşa sürecinde, deprem olmasaydı yapılacak çimento satışlarına ek olarak, 2023-2026 yılları arasında bölgede ilave 15,6 milyon ton çimento ve 52 milyon m3 beton satılacaktı.

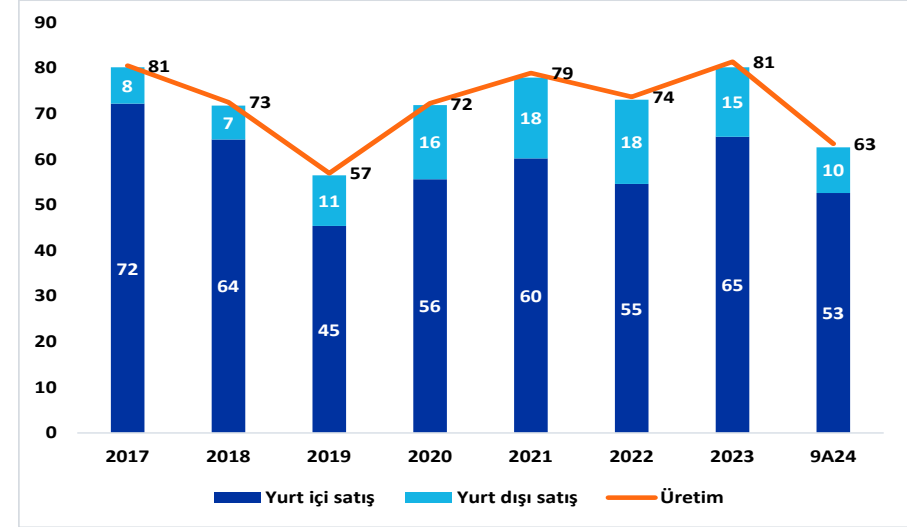
Kaynak: PWC Raporu

Çimento

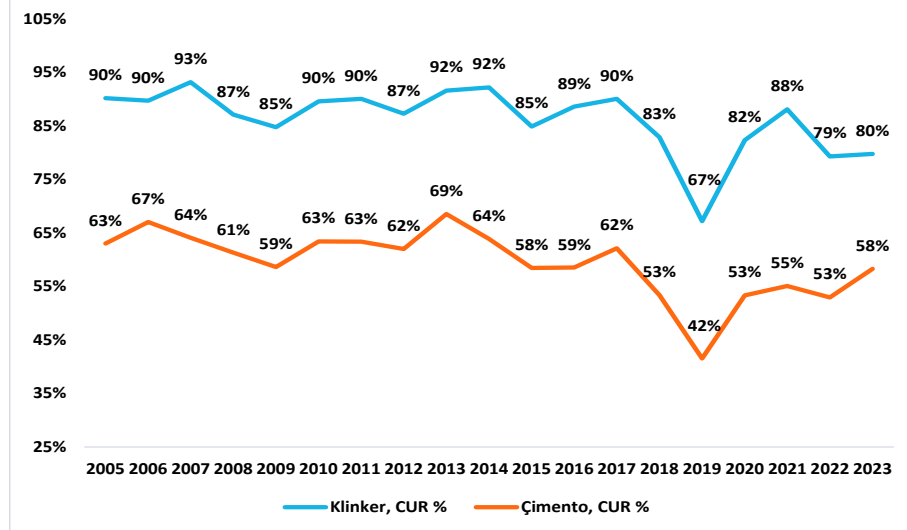
Türkiye Çimento ve Klinker Kapasitesi, mın ton



Türkiye Çimento Üretimi ve Satışlar, mın ton



Türkiye Çimento ve Klinker Kapasite Kullanım Oranları, %



	Kapasite (mın ton/yıl)			Piyasa Değeri	FD/FAVÖK	F/K	FD/Klinker
	Çimento	Klinker	Klinker/Çimento				
AFYON	2.0	1.7	85%	5,932	5.9	4.2	3.0
AKCNS	9.0	7.0	78%	34,728	9.4	17.9	4.9
BSOKE	n.a.	1.0	-	16,144	35.9	9.1	18.8
BTCIM	1.8	1.4	78%	21,762	13.5	6.5	18.8
BUCIM	2.9	1.4	48%	13,065	4.5	3.9	9.7
CIMSA	4.8	3.8	79%	46,580	9.1	10.1	13.1
CMEN	5.4	4.2	78%	36,500	18.2	39.4	8.5
GOLTS	5.1	3.2	63%	7,632	6.9	3.4	2.8
NUHCM	5.7	4.6	81%	43,524	13.0	18.2	8.4
OYAKC	24.0	12.6	53%	123,389	9.6	15.0	9.2
LMKDC	3.6	2.3	64%	17,808	8.9	10.1	7.5
Median	5.1	3.5	78%	28,245	9.5	9.6	8.8
Average	6.7	4.1	71%	34,926	12.6	12.8	9.7

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

Fiyat ve Oranlar																																	
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.-%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %	1A Rel.-%	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.-%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025				
															Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		ROA -₺	
AKSGY	7.25	17,509	10.09		39	AL		1.83	3.18	0.82	47.2	5	0%	1%	0%	4,092	3,429	2,992	2,996	2,098	2,083	34,040	36,699	4.3	5.1	0.5	0.5	9.0	9.1	13%	10%	11%	9%
EKGYO	14.59	55,442	23.56	20.63	61	AL	A	7.68	9.11	73.1	48.3	22	2%	29%	2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ISGYO	19.54	18,734	28.49	27.05	46	AL	A	-2.1	-0.8	3.42	39.2	11			0%	2,337	1,096	3,464	3,096	984	1,373	43,144	43,752	8.0	17.0	0.4	0.4	24.4	17.5	6%	3%	5%	2%
OZKGY	12.89	18,768	13.58	11.02	5	AL		1.18	2.52	1.79	25	9				17,955	21,163	3,483		2,816		53,309		1.0	0.9	0.3		6.0		37%	0%	33%	0%
TRGYO	60.00	60,000	86.35	51.48	44	AL	A	2.56	3.92	2.67	21.1	13	3%	7%	0%	268	11,026	6,594	12,219	3,588	7,362	104,980	114,865	-	5.4	0.6	0.5	14.7	7.1	0%	10%	0%	9%
															Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları																		
															4.3 5.2 0.5 0.5 11.8 9.1 10% 7% 8% 6%																		

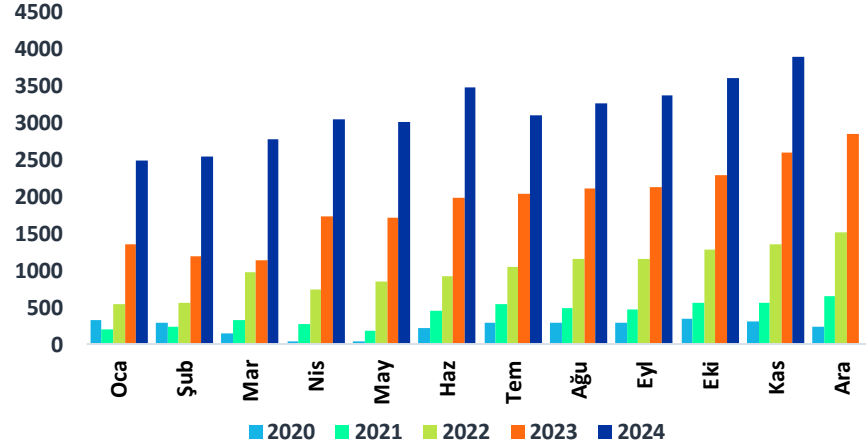
- Yılın ilk yarısında Türkiye'de konut satışları, kredi piyasalarındaki sıkılaşma ve konut kira artışlarına getirilen %25'lik sınırlama nedeniyle yatırım amaçlı gayrimenkullere olan talebin azalması sonucunda bir önceki yıla kıyasla %3,7 oranında gerilemiştir. Nitekim, yılın ikinci yarısından itibaren gerek kira sınırının kaldırılmasıyla kira fiyatlarının yükselişe geçmesi, gerekse konut fiyatlarındaki durgunluk ve politika faizinde düşüş beklentisi konut fiyatlarında canlanmayı tetiklemiş, Kasım ayı itibarıyla 11 aylık toplam konut satışı yıllık bazda %16,4 artmıştır. Aralık ayında politika faizinin 2,5 baz puan düşmesi ile ve devam etmesi beklenen faiz indirimleri ile 2025 yılında konut satışlarındaki artış trendinin artarak devam etmesini beklemekteyiz. Konut satışlarına ek olarak güçlü kira gelirleri ve kasım ayı itibarıyla AVM ciro endeksindeki yıllık %49,5'lik artış ile alışveriş merkezleri ve ofisler için de görünüm olumlu olmaya devam etmektedir.
- Yeni vergi paketi kapsamında 2025 yılında GYO'ların kurumlar vergisi muafiyeti kaldırılırken, %50 oranında temettü dağıtanlar %10, dağıtmayanlar ise %30 kurumlar vergisi ödemekle mükellef olacaktır. Düzenleme, sektörü olumsuz etkileyebilir ancak güçlü kira geliri olan GYO'lar bu yükümlülükleri yönetmekte avantajlı bir konumdadır.
- İş GYO (ISGYO.IS):** Altunizade Litus'tan elde edilen gelirlerle satış gelirlerini artıran İş GYO, Kasaba Modern ve Profilo projelerini geliştirmeye devam etmektedir. Marmara Park AVM satışından sağlanan gelirle net borcun 4Ç24'te bir miktar azalması beklenmektedir. Şirket, %52 NAD iskontosu ile %19'luk tarihsel ortalama iskontosunun oldukça üzerinde işlem görmektedir. İş GYO, i) değerli ve çeşitlendirilmiş varlık portföyü, ii) kira gelirlerinin gelirler içindeki yüksek payı ve iii) devam eden projelerin gelecekteki olumlu gelir katkısı ile öne çıkmaktadır.
- Emlak Konut GYO (EKGYO.IS):** 2024 yılı için 52 milyar TL ön satış ve 4,21 milyar TL net kâr öngören Emlak Konut'un, 3Ç24 itibarıyla 21,3 milyar TL'lik ön satış tutarı ile, 2024 yılı öngörülerini tutturması zor görünmektedir. Ancak, Şirketin, 2025'te yüksek hacimli teslimatlar ve parasal zararın normalleşmesi ile kârlılığını artırmasını öngörmekteyiz. Ek olarak, 2023 yıl sonunda kaydedilen güçlü nakit pozisyonun yıl içindeki arsa alımları ile beraber 2024 yıl sonu itibarıyla net borç pozisyonuna dönüşmesini beklemekteyiz. %27 NAV iskontosu ile işlem gören Emlak Konut'un tarihsel ortalama iskontosu %39'dur. Emlak Konut GYO, i) geniş ve değerli varlık portföyü, ii) tüm pazar segmentlerine hitap eden çeşitli ve yüksek kaliteli proje portföyü, iii) yeniden yapılanma ve kentsel dönüşümün olumlu etkileri ile model portföyümüze dahil olurken, en beğendiğimiz GYO olmaya devam ediyor.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

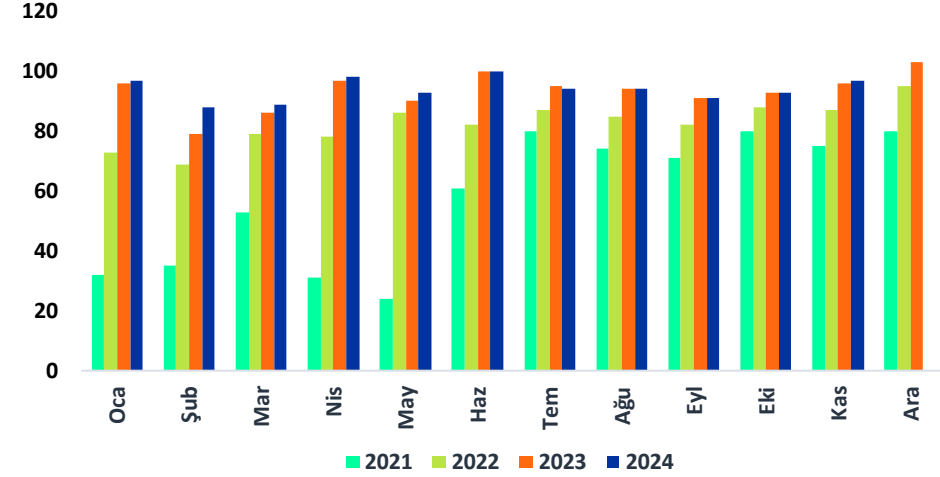
- **Torunlar GYO (TRGYO.IS)**, yılın ilk yarısında Torun Tower'ın Denizbank'a satışı ile net nakit pozisyonunu önemli ölçüde artırmış olup, 3Ç24 itibarıyla net nakit pozisyonu 15.723mn TL seviyesindedir. Bu nakit yeni projeler, portföyün genişletilmesi, borç ödemeleri veya temettü ödemeleri için kullanılabilir. Şirket, konut, kira ve otel gelirlerini artırması beklenen 5. Levent konut projesi, Hilton oteli ve Paşabahçe konut projesi gibi yeni projeler geliştirmektedir. Şu anda şirket, %36 olan tarihsel ortalamanın oldukça üzerinde, %41 NAD iskontosu ile işlem görmektedir. i) büyük ve değerli portföyü, ii) yüksek kira üretme kabiliyeti, iii) geliştirilmekte olan güçlü projeleri ve iv) şirketin temettü ödemesine izin verebilecek sağlıklı bilançosu nedeniyle Torunlar GYO'yu Emlak Konut'un ardından benzerlerine göre öncelikli olarak tercih etmeye devam ediyoruz.
- **Akiş GYO (AKSGY.IS)**: Akiş GYO Değerli AVM portföyünün sunduğu güçlü kira geliri yaratma kapasitesiyle öne çıkmaktadır. Şirketin 3Ç24 itibarıyla kira gelirleri reel bazda yıllık %4 artış kaydetmiş ve enflasyon üstü büyüme sergilemiştir. 2025 yılında da merkezi konum ve yüksek ziyaretçi çekme potansiyeli ile kira gelirlerini güçlü bir biçimde artırma potansiyeline sahiptir. Şirketin başarılı net borç düşürme süreci sonunda 3Ç24 itibarıyla net borç pozisyonu 1.477 mn TL olup ilerleyen dönemde net nakit pozisyonuna geçmesi beklenmektedir. Akiş GYO net aktif değerine göre güncel olarak %40 iskontolu işlem görmekte olup, tarihsel iskontosu ise %42 seviyesindedir. Değerli AVM portföyü ve başarılı net borç azaltım süreci ile Akiş GYO'yu beğenmeye devam ediyoruz.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

