

# 2025 Stratejisi

2025 yılının toparlanma yılı olması ve faiz indirimlerinin riskli varlıklara olan ilgiyi artırması bekleniyor...

Araştırma Bölümü  
+90 (212) 334 33 33  
arastirma@sekeryatirim.com

# 2025 Stratejisi...

## Global Fon Akımları;

2024 ortasından itibaren faiz indirimi döngüsüne giren gelişmiş ülke merkez bankalarının, enflasyonla mücadelede başarılı bir yıl geçirdiğini söyleyebiliriz. Japonya hariç tutulduğunda hemen hemen tüm gelişmiş ülkeler enflasyonu hedef seviyelerine doğru kademeli olarak yakınsattı. Temel mal gruplarındaki fiyatlar hedeflenen seviyelere gerilemesine rağmen hizmetler sektöründeki enflasyon inatçı seyrini sürdürüyor. Enflasyonla asıl mücadele başarısının bu noktadan sonra başlayacağını düşünüyoruz. Pandemi sonrası gelişmiş ülkelerde dahi çift hanelere yükselen enflasyon, geçici şoklar ve baz etkisi ortadan kalktıktan sonra sakin bir patikaya evirildi. Fakat bu seviyelerde, özellikle ücretlerdeki değişimin gecikmeli etkisini yansıttığından, katılaştığını ve sabırlı bir mücadele gerektiğini düşünüyoruz.

Son dönemdeki fiyat gelişmelerini yakından takip eden Fed, Eylül toplantısının aksine Aralık'ta oldukça şahin bir tonlama ile küresel piyasalardaki belirsizliği tetikledi. Büyüme ve istihdam piyasasındaki güçlü seyri de dikkate alarak, faiz indirim sayı ve miktar beklentilerini azaltırken, gelecek dönem enflasyon tahminlerini yukarı yönlü güncelledi. Bu durumun, yeni bir gelişme yaşanmazsa özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını sınırlayacağını tahmin ediyoruz.

Avrupa Birliği'nde ise ekonomik aktivitedeki canlanma, faiz indirimlerine rağmen henüz istenilen seviyede değil. Ekonomik belirsizliğe Almanya öncülüğündeki siyasi belirsizliklerin de eklenmesi, bölge ekonomilerindeki endişeyi ve EUR/USD paritesinde aşağı yönlü baskıları artırıyor. Fakat toparlanma zamana yayılsa da, beklentiler 2025 yılında bölge için dipten dönüş sinyalleri veriyor. Özellikle Rusya-Ukrayna krizinin çıkmaza girmesi ve diplomatik çözümün hayata geçirilmesi ile yaptırımların azalması, birliğe yeniden nefes aldırarak ve imalat aktivitesine pozitif katkı sağlayacaktır.

Japonya'da enflasyonun risk unsuru olmakla birlikte etkin para ve maliye politikası araçlarıyla kontrol altına alınacağını tahmin ediyoruz. Ağustos 2024 benzeri bir şok dalgası ihtimalini düşük görüyoruz. Fakat Çin'de hem PMI/üretim göstergelerinde hem de büyüme/enflasyonda aşağı yönlü riskler canlılığını koruyor. Mali teşvikler sorunu kısmi şekilde çöze de asıl toparlanmanın 2026 ve sonrasına kalacağını tahmin ediyoruz.

## Global riskler;

- Küresel para politikasındaki sıkılığın ve enflasyon görünümündeki iyileşmenin beklenenden uzun sürmesi,
- Küresel borç seviyesi ve para politikasındaki belirsizliklerin finansal piyasalarda yeniden fiyatlamaları tetiklemesi,
- Emtia fiyatlarındaki oynaklığın jeopolitik riskler ve bölgesel çatışmalarla fiyatlar üzerinde yukarı yönlü riskleri artırması,
- Trump ve yeni ekonomi yönetiminin tarife/kota gibi ticareti sınırlayıcı ve fiyatları artırıcı düzenlemeleri genişletmesi,
- Avrupa Birliğinde ekonomik aktivitedeki canlanmanın faiz indirimlerine rağmen zamana yayılması,
- Çin emlak sektöründeki yavaşlamanın, teşvik ve genişleyici politikalara rağmen derinleşmesi,