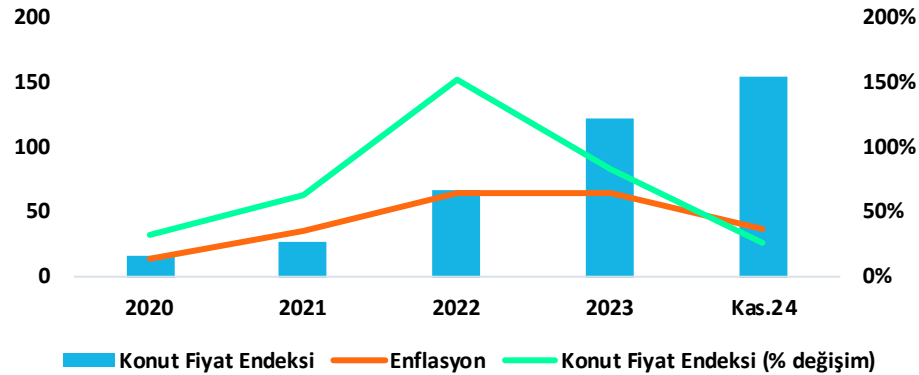
AVM Ciro Endeksi



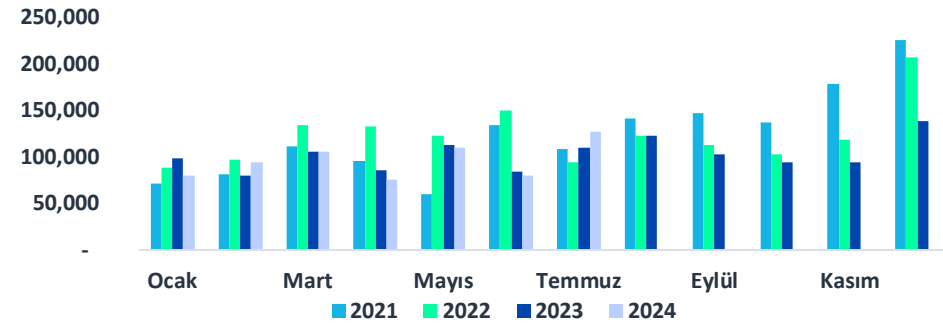
AVM Ziyaretçi Endeksi



Konut Fiyat Endeksi



Konut Satış Adedi



Kaynak: AYD, TÜİK

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

		Kapanış	PD (Mn TL)	Net Aktif Değer	İskonto/Pri m	Son 1 Yıl İsk/Prim	Tarihsel İsk/Prim	PD/ ΣGYO PD, %
Torunlar GYO	TRGYO	60.00	60,000	93,562	-36%	-40%	-41%	7%
Emlak Konut GYO	EKGYO	14.59	55,442	76,400	-27%	-42%	-39%	15%
İş GYO	ISGYO	19.54	18,734	39,156	-52%	-48%	-19%	4%
Akiş GYO	AKSGY	7.25	17,509	29,111	-40%	-37%	-42%	5%
Alarko GYO	ALGYO	21.24	6,155	14,802	-58%	-48%	-32%	2%
Özak GYO	OZKGY	12.89	18,768	48,194	-61%	-63%	-52%	3%
Kiler GYO	KLGYO	5.19	7,240	16,775	-57%	-52%	-39%	2%
Sinpaş GYO	SNGYO	3.25	13,000	34,905	-63%	-66%	-40%	4%
Reysaş GYO	RYGYO	16.90	33,800	42,810	-21%	-35%	-30%	6%
Yeni Gimat GYO	YGGYO	65.65	15,882	18,016	-12%	-16%	9%	7%
Avrupa Kent GYO	AVPGY	56.60	22,640	41,998	-46%	-36%	1%	3%
Halk GYO	HLGYO	2.63	9,678	30,699	-68%	-61%	-43%	1%
Vakıf GYO	VKGYO	2.06	7,107	17,611	-60%	-52%	-27%	1%
Ziraat GYO	ZRGYO	13.73	64,443	49,521	30%	5%	40%	7%
Akfen GYO	AKFGY	2.11	8,229	22,279	-63%	-52%	-31%	2%

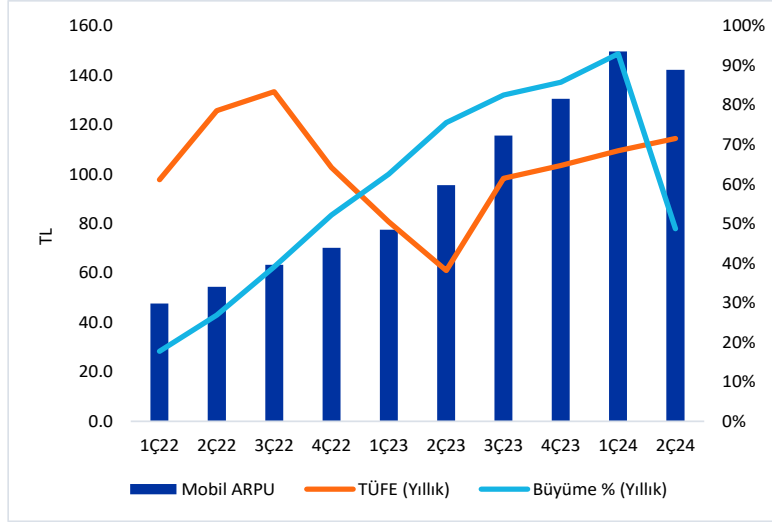
Telekomünikasyon

Fiyat ve Oranlar																																																						
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025																									
															Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺																								
TCELL	98.45	216,590	159.98	157.82	63	AL	A	2.5	3.86	62.7	53.9	65	4%	36%	4%	24,327	11,441	165,350	177,463	77,166	80,980	189,685	170,436	8.8	18.8	1.1	1.3	3.0	2.9	13%	6%																							
TTKOM	45.70	159,950	69.40	72.33	52	AL	A	-2.6	-1.3	28.8	13.3	26	7%	57%	0%	5,676	5,414	159,493	168,715	60,598	65,059	144,212	133,854	28.0	29.3	1.1	1.2	3.5	3.3	4%	4%																							
İletişim																																																						

- Telekom sektörü, hızlı enflasyon dönemlerinde sabit fiyatlı 12-36 aylık müşteri sözleşmelerinden olumsuz etkilenmiştir. Ancak bu olumsuz eğilim, yılın ikinci yarısında enflasyonun düşmesi ve son iki yılda art arda yapılan tarife fiyat ayarlamaları ile 2024 yılında tersine dönmüştür.
- Müşteri sözleşmelerinin yeniden fiyatlandırılmaya devam edilmesi ve enflasyonun daha da düşmesinin reel ARPU büyümesini desteklemesiyle 2025 için de benzer bir görünüm bekliyoruz.
- Ek olarak, yatırım harcamalarının ve uzun vadeli borçların büyük bir kısmının döviz cinsinden olduğu düşünüldüğünde, sektör nispeten daha güçlü TL'den yararlanmaya devam ediyor.
- Telekomünikasyon oyuncuları artık sabit genişbant segmentinde daha kısa sözleşme süreleri sunuyor.
- Sektördeki yatırım harcaması yoğunluğu önümüzdeki dönemde artacaktır. 5G ihalesinin 2025 yılında yapılması planlanıyor.
- TCELL'i daha aktif fiyatlama kabiliyeti, daha güçlü nakit akışı ve daha düşük kaldıraç ile daha cazip çarpanları nedeniyle TTKOM'a tercih ediyoruz.
- Turkcell(TCELL.IS):** TCELL'i i) cazip değerlendirme ile defansif yapısı, ii) güçlü kazanç momentumuna işaret eden güçlü ARPU büyümesi iii) nispeten düşük finansal kaldıraç ile sağlıklı bilançosu ve iv) şirketin PayCell, Superonline ve Global Tower işlerinden değer yaratma potansiyeli sayesinde beğenmeye devam ediyoruz. Buna göre, 2024 ve 2025 yılları için %7/%7 ciro büyümesi ve %42,2/%41,2 FAVÖK marjı bekliyoruz. Ukrayna'daki iştiraklerin 625mn ABD\$ karşılığında satılması, yaklaşan 5G ihale dönemi öncesinde bilançoğu daha da güçlendirdi. Hisse, 2,9x 2025T FD/FAVÖK ile işlem görmektedir ve uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %54 iskontoya işaret etmektedir.
- Türk Telekom (TTKOM.IS):** TTKOM için hedef değerimizi revize edilmiş tahminlerimize dayanarak hisse başına 69,4 TL'ye düşürüyoruz. 5G ihalesi ve imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesi ile ilgili belirsizliklere rağmen, 2025 yılında devam etmesi beklenen güçlü kazanç ivmesi ve penetrasyonu düşük fiber pazarındaki lider konumu göz önüne alındığında hisse için olumlu görüşümüzü devam ettiriyoruz. Reel ARPU büyümesinin , i) önceki yıllardaki fiyat ayarlamalarının gecikmeli etkisinin nihayet devreye girmesi, ii) toptan internet fiyatlarındaki yukarı yönlü revizyonla desteklenen tarife fiyatlarının daha da artması ve iii) müşteri sözleşme sürelerinin kısılması ile destenen sabit genişbant segmenti performansı ile sürdürülmesini bekliyoruz. 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla %10/%6 ciro büyümesi ve %37,6/%38,2 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Hisse 2025T 3,3x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

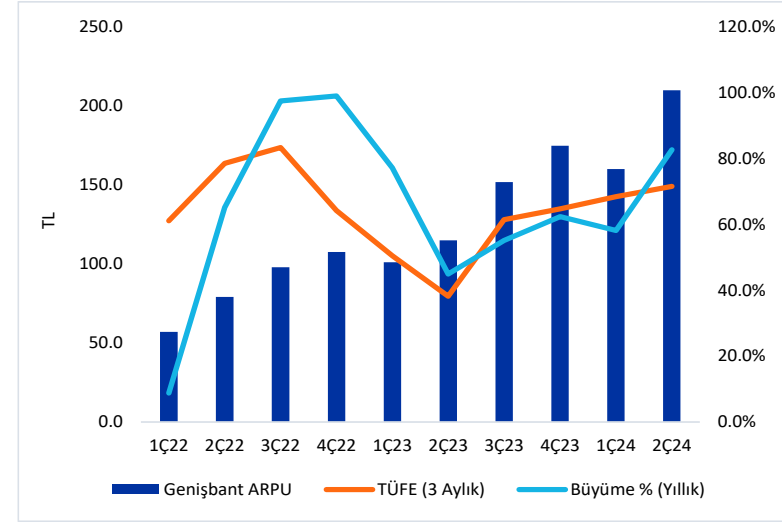
Telekomünikasyon

Türkiye Mobil ARPU

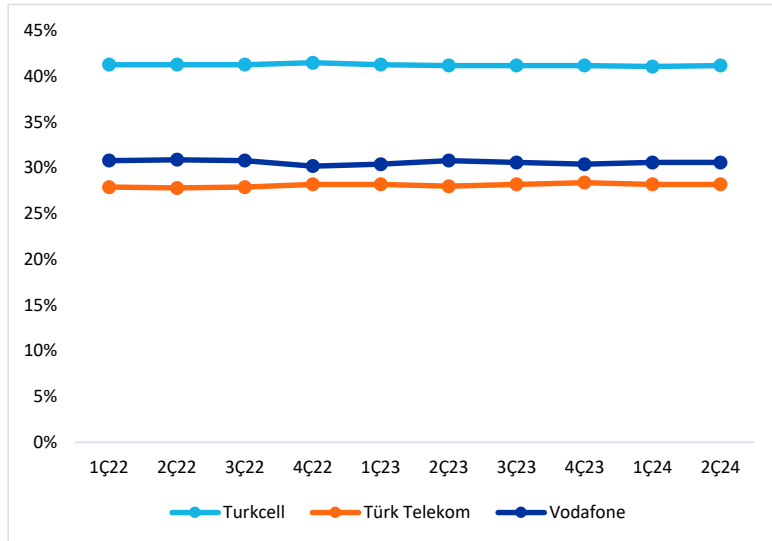


Kaynak: BTK & İş Yatırım

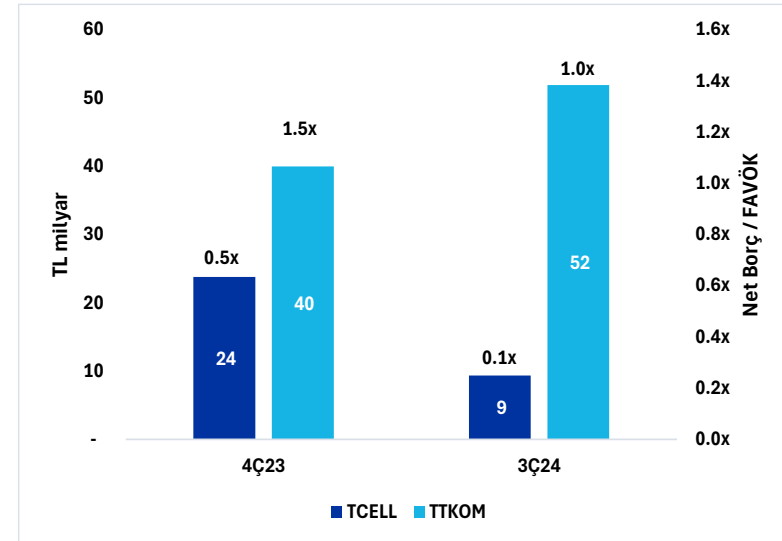
Türkiye Sabit İnternet ARPU



Kaynak: BTK & İş Yatırım



Kaynak: BTK & İş Yatırım



Kaynak: İş Yatırım

Holdingleler

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL P.	1A Rel.	ADY 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025												
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	ROE -₺	ROA -₺																								
ENKAI	50.50	303,000	72.00	65.83	43	AL	A	-5.3	-4	20.3	8.39	34	3%	60%	5%	25,995	36,452	96,538	145,676	21,887	31,383	273,382	363,702	11.7	8.3	1.1	0.8	9%	11%	7%	9%																
KCHOL	175.80	445,811	325.00	320.00	85	AL	A	-9.5	-8.3	99.1	26.4	52	3%	14%	3%																																
SAHOL	97.70	205,207	175.00	150.00	79	AL	A	0.26	1.59	47.7	53.2	42	4%	17%	4%																																
SISE	39.24	120,201	72.44	54.72	85	AL	A	-6.1	-4.9	39.3	47.6	14	2%	15%	2%	12,699	10,543	191,790	194,432	13,135	19,025	207,083	214,984	9.4	11.3	0.6	0.6	6%	5%	3%	2%																
TKFEN	66.25	24,513	85.43	70.63	29	AL	A	-14	-13	12.3	46.7	20	5%	3%	2%	1,622	1,094	52,618	47,475	2,519	1,903	13,076	11,267	15.0	22.3	1.9	2.2	11%	9%	4%	2%																
ALARK	91.30	39,716	174.09	182.47	91	AL	A	-6.5	-5.3	10.7	37.1	12	1%	7%	5%	14,165	14,545	12,713	12,000	938	989	54,153	57,233	2.8	2.7	0.7	0.7	25%	26%	17%	18%																
AGHOL	309.25	75,313	554.00	555.00	79	AL	A	-17	-16	7.48	37.9	22	1%	n.a	2%	11,325	10,500	564,824	598,345	60,950	61,296	75,035	68,638	6.6	7.1	1.0	1.1	13%	15%	2%	2%																
 Holding																						9.4	8.3	1.0	0.8	11%	11%	4%	2%																		

Koç Holding (KCHOL.IS):

- Mevcut solo net nakit pozisyonu 1 milyar ABD\$ civarında. Temettü geliri 2024 yılında yaklaşık 1,2 milyar ABD\$ seviyesinde gerçekleşti. Holding'in hedef NAD'ına uyguladığımız iskontoyu %15'ten %20'ye yükselttik. Bu seviye hala diğer Holdinglere uyguladığımız seviyelerden düşük.
- Holding'in kombine gelirlerinin yaklaşık %50'si döviz bazında. NAD'ın %90'ından fazlası borsada işlem gören varlıklardan oluşmakta.
- Büyüme için yeni alanlar sağlık sektörü (hizmet ve ekipman üretimi), mühendislik-imalat şirketleri ve yenilenebilir enerji olarak gözüküyor. Holding ayrıca portföyünün coğrafi çeşitliliğini artırmak istiyor.
- Yenilenebilir enerji portföyü TURPS ve ENTEK üzerinden genişletilebilir.