# 2025 Stratejisi...

## Yurtiçi beklentiler

2024 yılını uzun bir aradan sonra ilk faiz indirimiyle kapatan merkez bankasının, yılın geri kalanında sıkı duruşu sürdürerek enflasyon görünümüne bağlı kademeli faiz indirimlerine devam etmesini bekliyoruz. Temel politika aracı olarak politika faizi etrafında ve dar bantta şekillenecek olan piyasa faizlerinin, enflasyonda yukarı yönlü riskleri sınırlandıracak şekilde ayarlanacağı bir yıl bizi bekliyor.

Enflasyonu 2024 yılında merkez bankası tahmininin hafif üzerinde %44.4 seviyelerinde kapatıyoruz. Yılın ilk aylarında, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan ek baskı gelmezse enflasyonun 2025'in ilk yarısında %35 seviyelerinde, yıl sonunda ise %25-27 bandında dengeleneceğini düşünüyoruz. Faiz indirimlerinin ihtiyatlı devam edeceği ve %30-32 seviyesinde bir politika faizi ile 2025 yılını kapatacağımız varsayımı altında, pozitif reel faiz devam edecektir.

Fiyat istikrarı hedefine giden yolda, finansal piyasalardaki gelişmelerin yakından takip edileceğini düşünüyoruz. Özellikle kredi/mevduat piyasasındaki gelişmelerin fiyat istikrarını gözetecek şekilde ayarlanacağını tahmin ediyoruz. Ekonomik aktivitede ve üretim göstergelerindeki dengelenmenin sektörel krediler özelinde ve fiyatlama davranışını bozmadan, büyümeyi destekleyici şekilde ayarlanacağını öngörüyoruz.

Kurdaki sakin seyir ve Türk Lirası mevduatın cazibesi, 2025 yılı boyunca devam edecektir. KKM'nin 2025 yılında sonlandırılması para ve kur politikasının hedefleri arasında yer almaktadır. Bu kapsamda ortaya çıkacak likidite fazlasının uygun araçlarla sterilize edileceği ve piyasa faizlerinde ya da kurda oynaklığa izin verilmeyeceği bir yıl geçireceğiz. Faiz indirimleri ve gerileyen enflasyonla hem kısa hem de uzun vadeli tahvil getirilerinde belirgin bir düşüş bekliyoruz. Bu kapsamda sabit getirili menkul kıymet yatırımcıları açısından cazip bir yıl bizi bekliyor.

Ödemeler dengesi 2024 yılında belirgin iyileşme kaydetmiştir. 2024 yılını 13-14 milyar USD civarında cari açıkla kapatacağımızı, 2025 yılında ise 25 milyar USD cari açığa ulaşacağımızı tahmin ediyoruz. Cari açığın finansman kalitesinde kısa vadeli yatırımların ve portföy yatırımlarının payı oldukça yüksek ve kırılganlık yaratmaya devam ediyor. Gerileyen faizlerin kısa vadeli yatırımı sınırlayacağını ve güçlenen ekonomik aktivite ile doğrudan yabancı yatırım payında sınırlı da olsa bir iyileşme göreceğimizi tahmin ediyoruz.

Sanayi üretimi ve hasıla büyümesinden feragat edilen bir 2024'ü geride bıraktık. 2025'te faiz indirimleriyle birlikte sanayi üretiminde toparlanma ve büyümede yataya yakın bir seyir bekliyoruz. Özellikle iç talepte zayıf seyir ve ekonomik aktivitede dengelenme ön planda olacaktır.