Sabancı Holding (SAHOL.IS):

- Akbank'ın SAHOL'un NAD'ı içindeki payı, enerji şirketlerinin artan payı nedeniyle 3 yıl önce %50'nin üzerindeyken %35'e geriledi. Enerji segmenti mevcut NAD'ın %30'unu oluşturmaktadır.
- İNA Analizimiz, borsada işlem görmeyen elektrik üretim şirketi Enerjisa Üretim için 4,7-5,1 milyar ABD\$ özsermaye değerine denk geliyor.
- Holding ABD'de 500MW'lık GES kapasitesi yatırımı yaptı ve bu kapasiteyi daha da artırmayı planlıyor. Türkiye'deki 3,8 MW'lık mevcut kurulu kapasitenin 2026 yılında 5 MW'a çıkması beklenmekte (yenilenebilir enerjinin payı mevcut %45'ten %60'a çıkacak).
- Holding Data Center yatırımları ile beraber NAD'ını dolar bazında 2 katına çıkarma planını desteklemeyi planlıyor. Orta vadede yatırım harcamaları/ciro oranının %15-20 seviyesine çekilme hedefi bulunmaktadır.

Holdingleler

- **Anadolu Grubu Holding (AGHOL.IS)**, içecek ve perakende operasyonlarından oluşan defansif bir portföye (Cari NAD'ın %80'i) sahip. 9A24'te gelirlerin %27'i ve FAVÖK'ün %52'si uluslararası operasyonlardan geldi. Holding'in 3 ana iştiraki COLA, AEFES ve MGROS hakkında olumlu görüşlere sahibiz ancak bu 3 şirkete Holding üzerinden iskonto ile girmenin çok cazip bir fırsat olduğunu düşünüyoruz.
- Holding'in solo net borç pozisyonu 2,3 milyar TL seviyesinde. Borç TL cinsinden. Temettü gelirleri ile beraber Holding'in solo borcundaki düşüşün devam etmesini bekliyoruz
- İştirak seviyesinde yatırım harcamaları dışında Holding seviyesinde önemli bir yatırım veya çıkış beklenmiyor.
- Holding, 1 ve 3 yıllık tarihsel ortalamalar olan %36 ve %35 ile karşılaştırıldığında şu anda %37 NAD iskontosu ile işlem görmekte.
- **Alarko Holding (ALARK.IS)** enerji dağıtım ve üretim faaliyetleriyle öne çıkıyor.
- Altyapı yatırımlarına olan ihtiyacı ve artan nüfusu ile önemli fırsatlar sunan Türkiye elektrik dağıtım sektörü, regüle yapısı ve enflasyonun üzerinde garanti edilen reel getirisi (%12,3) ile öngörülebilir bir yatırım fırsatı sunuyor.
- Elektrik fiyatlarındaki toparlanmaya bağlı olarak Cenal Enerji Santrali'nde 2025 yılında iyileşme görülebilir.
- Holding'in yüksek nakdi, düşük kaldıraç ile birlikte yüksek finansal gelir yaratmaktadır.
- 2025 yılının sonunda tarımda 2000'e dönüme ulaşılmasıyla bu iş kolundan daha yüksek katkı bekliyoruz.
- Önemli yatırımlardan biri ise Türkiye'de bir pil hücresi üretim tesisi kurmak. şirket tarafından yapılan açıklamaya göre, ALARK'ın %60 hissesine sahip olduğu Gotion Group ile bir ortak girişim kuruldu. Detaylar henüz açıklanmadı ve bu yatırımla ilgili gelecek haberler şirket için bir katalizör olabilir.
- Havacılık ve batarya işlerini hala modelimize dahil etmiyoruz.
- Takip listemizdeki diğer holdinglelere kıyasla Alarko'nun portföy çeşitlendirmesi şu anda sınırlı ve portföyün büyük bir kısmını oluşturan elektrik segmentinin oldukça regüle bir piyasa olması ve üretimin çoğunun ithal kömürle yapılması bir risk olarak görülebilir. ALARK şu anda %55 NAD iskontosu ile işlem görüyor.
- Makro varsayımlarımızı güncelledikten ve ufak ayarlamalar yaptıktan sonra hedef fiyatımızı %95 yükseliş potansiyeliyle hisse başına 174 TL'ye güncelliyoruz.

Holdingle

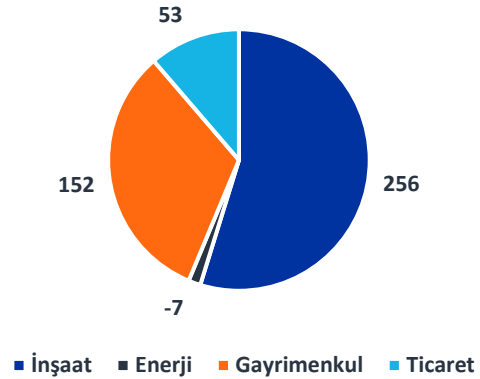
- **Enka İnşaat (ENKAI.IS):** Değerlememizde en yüksek paya sahip olan inşaat segmenti için 9A24, yeni proje kazanımları ve karlılık açısından oldukça güçlü geçti. 5,8 milyar dolarlık bakiye sipariş büyüklüğüne ulaşılırken, mevcut bakiye sipariş büyüklüğünün gelecek yıl dolar bazlı çift haneli ciro büyümesini destekleyeceğini tahmin ediyoruz. 2021 yılında feshedilen Gürcistan'daki Namakhvani Cascade HES Projesi'nin 383,2 milyon dolar tutarındaki tazminatının Gürcistan hükümeti tarafından 2025 yılında ödenmesi beklenmekte olup, bu ödemenin 2025 yılında inşaat segmentinin ciro ve marjlarına tek seferlik pozitif bir etki yapmasını öngörüyoruz. ENKA'nın faaliyet gösterdiği bölgelerdeki inşaat faaliyetlerinin orta vadede canlı kalması beklenmekte olup, çevre ülkelerdeki yeniden yapılanmayla beraber özellikle altyapı ve enerji alanında artan inşaat ihtiyacı ile birlikte şirketin önümüzdeki dönemde yeni projeler almak için iyi bir konumlanmaya sahip olduğuna inanıyoruz.
- Şirketin Kırklareli'de inşa ettiği, mevcut santrallerden daha yüksek verimliliğe sahip olacak olan 850 MW kapasiteli Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali'nin 4Ç25'te devreye alınması planlanıyor. Yeni eklenen kapasite şirketin enerji segmentindeki mevcut üretim kapasitesinin %21'ine denk geliyor. Son birkaç yılda önemli büyüklüğe ulaşan yabancı devlet tahvili portföyünün ABD tahvillerinde yaşanan değer kaybına sonucu 4Ç24 finansallarına etkisinin negatif olmasını beklemekle beraber 2025 yılı geneli için pozitif görüşümüzü koruyoruz.
- Enka mevcut piyasa değerinin yaklaşık %60'ına denk gelen 5,2 milyar dolarlık güçlü net nakit pozisyonu ve inşaat segmentindeki güçlü büyüme performansı ile öne çıkarken, önümüzdeki yıl için yaklaşık %5'lik temettü verimi bekliyoruz. ENKAI için %43 getiri potansiyeline işaret eden 72TL/hisse hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz.

Holdingle

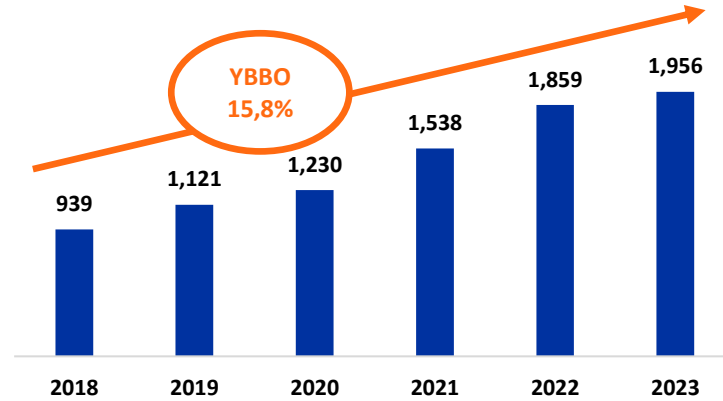
- **Tekfen (TKFEN.IS):** Taahhüt işi son yıllarda önemli kazanç dalgalanmalarına neden olmuş ve sürekli nakit yakarak önemli miktarda net borç biriktirmiştir. Şirket, taahhüt segmentindeki sorunları ele almak, gübre işinde rekabetçi kalmak ve gayrimenkul portföyünden kaynak yaratmak amacıyla geçen sene açıklamış olduğu Stratejik Plan'ını geçtiğimiz aylarda güncelledi. Şirket, 'Büyüme için küçülme' stratejisi kapsamında 2023 yılında 'küçülme' fazında backlogu kontrol altına alarak 893 milyon dolara gerilemiş (2022= 1158 milyon dolar) ve projelerin yakından izlenmesini sağlamış; 2024 yılında 'büyüme' fazında ise finansallarını iyileştirerek büyüme adımlarını atmıştır. Şirket 2024 yılında Suudi Arabistan'da toplam 447 milyon dolar tutarında iki proje almış olup bu projelerin Tekfen'in karlılığını pozitif yönde etkileyeceğini düşünüyoruz.
- Şirket 2027 yılına kadar Toros Tarım çatısı altında bir sülfürik asit ve fosforik asit tesisi ile Ceyhan limanında bir iskele ve bir tank kurmak için 500 milyon dolar tutarında bir yatırım planlamaktadır. Sülfürik asit ve fosforik asit tesislerinin devreye girdiğinde birim hammadde maliyetlerini %30 azaltması bekleniyor. Diğer yandan, Toros Tarım'ın rekabetçi ve sürdürülebilirlik odaklı büyümesi hedefiyle stratejik ortaklık veya halka arz için görüşmeler devam ediyor.
- Geniş varlık tabanı, Türkiye'deki gübre pazarındaki lider konumu ve Mersin ve Samsun'daki kritik lokasyonlarda kârlı terminal operasyonları göz önüne alındığında ucuz bir değerlemeye sahip olan TKFEN için 85TL/hisse hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Zarar eden projelerden tazminat geliri elde edilmesi, tarımsal sanayi sektöründe stratejik ortaklık kurulması (Enerjisa Üretim ile yapılması planlanan işbirliği ile ilgili detaylar), taahhüt segmentinin faaliyet kârlılığının ve nakit yaratımının normale dönmesi, gayrimenkul portföyünden makul değerinde kaynak yaratılması ve planlanan yatırımlar için finansman sağlanması potansiyel katalizörler.