## Riskler

- Enflasyondaki katılığın öngörülenden uzun sürmesi ve sıkı para politikasının devamı,
- Bölgesel jeopolitik risklerin yayılma riski,
- Başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında sert yükselişler olması,
- Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi para politikası kontrol alanı dışından enflasyona yönelik şoklar oluşması,
- Benzer ülkelerdeki faiz oranlarının beklenenden yüksek seyretmesiyle Türk Lirası'nın görece cazibesini yitirmesi,

# Toparlanma yılı olacak.....

2025 yılı finansal piyasalar için riskler ve fırsatları beraberinde getiriyor. Özellikle uzun süredir yüksek olan risksiz getirilerin gerisinde kalan riskli varlık yatırımlarının, üretim öncülüğünde canlanan ekonomik aktivite ile şirket performanslarıyla cazibesinin artmasını bekliyoruz.

Enflasyon hizmetler sektörü öncülüğündeki katılığını sürdürse de dezenflasyon kademeli şekilde devam edecektir.

Merkez bankası sıkı duruşu korumakla birlikte, gerileyen faiz oranları nakit tutma eğilimini törpüleyecek ve risk iştahını tetikleyecektir. Özellikle faiz hassasiyeti yüksek sektör ve şirketlerin pozitif ayrışacağı bir yıl bekliyoruz.

Reel olarak değerli TL görünümü bir süre daha devam edecektir. Bu kapsamda kurda yukarı yönlü sert atakların uygun para politikası araçlarıyla stabilize edileceği bir 2025 yılı geçireceğimizi öngörüyoruz.

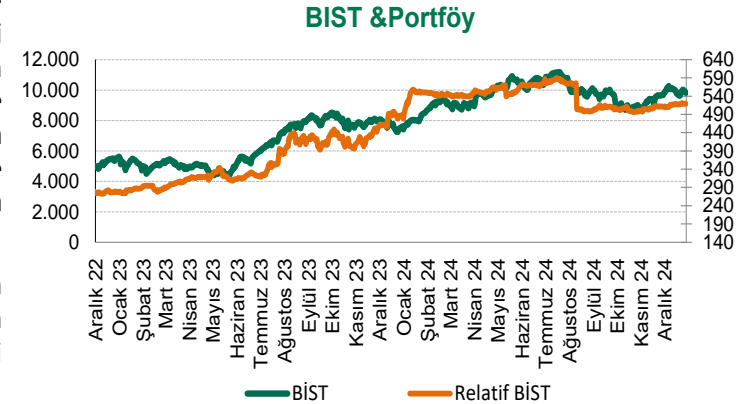
Yılın ilk çeyreğinde piyasalar, hem yerel hem de küresel enflasyon gelişmelerine odaklanacaktır. Merkez bankaları ise enflasyon gelişmelerine bağlı olarak kademeli faiz indirimlerine devam edecektir. Özellikle yılın ikinci yarısında, gerileyen faiz oranlarıyla birlikte riskli varlıklarda belirgin getiri potansiyeli ortaya çıkacaktır.

Hem yerli hem de yabancı yatırımcılar açısından 2025 yılı tahvil ve hisse senedi rallisi ihtimalini barındırıyor. Enflasyon beklentileri tahminlere paralel iyileşirse, sabit getirili menkul kıymetler faiz oranlarındaki gerilemeyle yeni bir döngüye girecektir. Riskli varlıkları tercih eden yatırımcılar da para politikasındaki dönüşümden payını alacak, özellikle kaldırıcı yüksek sektör/şirketler nefes alacaktır. Bu dönemde nakit yatırım paylarının portföy dağılımında sınırlı tutulması, portföy ağırlığının hisse senedi ve sabit getirili menkul kıymetlere evrilmesi hem yerel hem küreselde öncelik kazanıyor.