Holdingleer

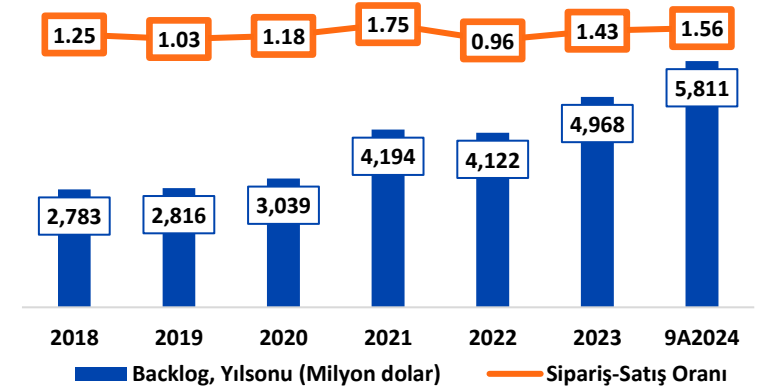
ENKAI - FAVÖK Kırılımı (9A24) (milyon dolar)



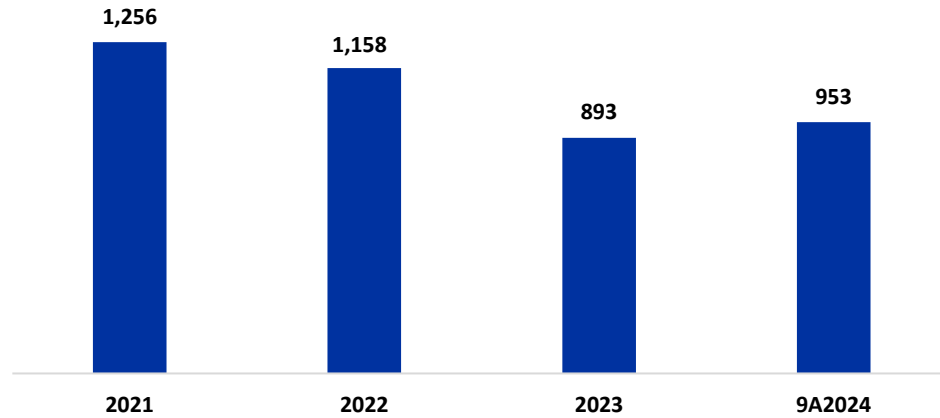
ENKAI - Satışlar (milyon dolar) - İnşaat Segmenti



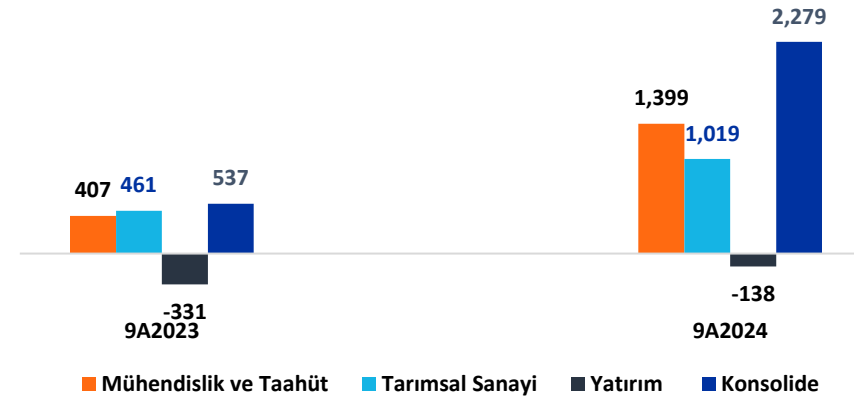
ENKAI - Bakiye Sipariş (milyon dolar) & Sipariş-Satış Oranı



TKFEN - Bakiye Sipariş (milyon dolar)

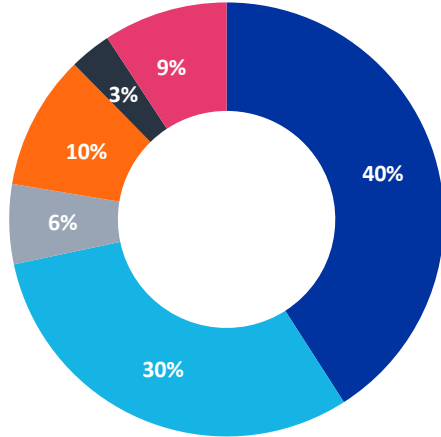


TKFEN FAVÖK Kırılımı (Milyon TL)



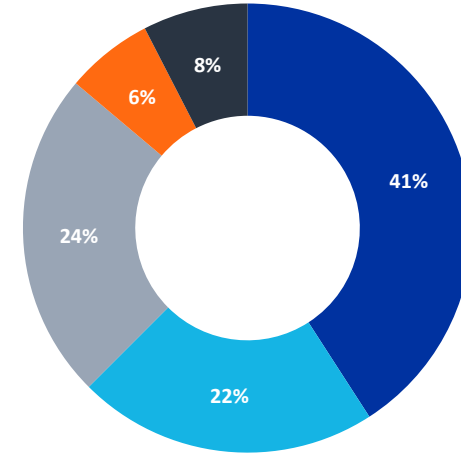
Holdingleler

SAHOL NAD KIRILIMI



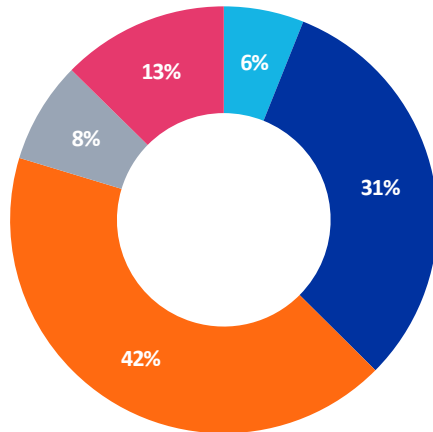
■ Finans ■ Enerji ■ Sanayi ■ Çimento ■ Perakende ■ Diğer

KCHOL NAD KIRILIMI



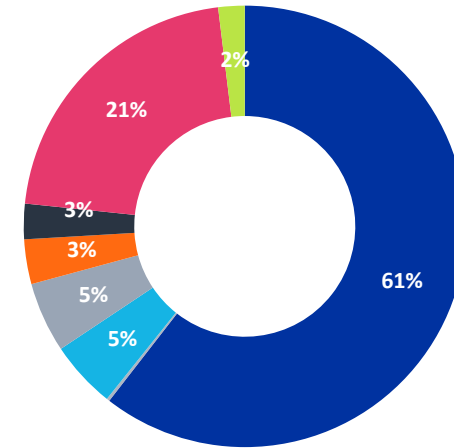
■ Otomotiv ■ Enerji ■ Finans ■ Dayanıklı Tüketim Malları ■ Nakit & Diğer

AGHOL NAD KIRILIMI



■ Bira Grubu ■ CCOLA ■ MGROS ■ ASUZU ■ Diğer

ALARK NAD KIRILIMI



■ Enerji ■ Taahhüt ■ Gayrimenkul ■ Sanayi ■ Turizm ■ Nakit ■ Tarım ■ Yatırım

Holdingleer

ENKAI NAD Kırılımı (milyon dolar)				
İş Kolları	Değerleme Yöntemi	Mevcut FD	Hedef Değer	NAD Ağırlığı
İnşaat	İNA	2,866	3,201	28%
Enerji	İNA	247	389	3%
Gayrimenkul	İNA	1,850	1,946	17%
Ticaret	6.0x FD/FAVÖK	404	404	4%
Dİğer Varlıklar	Değerleme Yöntemi			NAD Ağırlığı
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	Hedef Değer		2,193	19%
Satışa Hazır Varlıklar	Hedef Değer		14	0%
Geri Alınan Paylar	Piyasa Değeri		196	2%
Toplam Hedef Değer			8,343	73%
Konsolide Net Nakit			3,125	27%
Azınlık Payları			-96	-1%
Hedef NAD			11,372	
Hedef NAD'ine göre iskonto			-25%	
Hedef Piyasa Değeri (%10 Holding İskontosu)			10,235	
Piyasa Değeri			8,544	
Hedef Fiyat (US\$)			1.70	
Hedef Fiyat (TRY)			72	
Artış Potansiyeli			43%	

Holdingleer

TEKFEN NAD Kırılımı (milyon dolar)

İş Kolları	Değerleme Yöntemi	Mevcut FD	Hedef Değer	NAD Ağırlığı
Mühendislik & Taahhüt	4,5x FD/FAVÖK (2025T)	180	180	16%
Tarimsal Sanayi		906	906	82%
Gübre	5,0x FD/FAVÖK (2025T)	610		
Terminal	7,0x FD/FAVÖK (2025T)	196		
Tarimsal Üretim	Tahmini Arsa Değeri	100		
Genel Müdürlük Harcamaları	Mevcut Değer		-100	-9%

Diğer Varlıklar	Değerleme Yöntemi	Hedef Değer	NAD Ağırlığı
Gayrimenkul Değeri	Ekspertiz Değeri - %20 İskonto	48	4%
%10,5 AKGYO Payı	Mevcut Piyasa Değeri	24	2%
%10 Socar Polymer Payı	Yatırım Bedeli	30	3%
Tekfen Ventures	Fon Büyüklüğü	50	5%
40% Azfen Payı	Defter Değeri	56	5%

Toplam Hedef Değer	1194	109%
Konsolide Net Borç	95	9%
Hedef NAD	1099	
Hedef NAD'e göre iskonto	-37%	
Hedef PD (%35 Holding İskontosu)	715	
Mevcut PD	691	
Hedef Fiyat (dolar)	1.93	
Hedef Fiyat (TL)	85.0	
Artış Potansiyeli	28%	

Petrol & Gaz

Fiyat ve Oranlar	Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %	1A Rel. %	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025			
																Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		
TUPRS	148.50	286,129	230.06	216.62	55	AL	A	-0.1	1.26	67.6	46.5	29	12%	52%	5%	17,654	18,142	778,473	728,459	40,951	36,788	238,528	237,216	16.1	15.7	1.2	1.2	5.5	6.2	7%	8%		
AYGAZ	161.20	35,432	244.00	214.15	51	AL	A	-8.7	-7.5	1.71	24.2	57	3%	n.a	6%	3,485	2,469	65,176	64,591	1,752	2,072	51,519	51,276	10.1	14.3	0.7	0.7	19.2	16.2	6%	5%		
PETKM	17.80	45,112	18.00	25.00	1	SAT		-6.1	-4.8	27.1	48	9			0%	7,217	-1,452	69,329	73,482	22	2,305	68,404	56,545	6.2	-	0.7	0.8	-	34.9	9%	-2%		
Petrol																																	

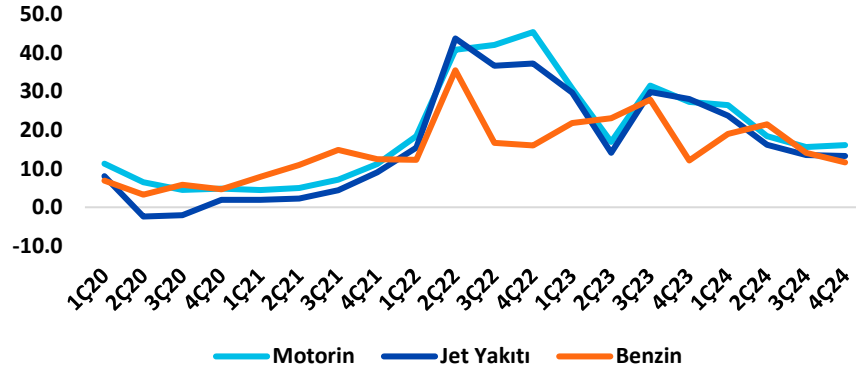
- **Tüpraş (TUPRS.IS):** 2024 yılında rafineri marjları önemli ölçüde normalleşme gösterse de, sektörde arz tarafındaki sorunlar devam ettiği sürece marjların pandemi öncesi ortalamaların üzerinde kalmasını bekliyoruz. Büyük bakımlarını tamamlayan ve Akdeniz'in en yüksek kompleksiteye sahip rafineri şirketleri arasında yer alan Tüpraş, rafineri sektöründeki kapasite artışı yatırımlarının yavaşlayacağı önümüzdeki yıllarda arz tarafında yaşanabilecek ilave şoklardan yararlanmak için iyi bir konumlanmaya sahip. Akaryakıt talebinde 2025 yılında önemli bir düşüş öngörmüyor, 57,7 milyar TL'lik güçlü net nakit pozisyonu ve önümüzdeki yıl için yaklaşık %5'lik temettü verimi beklentisiyle Tüpraş'ın 2025 yılı için defansif bir seçim olarak öne çıktığını düşünüyoruz. TUPRS için %55 getiri potansiyelini işaret eden 230TL/hisse hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. TUPRS 2025T 4,9x Düzeltilmiş FD/FAVÖK çarpanı ile yurtdışı benzerlerine göre %12 iskontolu işlem görüyor.
- **Aygaz (AYGAZ.IS):** Aygaz, Tüpraş'taki %9,3'lük dolaylı payı üzerinden düzenli temettü geliri elde etmeye devam ediyor. Aygaz'ın tüm segmentlerinde pazar lideri olduğu LPG dağıtım iş kolu döviz bazlı öngörülebilir nakit yaratımı sağlarken, şirketin düşük borçluluğu büyüyen LPG pazarlarındaki potansiyel yatırımlar için iyi bir fırsat sunuyor. Şirketin önümüzdeki yıllarda ana faaliyetlerinden yıllık ortalama 65 milyon dolar FAVÖK yaratmasını bekliyoruz. Aygaz'ın tanker filosunun güçlendirilmesiyle önümüzdeki dönemde bölgesel LPG ticaretinde daha aktif olacağını düşünüyoruz. Ayrıca, kargo taşıma ve dağıtım iş kolunun konsolidasyondan çıkarılması nedeniyle Aygaz finansalları üzerindeki olumsuz etkisinin hafiflemesini hisse performansı için olumlu değerlendiriyoruz. Güncel TUPRS hedef değerimizin modele yansıtılması, makro varsayımlarımızdaki güncellemeler ile İNA değerlememizin ileriye taşınması nedenleriyle AYGAZ için hedef fiyatımızı hisse başına 214TL'den 244TL'ye yükseltiyor, hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Petrol & Gaz

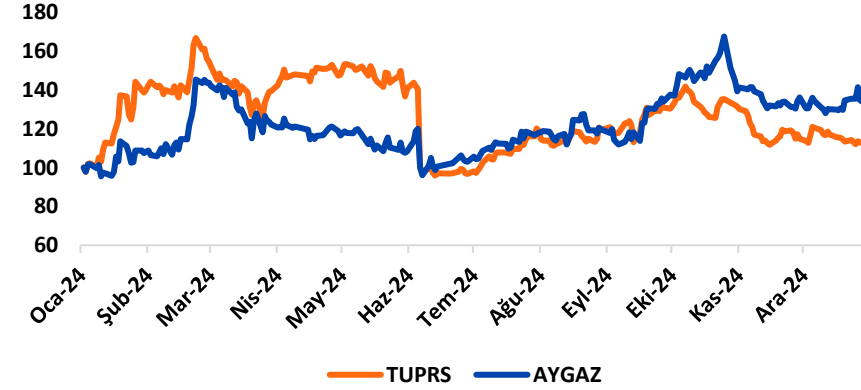
- **Petkim (PETKM.IS):** Petrokimya sektöründe talep zayıflığı ve arz fazlası sorunları devam ettiğinden, 2023 ve 2024 yıllarında ürün marjlarında yaşanan zayıflığın 2025 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Planlı ve plansız üretim kesintilerinin 2024 yılında negatif etkilediği kapasite kullanım oranlarında 2025 yılı için ciddi bir iyileşme öngörmüyoruz. Orta distilat rafineri marjlarının nispeten kuvvetli seyretmesini beklediğimizden STAR Rafinerisi'nin 2025 yılında borçlarını azaltmaya devam edeceğini ve ilerleyen yıllarda Petkim'e temettü katkısı sağlamaya başlayacağını tahmin ediyoruz. Bununla beraber şirketin ana iş kolunda kalıcı bir iyileşme için mevcut üretimin optimize edilmesi ve yeni üretim ünitelerinin kurulmasını içeren "Master Plan" projesi ile ilgili fizibilite çalışmalarının seyri önem arz ediyor. Mevcut zayıf görünümü dikkate alarak, 2025-2026 yıllarına ilişkin ürün fiyatı tahminlerimizdeki aşağı yönlü revizyon nedeniyle PETKM için hedef fiyatımızı hisse başına 25TL'den 18TL'ye düşürüyor, hisse için tavsiyemizi TUT'tan SAT'a çekiyoruz. PETKM 2025T 12,8x Düzeltilmiş FD/FAVÖK çarpanı ile yurtdışı benzerlerine göre %82 primli işlem görüyor.