Global merkez bankalarının faiz indirim süreçleri finansal piyasaların yakından takip edeceği ana tema olacaktır. 2025 yılında ayrıca ABD'nin seçilmiş başkanı Donald Trump'ın 20 Ocak'ta göreve başlaması ile izleyeceği politikalar da yakından takip edilecek diğer konuların başında gelmektedir. ABD yönetiminin değişmesinin jeopolitik risklere yansımalarının nasıl olacağı da piyasaların yakından takip edeceği bir diğer konu olacaktır.

| Veriler         | Kapanış* | YBG    | YS24    | YS23    | YoY    |
|-----------------|----------|--------|---------|---------|--------|
| BIST - 100, TL  | 10.075   | 2,5%   | 9.831   | 7.470   | 31,6%  |
| BIST - 100, USD | 286      | 2,5%   | 279     | 254     | 9,8%   |
| MSCI Turkey     | 308.813  | 3,3%   | 298.957 | 261.952 | 14,1%  |
| MSCI EMEA       | 206      | 0,8%   | 204     | 202     | 1,1%   |
| MSCI EM         | 1.073    | -0,2%  | 1.075   | 1.024   | 5,1%   |
| Gösterge Tahvil | 39,97%   | -59bps | 40,56%  | 39,68%  | +88bps |
| USD/TL          | 35,2710  | -0,03% | 35,2803 | 29,4382 | 19,8%  |
| EUR/TL          | 36,2762  | -1,25% | 36,7362 | 32,5739 | 12,8%  |
| BIST - 100      | 7,6      |        |         |         |        |
| Sanayi          | 10,6     |        |         |         |        |
| Demir&Çelik     | 11,9     |        |         |         |        |
| GYO             | 3,9      |        |         |         |        |
| Telekom         | 5,5      |        |         |         |        |
| 2025T F/K       | 6,3      |        |         |         |        |

\*Kapanış 03 Ocak 2025



# Yabancı fon girişi artacak...

2025 yılında BIST'i etkileyecek dinamiklerin başında; enflasyon ve buna bağlı olarak faiz oranlarının gelişimi ile ana ihracat pazarımız olan Avrupa ekonomisindeki gelişmeler gelmektedir. Bunun yanında bankalar ve bazı finansal kurumlar dışında uygulanmaya devam eden enflasyon muhasebesi ve yakın coğrafyada devam eden jeopolitik riskler yakından takip edilmeye devam edilecektir.

Rasyonel politikalara geçiş sonrası, geçtiğimiz yıl üç derecelendirme kuruluşu da Türkiye'nin kredi notunda ikişer kademelik not artışına gitti. Uygulanan politikalardan sapılmaması durumunda yeni not artışlarının gelebileceğini ve 700 seviyelerinden gerileyek 250 yakınlarında dengelenen CDS'lerimizdeki düşüşün devam edeceğini düşünüyoruz.

Bu gelişmelerin paralelinde geçen sene bir miktar sıcak para girişi şeklinde gerçekleşen yabancı sermaye akımlarının bu sene daha çok orta ve uzun vadeli olarak artarak devam etmesini bekliyoruz.

Bu beklentilerin ışığında, 2025 yılında enflasyon muhasebesinden muaf tutulan bankacılık sektörünün faiz indirimlerinden etkilenecek pozitif ayrışmasını bu yıl da sürdürmesini bekliyoruz. Bankacılık sektörünün yanında faiz düşüşünden öncelikli etkilenecek sigorta, GYO, inşaat, çimento sektörlerinin öne çıkmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında ise faiz indirimleri ile sanayi şirketlerinin finansman giderlerinde düşüş ve iç talepteki canlanma ile birlikte gıda-perakende, demir-çelik, metal ana sanayi (otomotiv, beyaz eşya), savunma, havacılık, perakende, telekom, enerji sektör şirketlerinin öne çıkmasını bekliyoruz.