Petrol & Gaz

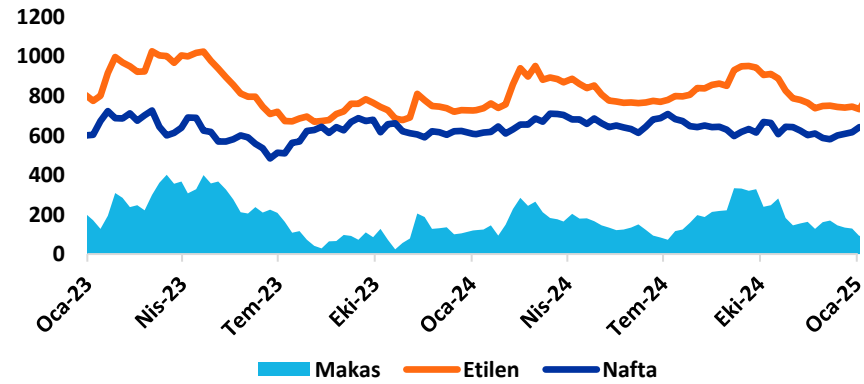
Ürün Marjları (dolar/varil)



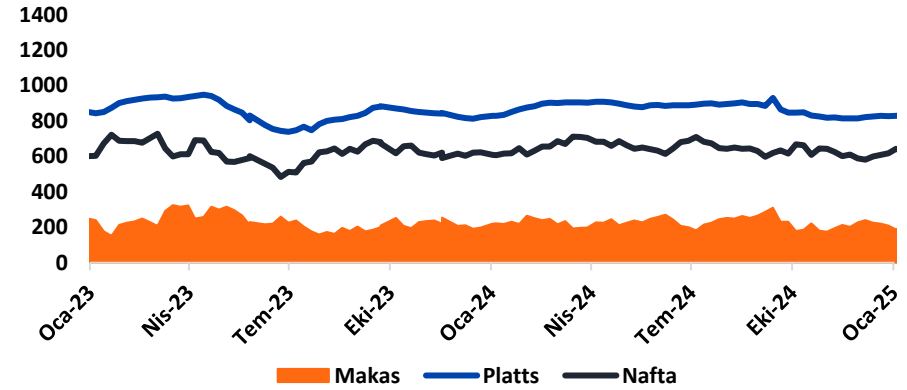
TUPRS & AYGAZ Göreceli Hisse Performansı



Etilen – Nafta Makası (dolar/ton)



Platts – Nafta Makası (dolar/ton)



Kaynak: Şirketler & İş Yatırım

Giyim Parakendeleri

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		
MAVI	72.90	28,960	134.56	164.98	85	AL		-17	-16	11.5	72.6	45	2%	184%	3%	3,156	3,804	39,349	39,252	7,600	7,354	11,476	14,290	9.1	7.6	2.5	2.0	3.5	3.7	30%	30%	
Tekstil Entegre																																

- **Mavi (MAVI.IS):** Haziran ayından itibaren Mavi'nin işlem büyümesi, zayıflayan tüketici talebi ve geçen yıldan gelen yüksek baz etkisi nedeniyle yavaşlamaya başladı. Ayrıca, bu dönemde TL'nin güçlenmesi uluslararası oyuncuları daha rekabetçi hale getirirken, bazı yerel oyuncular yüksek faiz ortamından faydalanmak için erken indirim sezonuna girdi. Bu durum Türkiye hazır giyim pazarında ilave fiyat baskısı yaratmıştır.
- Mevcut makroekonomik zorlukların 2Y25'e kadar devam etmesi bekleniyor ve geçen yılın ilk çeyreğindeki çok yüksek baz dikkate alındığında, önümüzdeki iki çeyrekte zayıf kazanç ivmesi bekliyoruz.
- Şirketin beklentilerine paralel olarak 2024 yılı için nominal ciro büyüme beklentimizi %60 (önceki %63) olarak güncelledik. 2025 yılında ise Mavi'nin %36 nominal gelir büyümesi (%..reel büyüme) kaydetmesini bekliyoruz.
- FAVÖK marjının (UFRS-16 ve UMS-29 öncesi hariç) 1Ç24'teki %25'lik rekor seviyelerden 2024'te %18,5'e ve 2025'te %17,1'e normalleşmesini bekliyoruz.
- Mavi yönetiminin 2Ç25'te ABD operasyonlarının genişletilmesi de dahil olmak üzere uzun vadeli stratejik planlarını paylaşması bekleniyor.
- Zayıf kısa vadeli görünüme rağmen, MAVI'nin sağlam iş modeli, güçlü pazar konumu ve marka kimliğinin yanı sıra çeşitli makro koşullar altında sağlam finansal sonuçlar sunma konusundaki kanıtlanmış geçmişi göz önüne alındığında aşırı cezalandırıldığına inanıyoruz.Hisse senedi, uluslararası benzerlerine göre %45'ik bir iskonto ile 4.8x'lik cazip bir 2025T Düzeltilmiş FD / FAVÖK (UMS-29 Öncesi) ile işlem görmektedir.

Giyim Parakendeleri

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HA0%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025											
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺										
KOTON	20.08	16,659	34.94	39.02	74	AL	A	3.03	4.4	2.82	13.2	2		0%	1,672	1,217	25,679	26,357	5,813	5,718	7,003	7,891	9.9	13.6	2.4	2.1	3.6	3.7	26%	16%										
Tekstil Entegre																																								

- **Koton (KOTON.IS):** Koton'u 11.11.2024 tarihli raporumuzla yakın zamanda kapsamımıza aldık. Orta ve uzun vadede hisse senedi için olumlu görüşümüzü korumakla birlikte, daha temkinli olmak adına kısa vadeli tahminlerimizi bir miktar aşağı çektik.
- Buna göre, 2024 ve 2025 yılları için daha önce %5 ila %7 aralığında beklediğimiz reel gelir büyümesi beklentilerimizi sırasıyla %4 ve %3 olarak revize ettik. 2025'te daha dengeli bir enflasyon/döviz kuru görünümünün Koton'un uluslararası satışlarını ve karlılığını desteklemesini bekliyoruz.
- Koton için hedef fiyat değerimizi 39 TL/hisse'den 35 TL/hisse'ye hafifçe düşürüyoruz. Güçlü markası, çok kanallı varlığı ve uluslararası genişleme çabaları ile şirket, uygun pazar dinamiklerinden ve uygun fiyatlı ve modaya uygun moda için artan talepten yararlanmak için iyi bir konuma sahiptir.
- Hisse senedi, 2025T Düzeltilmiş FD/FAVÖK (UMS-29 öncesi) 4,5x ile uluslararası emsallerine göre %49 iskonto ile işlem görüyor.

Gıda Perakendeleri

Migros (MGROS.IS) 2024 yılında güçlü bir ciro büyümesi kaydetmeyi başarmıştır. Yeni mağaza açılışları ve online taraftaki olumlu ivmenin ise ciro büyümesini desteklemeye devam etmesi beklenmektedir. Yıl sonu hedefi olan %9'luk güçlü FAVÖK marjına rağmen, alacaklar üzerine uygulanan faiz giderlerinin etkisi arındırıldığında, Migros'un yılı yaklaşık %1 FAVÖK marjı daralmasıyla kapatması muhtemeldir (2023'te %5,1'den 2024E'de %4,1'e). Marj baskısı 2025 yılında da devam edecek olsa da daha düşük yatırım harcamaları ve daha az net işletme sermayesi ihtiyacı nakit üretimi üzerindeki baskıyı hafifletebilir.

En büyük perakendeci **BİM Birleşik Mağazalar (BIMAS.IS)**, 2024 yılında güçlü bir faaliyet performansı göstererek satış gelirlerinde %11 reel büyüme kaydetmiştir. Şirket agresif büyüme stratejisini sürdürmektedir. Şirketin 2024 yılında %61 benzer ürün büyümesi ve yaklaşık %6 aynı mağaza satış büyümesi ile %67 ciro büyümesi kaydetmesini öngörmekteyiz. 2025 yılı için ise %45 ciro büyümesi, ancak daha temkinli bir duruşla hafif bir marj daralması bekliyoruz. File Marketler etkileyici bir şekilde büyüyerek 9A24 itibarıyla 272 mağazaya ulaşmıştır ve büyük ölçüde kendi markalı ürünlerinden oluşan ürün portföyüyle ciro büyümesine olumlu katkıda bulunmuştur.

Şok Marketler (SOKM.IS) 2024 yılında zorlu bir yılı geride bırakırken, toparlanmanın zaman alabileceğini düşünüyoruz. 2025T'de %4 civarında yatay bir FAVÖK marjı ve %44'e yakın ciro büyümesi beklemekteyiz.

	Reel Ciro Büyümesi				Satış Alanı Büyümesi			
	2022	2023	1Y24	3Ç24	2022	2023	1Y24	3Ç24
BIMAS	n.a.	18%	12%	9%	10%	8%	5%	2%
MGROS	n.a.	29%	11%	12%	13%	16%	4%	2%
SOKM	n.a.	18%	2%	8%	11%	4%	2%	0.3%

	Serbest Nakit Akışı Getirisi				Yatırım Gideri/Satış Geliri			
	2022	2023	2Ç24	3Ç24	2022	2023	2Ç24	3Ç24
BIMAS	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	2.9%	3.0%	3.3%	3.4%
MGROS	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	2.8%	2.8%	3.0%	3.0%
SOKM	3.3%	6.8%	6.9%	6.9%	2.9%	1.6%	1.8%	2.5%

	FGNA* Marjı				FD/FGNA*			
	2022	2023	2Ç24	3Ç24	2022	2023	2Ç24	3Ç24
BIMAS	7.8%	7.4%	7.4%	5.9%	13.9x	12.5x	7.8x	7.5x
MGROS	13.3%	11.8%	12.1%	14.4%	4.4x	3.9x	3.2x	2.3x
SOKM	8.4%	11.0%	15.0%	13.2%	1.7x	1.1x	0.6x	0.8x

	2024 Yılı Sonu Beklentileri		
	Hasılat Büyümesi	Marj	Yatırım Harcaması & Büyüme
MGROS	10-12% reel büyüme, 76-78% nominal büyüme	9% UMS29 hariç FAVÖK marjı	350 new stores, TL 8 bn cap-ex
BIMAS	75% (+/- 5%) Nominal Büyüme	7.5 - 8% UMS29 hariç FAVÖK marjı	3.0% - 3.5% Yatırım Harcaması/Hasılat 1000 new
SOKM	5% (+/- 2.5%) reel, 65% (+/- 5%) nominal büyüme	4% (+/- 0.5%) UMS29 hariç FAVÖK marjı	2.5% - 3% Yatırım Harcaması/Hasılat

*Faaliyetlerden Gelen Nakit Akışı

Kaynak: Şirketler & İş Yatırım

Gıda & İçecek

Ülker (ULKER.IS)

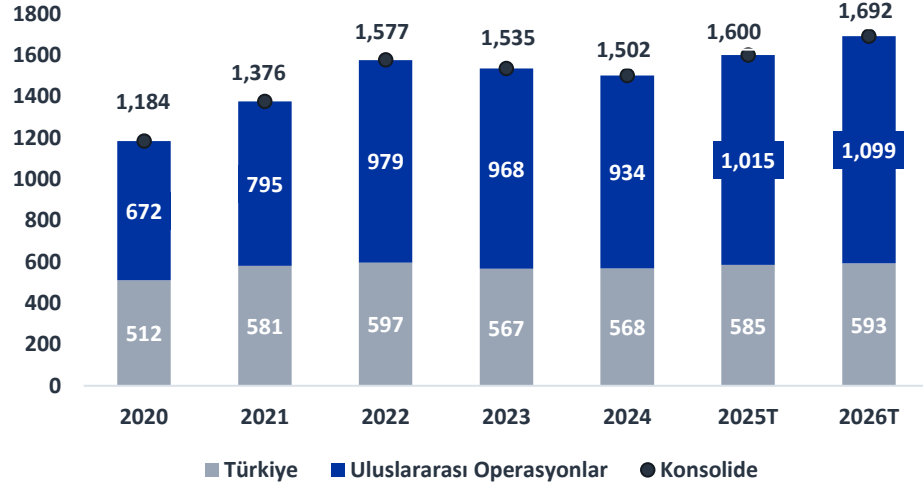
- 2025'te satış gelirlerinde reel olarak %6 civarında büyüme beklerken, FAVÖK marjında hafif daralma öngörüyoruz.
- Ülker daha önce açıkladığı 2024 ciro ve FAVÖK marjı beklentilerini sırasıyla 85 milyar TL'den 80 milyar TL'ye ve %18,5'ten %18,2'ye revize etti. Revize beklentiler üzerinde hafif bir yukarı yönlü risk görüyoruz.
- Yıllardır istikrarlı seyreden kakao fiyatlarında son dönemde yaşanan artışın etkisi 2024 yılı FAVÖK marjındaki daralmada önemli bir rol oynarken, 2025 yılında da marjlar üzerinde baskı yaratacaktır. Öte yandan, Şirket'in yeni ürün lansmanları 9A24'te gelirlere %11 oranında katkı sağladı.
- Hammaddelerin çoğu ya hedge edildi ya da önceden satın alındı. Eylül 2024 itibarıyla, net pozisyonun %68'i kapatılmış durumda ve 407mn \$ açık pozisyon hedge edildi.

TAB Gıda (TABGD.IS)

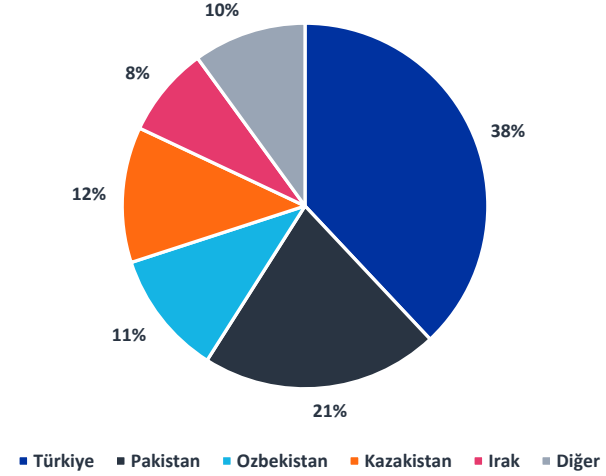
- 2025 yılına ilişkin makro belirsizlikler nedeniyle marj beklentilerinde daha temkinli bir duruş benimsememize rağmen, i) kanıtlanmış defansif iş modeli, ii) kalıcı ve öngörülebilir büyüme patikası, iii) sağlıklı bilanço, iv) güçlü nakit yaratma kabiliyeti ve v) güçlü pazar konumlandırması nedeniyle TAB Gıda'yı beğenmeye devam ediyoruz. 2024'te fiş sayısı büyümesinin yatay seyretmesine rağmen marjlar 9A24'te dirençli seviyesini korumuştur. Şirket, ortalama fiş büyüklüğünde artış kaydetmeyi başararak müşteri tabanını ve kârlılığını korumayı başarmıştır. 2025 yılı için, restoran büyümesinin sürdürülmesi ve pro-aktif fiyatlandırma stratejileri sayesinde %5 civarında fiş büyümesi ve yüksek tek haneli reel gelir artışı bekliyoruz.

Gıda & İçecek

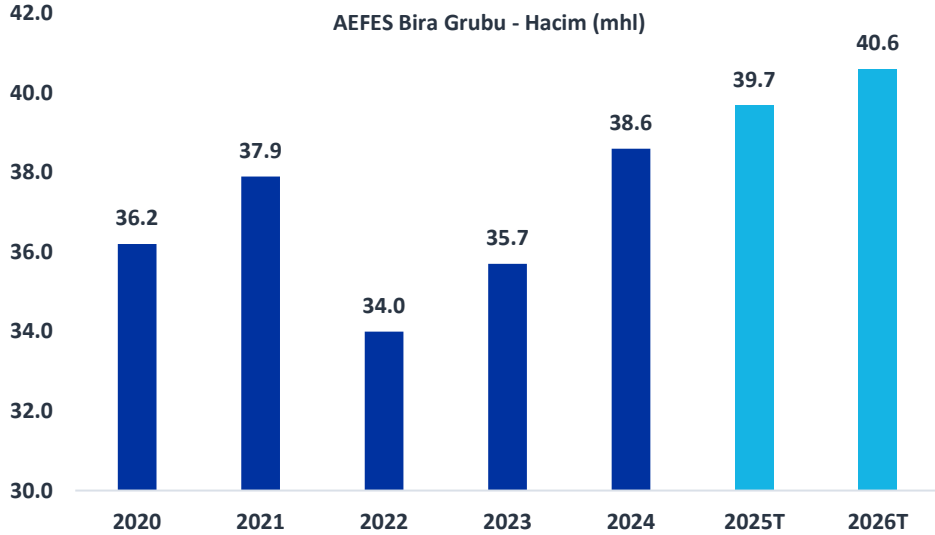
CCOLA - Hacim (Milyon Ünite Kasa)



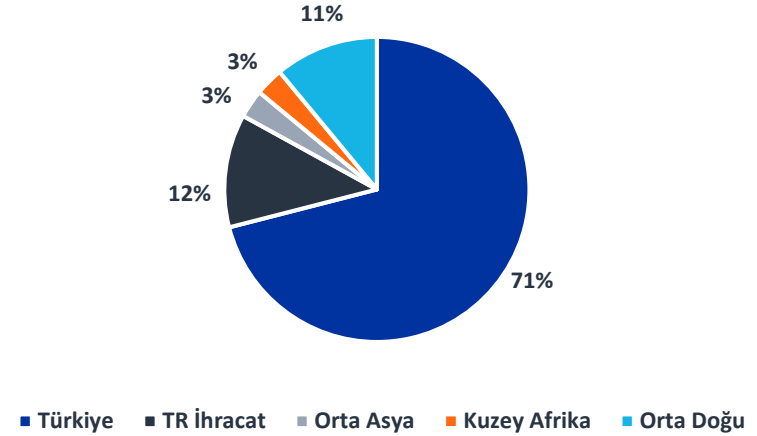
CCOLA - 2024 Hacim Dağılımı



AEFES Bira Grubu - Hacim (mhl)



ULKER - Gelirin Bölgesel Dağılımı - 9A24



Gıda & İçecek

- **Atakey Patates (ATAKP.IS)** Atakey Patates'in UMS-29 kapsamında 9A24 performansı, operasyonel ve kârlılık açısından devam eden zorlukları göstermektedir. Şirketin gelirleri, 9A23'teki 2.613 milyon TL'den 9A24'te 2.520 milyon TL'ye %4 düşüş kaydederken, satış hacmi %5 artarak 47.700 tona yükseldi. Ancak brüt kâr %46 azalarak 379 milyon TL'ye geriledi ve brüt kâr ile FAVÖK marjları sırasıyla 11,8 puan ve 9,6 puan daraldı. Bu daralma, artan maliyetler ve zayıflayan kârlılıktan kaynaklandı. Operasyonel giderler %26 artarak 100 milyon TL'ye yükseldi ve marjları daha da daralttı. UMS-29 kaynaklı özkaynak düzeltmeleri nedeniyle 191 milyon TL'lik parasal kayıp oluştu. Faaliyet kârı %55 düşerek 279 milyon TL'ye, net kâr ise %95 azalarak 9 milyon TL'ye geriledi. Gelirlerdeki düşüş, artan maliyetler ve UMS-29 etkileri bu sonuçlarda belirleyici oldu. Ancak vergi giderlerindeki %60 oranında yıllık azalış, net kârın pozitif kalmasını sağladı. Genel olarak, yüksek enflasyon, maliyet kontrolündeki zorluklar ve UMS-29 düzenlemeleri Atakey Patates'in marjları ve net kârlılığı üzerinde baskı yaratmaktadır.
- 2024 yıl sonu için dondurulmuş patates satış hacmi 59.000-60.000 ton arasında öngörülmekte ve talep toparlanması ile TAB restoranları ve üçüncü taraf satışlarından kaynaklanan pazar genişlemesiyle 2025'te 70.000 tona ulaşması beklenmektedir.
- Atakey, Çin'de TAB restoranlarındaki talebin azalması nedeniyle yavaşlayan Çin satışlarına olan bağımlılığını azaltmak için ihracat pazarlarını çeşitlendirme sürecindedir. Şirket, Irak, Brezilya ve BAE gibi yeni pazarlara arayışlarına odaklanmakta ve uzun vadede ihracatın toplam satış hacminin %25'ini oluşturmasını hedeflemektedir. Ancak kısa vadede, 2024 yılında patates ihracatının 2023 seviyelerinde kalması ve daha sınırlı bir seviyede yükselmesi beklenmektedir. İhracat satışlarındaki yavaş büyümenin 2025 senesi de devam etmesi öngörülmektedir.
- Şirket, 2025'in başında aylık 800 ton kapasiteli soğan halkası ve peynir çubuğu üretimi için kaplamalı ürün hatlarını aktif hale getirmiştir.
- Soğan halkası ve peynir çubuğu ürünlerinin kârlılığının zamanla artması beklenmektedir, makineler yeni olduğundan Atakey şu anda standart sonuçlar elde etmek için nihai ürün üzerinde düzenlemeler yapma aşamasındadır. Bu nedenle, 2025 ortasına kadar kaplamalı ürün üretimine bağlı marjlarda iyileşme görebiliriz.
- Atakey Patates, 3Ç24 itibarıyla 312 milyon TL net nakit pozisyonuyla, 26,0 F/K ve 9,9 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, sektör emsallerine göre primli işlem görmektedir.

Mobilya

Fiyat ve Oranlar	Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025	
																Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	FD/FAVÖK	ROE -₺	ROA -₺												
YATAS		26.78	4,012	48.39	54.45	81	AL	A	-4	-2.7	0.82	59	13	3%	37%	0%	327	526	16,466	16,840	1,028	1,482	7,010	7,504	12.2	7.6	0.6	0.5	8.6	6.0	5%	7%	2%	3%			
Mobilya																																					

- **Yataş (YATAS.IS):** 2024 yılında, yüksek enflasyon ve alım gücündeki düşüş nedeniyle yurt içi talepte daralma yaşanmıştır ve mobilya sektörü en olumsuz etkilenen sektörlerden biri olmuştur. 2025 yılında, düşük baz etkisi ve faiz oranlarındaki gevşemenin etkisiyle talepte toparlanma bekliyoruz. Özellikle yılın ikinci yarısından itibaren, faiz oranlarındaki düşüşün konut kredilerini cazip hale getirmesiyle birlikte konut satışlarının artacağı ve mobilya talebinin yükseleceği öngörülmektedir.
- Yataş'ın 2024 yılını %23 nominal ciro büyümesiyle (reel olarak %16 düşüş) kapatmasını, 2025 yılında ise nominal olarak %40 ciro büyümesi (reel olarak %2 büyüme) kaydetmesini ve FAVÖK marjını yıllık 0,8 puan artışla %14,6'ya (IAS29 öncesi) yükseltmesini bekliyoruz. Ayrıca, son yıllarda açılan mağazaların hız kazanması, daha çeşitlendirilmiş marka portföyünün sağladığı ölçek avantajları ve 2024 yılındaki düşük baz etkisi, Yataş'ın 2025 yılında daha güçlü sonuçlar elde etmesini destekleyecektir.
- Yataş, önceki yıllarda mağaza sayısını hızla artırdığı Yataş Bedding ve Enza Home markaları ile organik büyümesini sürdürürken, alt gelir segmentlerine hitap eden Divanev ve Puffy markalarıyla da inorganik büyümeye odaklanmaktadır. Bu kapsamda, franchise modeli ile önümüzdeki beş yıl içinde her yıl 40-50 mağaza açarak satış alanını %26 oranında artıracağını öngörüyoruz. Ayrıca, şirketin orta vadeli yurtdışı büyüme planlarına paralel olarak, yurtdışı satışlarının payının %11'den %14'e yükselmesini bekliyoruz.
- Bir süredir Varlık Fonu kontrolünde olan pazarın en büyük oyuncularından biri olan İstikbal'in satışı gündemdedir. Bu satış gerçekleşirse, geçmişte enflasyona paralel fiyat artışlarında geride kalan İstikbal'in sektörde daha sağlıklı fiyatlamalara yol açması beklenmektedir. Bu durumun, Yataş'ın operasyonel kârlılıklarını olumlu yönde etkilemesi muhtemeldir.
- Yataş, sünger üretim kapasitesini iki katına çıkaracak yatırımını 2025 yılı başlarında tamamlamayı planlamaktadır. Yeni yatırımın 2026 yılında tam kapasiteye ulaşmasıyla birlikte, FAVÖK marjına 0,5-1 puan katkı sağlaması beklenmektedir. Artan kapasitenin büyük bölümü yurt içi satışlara yönlendirilirken, ciroya katkısının %2-%3 arasında olması öngörülmektedir.
- Yataş için hedef fiyatımızı 48,4 TL/hisse olarak güncelledik. Hisse, son bir yılda endeksin %21 altında performans göstermiştir; ancak mevcut durumda olumsuzlukların büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Orta vadeli güçlü büyüme potansiyelini beğenmeye devam ettiğimiz Yataş için "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

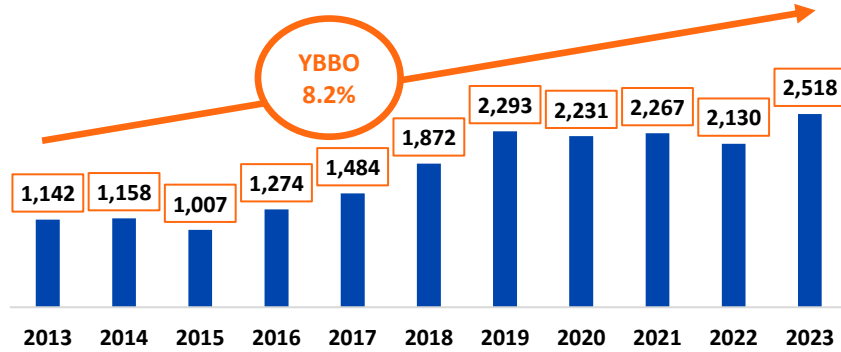
Savunma

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025		
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K-Ş		PD/DD-Ş		FD/FAVÖK		ROE-Ş	
ASELS	80.25	365,940	105.00	101.00	31	AL	A	18.8	20.4	61.4	25.8	34	1%	12%	0.3%	12,417	24,686	116,667	141,860	28,128	34,611	115,768	136,926	29.3	14.7	3.1	2.7	14.0	11.4	10%	20%
Savunma Teknolojisi															29.3	14.7	3.1	2.7	14.0	11.4	10%	20%									

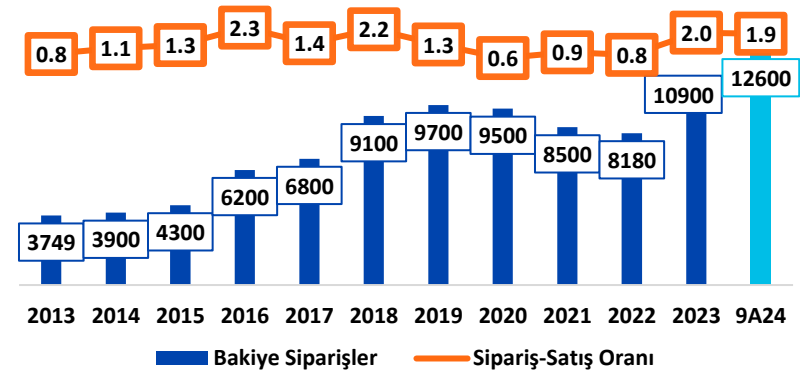
- 2024 yılı 2023 yılına benzer olarak **Aselsan (ASELS.IS)** için yeni sözleşme edinimi anlamında çok güçlü bir yıldır. Şirket, artan jeopolitik gerilimlerle birlikte savunma harcamalarının yükseliş trendine girdiği bir dönemde, önümüzdeki yıllarda kuvvetli ciro büyümesini destekleyecek 12,6 milyar dolarlık rekor bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. 3Ç24 itibarıyla 12,6 milyar dolara ulaşan bakiye sipariş büyüklüğünün, yeni sözleşme edinimi anlamında kuvvetli geçen 4Ç24 sonunda 12,9 milyar dolara ulaştığını tahmin ediyoruz. 2024 yılını toplam 5,3 milyar dolar büyüklüğünde yeni sözleşmeyle kapatacağını tahmin ettiğimiz Aselsan'ın 2025 yılında, yıllık bazda bir miktar normalleşmeyle, 4,6 milyar dolar büyüklüğünde yeni sipariş alacağını öngörüyoruz. Şirketin 2025 yılında %26 FAVÖK marjı ile birlikte 4,1 milyar dolar ciro elde edeceğini tahmin ediyoruz.
- Büyüyen Türk savunma sanayisi ekosisteminde kritik bir oyuncu konumunda olan Aselsan, radar, elektronik harp, elektro-optik, güdüm ve hava savunma sistemleri gibi savunma elektroniği alanlarındaki ileri teknolojik yetkinlikleriyle öne çıkıyor. Yeni yatırımlarla artan seri üretim kapasitesi ve Aselsan'ın yerli platform üreticisi iş ortaklarıyla birlikte yükselen ihracat faaliyetlerinin, şirketin önümüzdeki dönemde büyüme ivmesini sürdürmesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Aselsan'ın 2030 yılına kadar, dünyanın en büyük 30 savunma şirketi arasında yer alma hedefi doğrultusunda gelirlerini dolar bazında artırırken sipariş-satış oranını 1'in üzerinde tutmasını bekliyoruz. Revize makro tahminlerimiz nedeniyle ASELS için hisse başına hedef fiyatımızı 101TL'den 105TL'ye yükseltiyoruz. ASELS, 2024T Düzeltilmiş FD/FAVÖK 13,1x ve 2025T Düzeltilmiş FD/FAVÖK 10,4x ile uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %17/%25 iskontolu işlem görüyor.