Makro revizyonlarımız paralelinde; indirgenmiş nakit akımları analizinde kullandığımız ortalama risksiz faiz oranımızı %20,0'den, %18,0'e indirirken, piyasa risk primini ise %5,50'de sabit bırakıyoruz. Bu değişiklikler sonrası BIST-100 endeksi için 12 aylık hedef değerimizi 15,000 olarak belirliyoruz. Endeks hedefimizin %49 getiri potansiyeli taşınması nedeniyle önerimizi AL olarak koruyoruz.

Orta ve uzun vadeli portföyümüzde yer alan AKBNK, ISCTR, MGROS, SAHOL, TCELL, THYAO'yu tutmaya devam ederken TAVHL, SISE ve BIMAS'ı çıkartıyor ve yerine ASELS, CIMSA, FROTO ve YKBNK'yi ekliyoruz.

## Model Portföy

| Portföy  | Kapanış | Hedef    | Get. Pot. |
|----------|---------|----------|-----------|
| AKBNK.TI | 66,20   | 96,62    | 46,0%     |
| ASELS.TI | 74,85   | 102,00   | 36,3%     |
| CIMSA.TI | 47,26   | 67,20    | 42,2%     |
| FROTO.TI | 951,50  | 1.491,00 | 56,7%     |
| ISCTR.TI | 14,08   | 21,47    | 52,5%     |
| MGROS.TI | 529,50  | 794,50   | 50,0%     |
| SAHOL.TI | 102,10  | 164,00   | 60,6%     |
| TCELL.TI | 98,50   | 148,48   | 50,7%     |
| THYAO.TI | 298,00  | 495,50   | 66,3%     |
| YKBNK.TI | 32,18   | 49,47    | 53,7%     |

\*Kapanış 03 Ocak 2025

### Eklenen

ASELS  
CIMSA  
FROTO  
YKBNK

Çıkan  
BIMAS  
TAVHL  
SISE

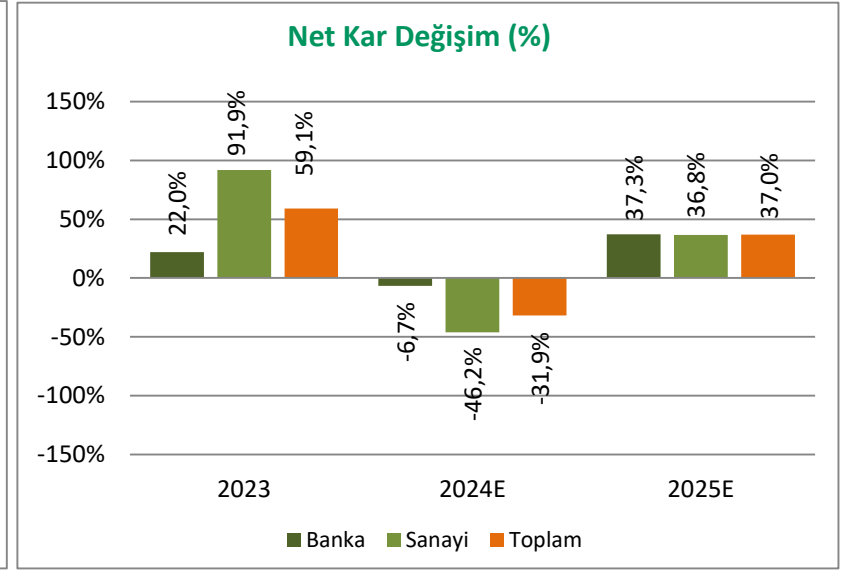
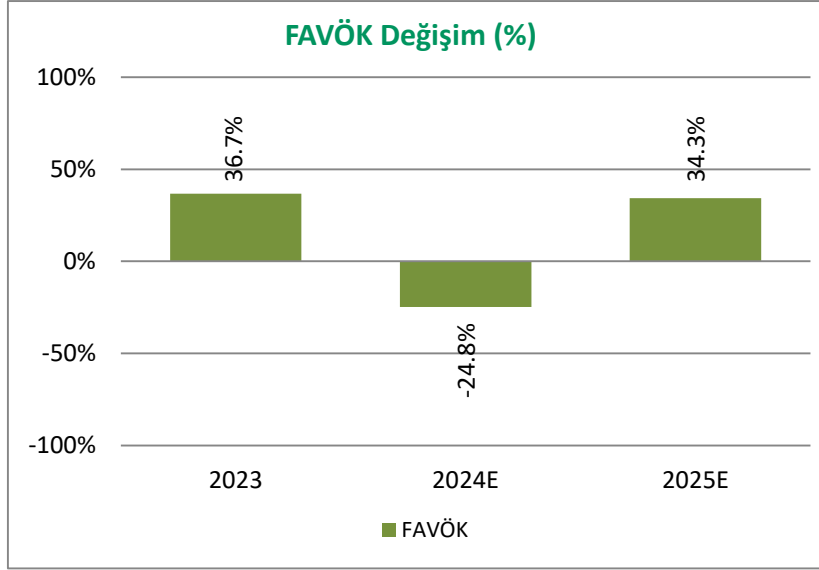
### Değişmeyen