Savunma

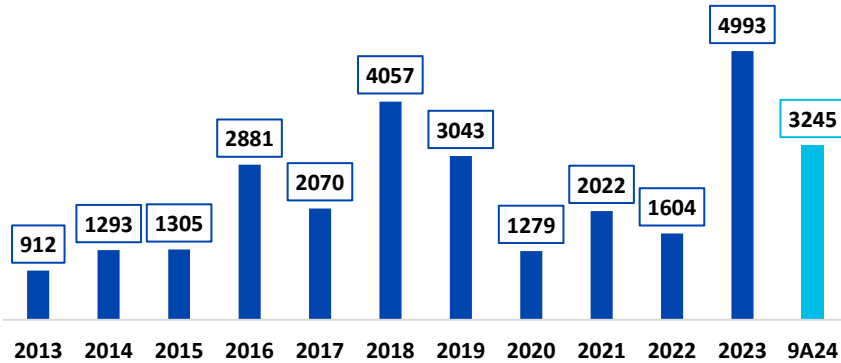
Aselsan – Net Satış Gelirleri (bin dolar)



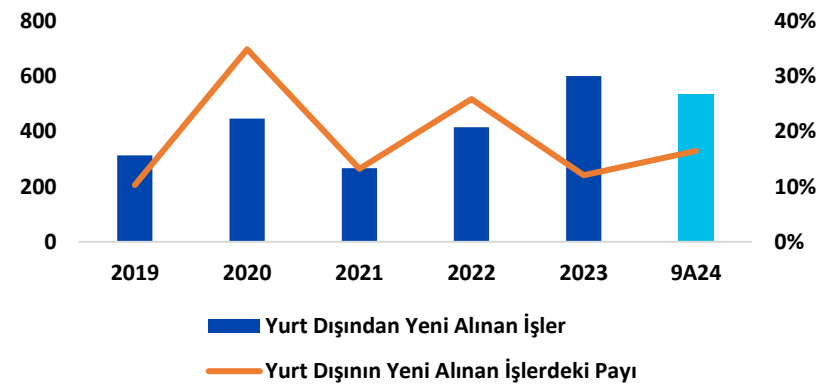
Aselsan – Bakiye Siparişler (bin dolar) & Sipariş-Satış Oranı



Aselsan – Yeni Siparişler (bin dolar)



Aselsan – Yurt Dışından Yeni Alınan İşler (bin dolar)



Source: Company & Is Investment Estimates

Enerji

- **Aydem Yenilenebilir Enerji (AYDEM.IS):**
- Uzun vadeli planlar portföy çeşitlendirmesini hedeflese de yüksek hidro (portföyün %78'i) risk oluşturmaktadır.
- 2024 yılını dip noktası olarak görüyoruz; hidro üretimin 2025 yılında toparlanması beklenmektedir. Ertelenen 36 MW'lık bir proje dışında 2025'te önemli bir kapasite artışı yok. 2025 için 150 mn\$ FAVÖK tahmin ediyoruz. (Şirket tanımlı FAVÖK: 178mn \$*)
- Düzeltilmiş beta 20252026 için 1,15 seviyesinde, 2026 sonrasında 0,95 seviyesinde tuttuk.

- **Aksa Enerji (AKSEN.IS):**
- Asya ve Afrika'daki operasyonlar için ülke risk primlerini dahil ettik (Damodaran ülke risk primleri ve temerrüt spreadleri kullanılarak):
- Asya: Risksiz getiri oranı Türkiye'nin +64 baz puan üzerinde, hisse senedi risk primi %9,86.
- Afrika: Risksiz getiri oranı Türkiye'nin +500 baz puan üzerinde, hisse senedi risk primi %13,76
- FAVÖK marjının 2027'de %43'e yükselmesi ve uluslararası operasyonların FAVÖK'e katkısının %76 olmasını bekliyoruz (2023'te %58).
- 2025 yılında yeni operasyonel tesislerin FAVÖK katkısını 80 milyon \$ seviyesinde öngörüyoruz.

- **Galatawind (GWIND.IS):**
- Düşük maliyetli operasyonları, düşük kaldıracı ve dengeli portföyü ile güvenli bir yatırım profili sunmaktadır. Ağırlıklı ortalama 2,6 yıllık* YEKDEM (mevcut kurulu güç için geçerli) süresi öngörülebilirlik sağlamaktadır.
- Elektrik alım garantili Avrupa yatırımları için gelişmeler katalizör görevi görebilir; ayrıntılar belirsizliğini koruyor.
- 2025 FAVÖK'ünün kapasite artışları sayesinde %30 artmasını bekliyoruz (Taşpınar Hibrit ve Mersin RES'in 2024 sonunda kapasite artışları sayesinde toplam kapasite 362MW'a ulaştı ve 1Ç24'te üretime başlamasını öngörüyoruz.)
- Geciken Avrupa yatırımları ile ilişkili risk primini kaldırdık. Beta 2025-2026 yılları için 0,6, 2026'dan itibaren ise kaldıraç artışını öngörerek 0,75'te sabit tuttuk.

*Şirket Tanımlı FAVÖK=Brüt Kar-Operasyonel Giderler+Diğer Gelir(Gider)+Amortisman

**Ağırlıklı ortalama net satış hacmiyle ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.

Enerji

Beta Karşılaştırması

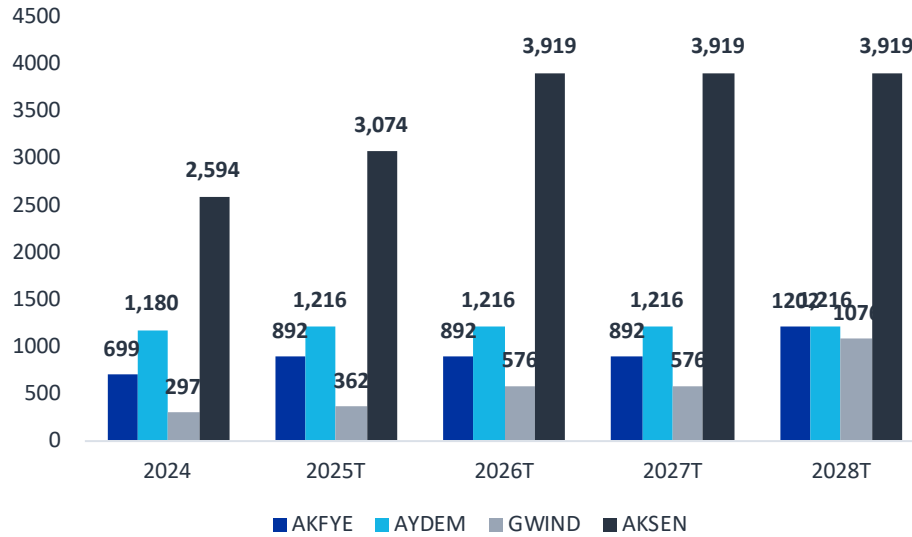
	β 2025-2026	β 2026 sonrası
AKFYE	0.75	0.75
AYDEM	1.15	0.95
GWIND	0.59	0.75
AKSEN	0.58*	0.58*

*Sadece Türkiye, yenilenebilir enerji operasyonları hariçtir. Afrika ve Asya operasyonları için beta 1, yenilenebilir enerji için 0,9 olarak alınmıştır.

Kaynak: İş Yatırım, Damadoran

Kaldıraçsız betalar Damadoran'ın gelişmekte olan piyasa betalarından alınmıştır. Yenilenebilir enerji için 0,57 ve AKSEN için 0,42 kullanılmıştır.

Kurulu Güç (MW)

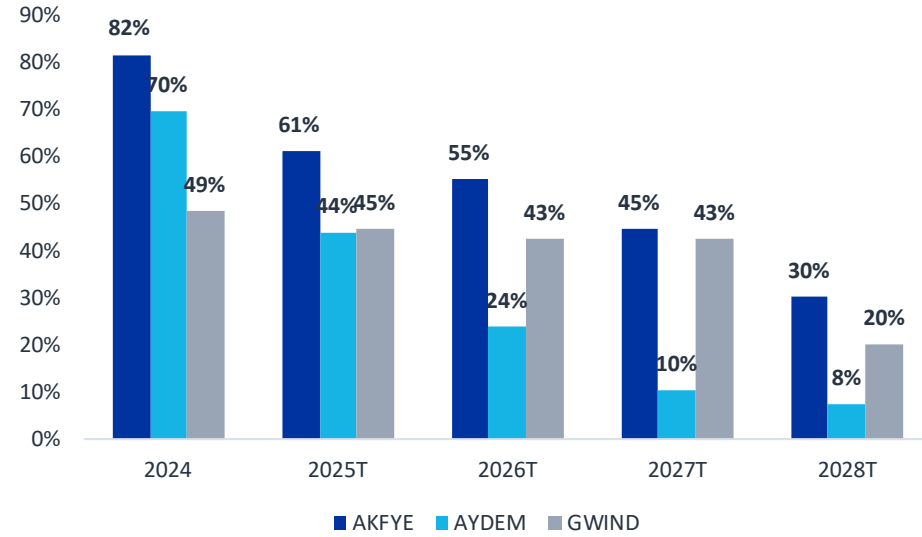


Kaynak: Şirket

AKFYE'nin 193MW'lık santralleri tam yıl üretim yapamayacak ve devam eden inşaat nedeniyle yarım yıl üretim yapacağı varsayılmıştır.

GWIND 300 MW Avrupa yatırımları grafiğe dahil edilmemiştir.

YEKDEM Satış Oranları



Kaynak: Şirket

Her enerji santralinin hakkını kullanacağı varsayılmıştır.

Enerji

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr. Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025		
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺		ROA -₺	
ENJSA	60.15	71,041	118.31	97.12	97	AL	A	-2.9	-1.6	5.68	20	23	7%	61%	7%	-5,264	-444	194,335	181,822	30,464	32,971	74,181	69,531	-	-	1.0	1.0	3.6	3.3	-7%	-1%	-3%	0%
Enerji																																	

- **Enerjisa Enerji (ENJSA.IS):** Türkiye'nin altyapı yatırımları ihtiyacı ve büyüyen nüfusu ile önemli fırsatlar sunan elektrik dağıtım sektörü, düzenlenmiş yapısı ve yatırımlarında enflasyonun üzerinde garantili reel getiriler (%12,3) ile öngörülebilir bir yatırım fırsatı sunmakta. 2024 yılında artan faiz oranları nedeniyle finansman gideri yükselmiş ve borçlanma ile getiri arasındaki fark daralmış olsa da, bu eğilimin 2025 yılında düşen faiz oranlarıyla tersine dönmesini bekliyoruz.
- **ENJSA Üretim (Sabancı):** Sabancı Holding'in yüksek Net Aktif Değeri (NAV) indirimi, enerji sektörüne indirimli bir giriş fırsatı sunmaktadır. Enerjisa Üretim için yaptığımız DCF analizi, %7,2 ile %7,9 WACC varsayımlarına göre 4,7 milyar ABD doları ile 5,1 milyar ABD doları arasında bir özsermaye değeri aralığına işaret ediyor. Bulduğumuz bu değer aralığı, sırasıyla, 2024T FD/FAVÖK 9,4x – 10x ve 2025T FD/FAVÖK 8,8x – 9,3x çarpan aralığına denk gelmekte.

ASTOR.IS

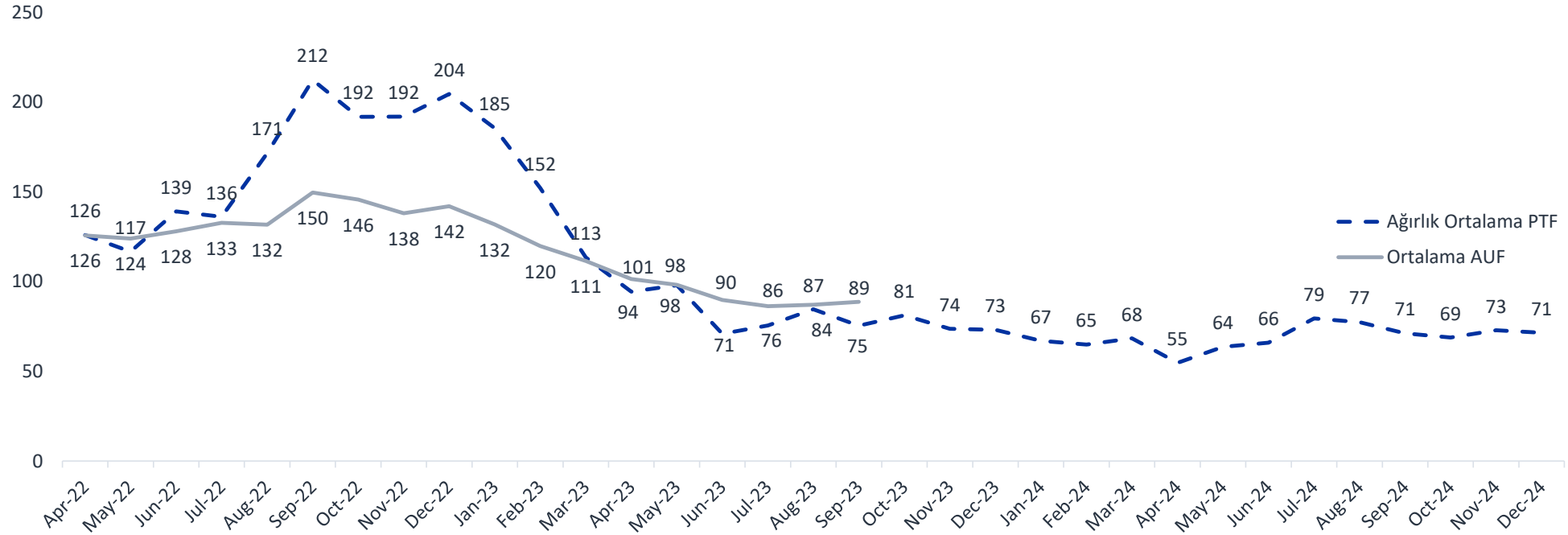
- ASTOR'un büyüme hikayesini beğeniyoruz. Tahminlerimiz hala muhafazakar tarafta yer alırken, 2025 yılında yukarı yönlü bir riskle birlikte dolar cinsinden %30'un üzerinde bir ciro büyümesi öngörüyoruz. Gerekirse tahminlerimizi yeniden gözden geçirebiliriz.
- ASTOR, 2025 yılında kapasite artırımı ve invertör projesi için yaklaşık 150mn ABD\$ yatırım yapacak
- 9A24'te ihracatın toplam gelirler içindeki payı %38 oldu. Şirket orta vadede ihracatın payının %50 olmasını hedeflemekte.
- 2025 yılı için 8-9 aylık siparişler karşılanmış durumda. Mevcut bakiye siparişlerin %65'i ihracat, %75'i ise güç transformatörleri için.
- INA modelimizi ileri taşımamız ve makro varsayımlarımızı revize etmemiz ile beraber hedef fiyatımızı artırıyoruz.

Enerji

- Yenilenebilir enerji yatırımları ve devlet teşvikleri elektrik üretim şirketlerini cazip kılmaktadır. Dağıtım şirketleri, altyapı yatırım ihtiyaçları ve teşvikler yoluyla enflasyonun üzerinde reel getirilerle desteklenen defansif bir modeli sürdürmektedir.
- **Batarya Enerji Depolama Sistemleri:**
 - Depolama tesislerinin Türkiye'nin kurulu gücünü zaman içinde 25 GW artıracığı ve uzun vadeli bir büyüme fırsatına işaret edeceği öngörülmüyor.
 - Şu anda depolamalı lisansları, mevzuat boşlukları nedeniyle depolama faydalarından ziyade kapasiteyi artırma fırsatları olarak görülmektedir.
 - Lisanslar düzenleyici kurumlar tarafından önceliklendirilse de ön lisansların tam lisansa dönüştürülmesi zaman almaktadır. İlk depolamalı projelerinin 2026'dan önce inşa edilmesi olası gözüküyor ve muhafazakâr bir yaklaşımla tam operasyonların 2028'de başlamasını modelliyoruz.
 - Düşen ekipman fiyatları gecikmelerden kaynaklanan aşağı yönlü riskleri azaltıyor, ancak maliyet tasarruflarından kaynaklanan yukarı yönlü riskleri modele katmadık.
- **Elektrik fiyatı ve tarife garantisi:**
 - Uzun vadeli spot elektrik fiyatı varsayımlarımızı 73 \$/MWh seviyesinde tutuyoruz. Spot fiyatlardaki 3\$'lık bir değişim, salt elektrik üreticilerinin değerlemelerini %8%11 oranında etkiliyor.
 - Yeni tarife garantileri daha düşük olsa da hala görünürlük sunuyor. Yerel bileşen teşvikleri de dahil olmak üzere BESS tarifelerinin, yerel bileşen oranına bağlı olarak 65-80 \$/MWh civarında cazip olması bekleniyor.
- **Karbon piyasası potansiyeli:**
 - 2026'ya kadar düzenlenmiş bir karbon piyasasının yenilenebilir enerjiler için önemli bir potansiyeli ortaya çıkarması bekleniyor.
 - Türkiye'de daha yüksek karbon fiyatları, değerlemeler için yukarı yönlü riskler oluşturabilir.

Enerji

■ Piyasa Takas Fiyatı (\$/MWs)



Kaynak: EPIAŞ

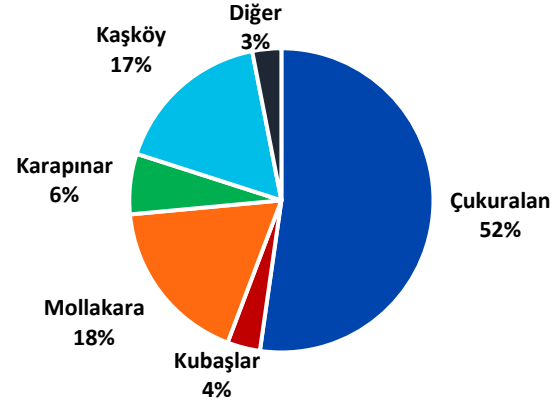
Madencilik

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %	1A Rel. %	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025															
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺														
KOZAL	23.02	73,722	27.00	25.00	17	TUT	A	-2	-0.7	49.2	29.9	18	1%	25%	2%	1,545	5,142	12,883	18,127	2,749	6,028	25,468	27,331	47.4	14.2	2.9	2.7	22.4	10.2	6%	19%													
Madencilik																																												

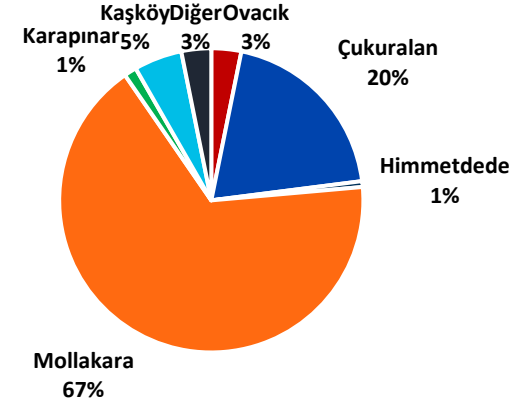
- Mastra işletmesinde yer altı ocak, Himmetdede işletmesinde açık ocak madencilik faaliyetlerini sonlandırılan **Koza Altın (KOZAL.IS)**, 2024 yılında düşük üretim rakamları nedeniyle altın fiyatlarında yaşanan artıştan yeterince faydalanamadı. Koza Altın tarafından paylaşılan 2023 yılı UMREK raporuna göre şirket 3,5 milyon ons ölçülmüş ve belirtilmiş kaynak ile 2,5 milyon ons görünür ve muhtemel rezerve sahip. Üretim rakamlarının 2026-2028 yılları arasında zirveye ulaştıktan sonra sert düşüş yaşaması bekleniyor. Mevcut zayıf rezerv görünümü, gelecekteki üretim seviyelerini ve dolayısıyla şirketin büyüme potansiyelini sınırlıyor.
- Altın fiyatlarındaki artış ve makro varsayımlarımızdaki güncellemeler ile İNA değerlememizin ileriye taşınması nedenleriyle KOZAL için hedef fiyatımızı hisse başına 25TL'den 27TL'ye yükseltiyoruz. KOZAL için mevcut tavsiyemiz sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle TUT olmakla birlikte, mümkün kaynak kategorisinde bulunan 5,4 milyon ons büyüklüğündeki kaynağın ihtiyatlı olmak açısından değerlemeye dahil edilmemesi nedeniyle hisse performansı için yukarı yönlü risklerin aşağı yönlü risklere ağır bastığını düşünüyoruz.
- 2024 Ağustos ayında Varlık Fonu'na devredilen Koza Grubu şirketleri **İpek Doğal Enerji (IPEKE.IS)**, **Koza Anadolu (KOZAA.IS)** ve Koza Altın, Kasım ayında birleşme kararı aldı. Bu birleşmenin pozitif bir sinerji yaratması ve grubun uzun vadede operasyonel verimliliğini artırmasını bekliyoruz. Birleşme kararı öncesinde KOZAL payları üzerinden yapılan hesaplama göre iskontolu fiyatlanan KOZAA ve IPEKE'nin iskontoları takip eden dönemde daralma gösterdi. Güncel piyasa değerlerine baktığımızda KOZAA ve IPEKE, NAD'lerine göre sırasıyla %7 ve %6 iskonto ile işlem görüyor.

Madencilik

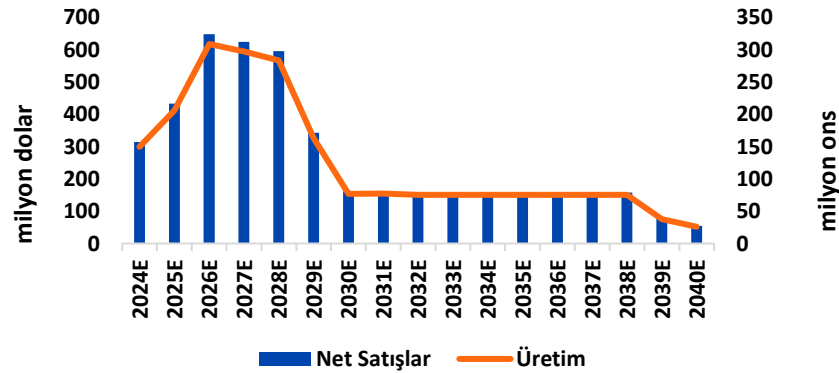
KOZAL – Rezervlerin Dağılımı



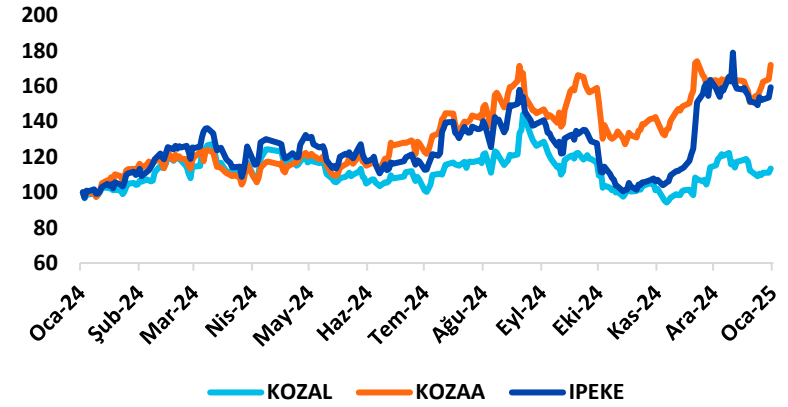
KOZAL – Kaynakların Dağılımı (rezervler hariç)



KOZAL - Üretim & Net Satışlar Projeksiyonu



KOZAL & KOZAA & IPEKE Göreceli Hisse Performansı



Source: Companies & Is Investment Estimates

Makro Varsayımlar

	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
GSYİH büyüme, %	5.5	4.5	2.9	3.0	4.5	4.5	4.0	4.0	4.0
TÜFE (yıl sonu), %	64.3	64.8	44.4	27.0	19.0	17.0	17.0	15.0	15.0
TÜFE (ortalama), %	72.3	53.9	58.5	32.1	21.5	18.0	17.0	16.0	15.0
Cari Denge / GSYİH (%)	-5.1	-3.6	-0.8	-1.3	-2.0	-2.5	-2.0	-2.0	-2.0
Para Piyasası Faizi, %	9.0	42.5	47.5	30.0	20.0	17.0	17.0	16.0	15.0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	8.9	25.0	29.5	27.5	19.0	17.0	17.0	16.0	15.0
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond fai	8.5	7.7	8.2	7.7	7.4	7.4	7.3	7.3	7.3
TL/Dolar (ortalama)	16.6	23.7	32.8	39.6	47.6	55.1	63.1	71.6	80.5
TL/Dolar (yıl sonu)	18.7	29.4	35.2	43.9	51.4	58.9	67.4	75.8	85.3
TL/Euro (ortalama)	17.4	25.7	35.5	40.8	48.3	55.7	63.8	72.3	81.4
TL/Euro (yıl sonu)	19.9	32.7	36.7	44.8	51.9	59.4	68.1	76.6	86.1
Avro/Dolar (ortalama)	1.05	1.08	1.08	1.03	1.02	1.01	1.01	1.01	1.01
Avro/Dolar (yıl sonu)	1.07	1.10	1.04	1.02	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01



Teşekkürler



İşbu rapor içerisinde yer alan bilgiler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("**İş Yatırım**" veya "**Şirket**") tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşterileri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını kendi özel yatırım hedeflerine ve mali durumlarına göre ve gerekli gördüklerinde bağımsız danışmanların yardımıyla vermelidir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım tarafından Borsa İstanbul A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş. gibi kamu kurumları, çeşitli medya kuruluşları ve güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu rapor ve içindeki bilgiler bazı geleceğe dönük varsayımlar içermekle birlikte, bu varsayımlar kesin veya mutlak sonuçları garanti etmemektedir. Rapordaki bilgiler doğrulama, tamamlama veya değişiklik gerektirebilir. Bu doğrultuda, Şirket herhangi bir tarafa bildirimde bulunmaksızın veya izin almaksızın dilediği zaman gerekli değişiklikleri yapma hakkını saklı tutar.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez ya da elektronik ortamda ek olarak gönderilemez. (www.isyatirim.com.tr)

Bu rapor, herhangi bir menkul kıymetinin satışı veya devralınmasına ilişkin bir teklif, davet veya yatırım yapma yönünde bir teşvik teşkil etmemektedir ve hiçbir hukuki anlaşma veya sözleşmeye dayanak oluşturmaz. Yatırımcıların, burada yer alan tüm konularla ilgili kendi araştırmalarını yapmaları ve yatırım kararlarını bu araştırmalar doğrultusunda almaları gerekmektedir. Bu raporun içeriğinin kullanımından doğabilecek zararlardan dolayı Şirket, Yönetim Kurulu Üyeleri, yöneticileri veya çalışanları sorumluluk veya yükümlülük kabul etmemektedir.

"Öneri bilgilendirmesi: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**İş Yatırım**" veya "**Şirket**"), Borsa İstanbul A.Ş.'de ("**BIST**") bünyesinde yer alan halka açık şirketler için AL, TUT ve SAT yönündeki önerileri BIST-100 endeksinin (endeks) beklenen getirisine göre değerlendirilmektedir. Tüm bu öneriler İş Yatırım Araştırma Bölümü analistleri tarafından şirketlerin ileride elde edeceği tahmin edilen karları, nakit akımları ve bilançolarına göre bağımsız olarak değerlendirilir. Ek olarak, analistler koşulların elverişsiz olduğu veya doğru değerlendirme yapmanın mümkün olmadığı durumlarda bazı hisse senetleri için geçici olarak GÖZDEN GEÇİRİLİYOR önerisi verebilirler. Münferit her şirket için yatırım önerisi sırasıyla belirtilen şu kriterlere göre değerlendirilir, İş Yatırım Hisse senedi tavsiye metodolojisi:

Artış Potansiyeli > %25	: AL ,
%10 < Artış Potansiyeli < %25	: TUT,
Artış Potansiyeli < %10	: SAT,

Her sınır değeri için analist +/- %5 kanaat kullanabilmektedir.