AKBNK  
ISCTR  
MGROS  
SAHOL  
TCELL  
THYAO

### Favori Sektörler

Bankacılık  
Sigorta  
GYO  
İnşaat-Çimento  
Gıda-İçecek  
Demir-Çelik  
Metal Ana Sanayi  
Savunma  
Havacılık  
Perakende  
Telekom  
Enerji

# Seçici olmak gerekli...



2024 yılında takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %46,2, FAVÖK'ünün ise %24,8 daralmasını beklerken bankaların net karının ise %6,7 oranında daralmasını bekliyoruz.

2025 yılında ise toparlanmanın artmasını, takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %36,8, FAVÖK'ünün ise %34,3 artmasını beklerken bankaların net karının ise %37,3 oranında artmasını bekliyoruz.

BIST 100 benzerlerine göre cazip çarpanlar ile işlem görmektedir. MSCI Türkiye endeksi 2025T 6.10x ve 0.92x F/K ve PD/DD oranları ile MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksine göre sırasıyla 48% ve 39% iskontolu işlem görmektedir.

## Tavsiye Listesi

| Şeker Yatırım   |         |              |                           |                    |          |                |                        |        |       |
|-----------------|---------|--------------|---------------------------|--------------------|----------|----------------|------------------------|--------|-------|
| Tavsiye Listesi |         |              |                           |                    |          |                |                        |        |       |
| 6 Ocak 2025     |         |              |                           |                    |          |                |                        |        |       |
| BANKA           | Tavsiye | Kapanış (TL) | Önceki Hedef Kapanış (TL) | Hedef Kapanış (TL) | PD mn TL | Hedef PD mn TL | Kazandırma Potansiyeli | F/K    | PD/DD |
| AKBNK           | AL      | 66.20        | 70.14                     | 96.62              | 344,240  | 502,401        | 45.9%                  | 7.15   | 1.49  |
| GARAN           | AL      | 129.10       | 166.46                    | 178.86             | 542,220  | 751,224        | 38.5%                  | 5.61   | 1.79  |
| HALKB           | TUT     | 17.28        | 21.44                     | 22.88              | 124,153  | 164,417        | 32.4%                  | 9.35   | 0.90  |
| ISCTR           | AL      | 14.08        | 17.65                     | 21.47              | 352,000  | 536,761        | 52.5%                  | 6.41   | 1.21  |
| TSKB            | AL      | 12.79        | 18.18                     | 18.66              | 35,812   | 52,261         | 45.9%                  | 3.96   | 1.23  |
| VAKBN           | TUT     | 24.24        | 26.43                     | 32.65              | 240,362  | 323,787        | 34.7%                  | 6.45   | 1.19  |
| YKBNK           | AL      | 32.18        | 36.44                     | 49.47              | 271,826  | 417,850        | 53.7%                  | 6.52   | 1.42  |
| HOLDİNG         | Tavsiye | Kapanış TL   | Önceki Hedef Kapanış (TL) | Hedef Kapanış (TL) | PD mn TL | Hedef PD mn TL | Kazandırma Potansiyeli | F/K    | PD/DD |
| KCHOL           | AL      | 186.50       | 308.72                    | 299.18             | 472,945  | 758,698        | 60.4%                  | 10.91  | 0.93  |
| SAHOL           | AL      | 102.10       | 146.55                    | 164.00             | 214,448  | 344,463        | 60.6%                  | 30.27  | 0.78  |
| TAVHL           | AL      | 272.50       | 355.00                    | 392.20             | 98,994   | 142,479        | 43.9%                  | 11.27  | 1.63  |
| SANAYİ          | Tavsiye | Kapanış TL   | Önceki Hedef Kapanış (TL) | Hedef Kapanış (TL) | PD mn TL | Hedef PD mn TL | Kazandırma Potansiyeli | F/K    | PD/DD |
| AKCNS           | AL      | 177.60       | 210.60                    | 251.20             | 34,001   | 48,091         | 41.4%                  | 17.51  | 1.86  |
| AKSEN           | AL      | 40.84        | 55.00                     | 55.00              | 50,084   | 67,450         | 34.7%                  | 9.64   | 1.30  |
| ARCLK           | AL      | 145.00       | 267.50                    | 235.52             | 97,981   | 159,149        | 62.4%                  | 109.91 | 1.30  |
| ASELS           | AL      | 74.85        | 72.00                     | 102.00             | 341,316  | 465,120        | 36.3%                  | 37.31  | 2.75  |
| BIMAS           | AL      | 531.00       | 743.00                    | 766.10             | 322,423  | 465,176        | 44.3%                  | 14.97  | 3.20  |
| CCOLA           | AL      | 59.10        | 76.60                     | 78.30              | 165,366  | 219,079        | 32.5%                  | 8.19   | 3.09  |
| CIMSA           | AL      | 47.26        | 41.94                     | 67.20              | 44,689   | 63,544         | 42.2%                  | 9.70   | 1.80  |
| DOAS            | AL      | 196.20       | 347.00                    | 301.90             | 43,164   | 66,418         | 53.9%                  | 4.14   | 0.84  |
| EREGL           | AL      | 24.72        | 33.42                     | 35.77              | 173,040  | 250,408        | 44.7%                  | 9.26   | 0.77  |
| FROTO           | AL      | 951.50       | 1,320.00                  | 1,491.00           | 333,891  | 523,205        | 56.7%                  | 6.54   | 3.29  |
| KRDMD           | AL      | 28.36        | 39.15                     | 40.79              | 22,127   | 31,824         | 43.8%                  | 13.54  | 0.67  |
| MGROS           | AL      | 529.50       | 685.00                    | 794.50             | 95,868   | 143,847        | 50.0%                  | 15.07  | 1.77  |
| PETKM           | TUT     | 18.35        | 26.00                     | 25.42              | 46,506   | 64,419         | 38.5%                  | 2.39   | 0.75  |
| PGSUS           | AL      | 223.70       | 328.00                    | 361.20             | 111,850  | 180,600        | 61.5%                  | 4.82   | 1.48  |
| SELEC           | TUT     | 82.20        | 84.50                     | 92.00              | 51,046   | 57,132         | 11.9%                  | 38.33  | 2.45  |
| SISE            | AL      | 42.54        | 68.30                     | 60.70              | 130,309  | 185,941        | 42.7%                  | 7.05   | 0.73  |
| TCELL           | AL      | 98.50        | 145.20                    | 148.48             | 216,700  | 326,666        | 50.7%                  | 5.00   | 1.24  |
| THYAO           | AL      | 298.00       | 475.40                    | 495.50             | 411,240  | 683,795        | 66.3%                  | 2.26   | 0.66  |
| TOASO           | AL      | 209.40       | 341.90                    | 299.40             | 104,700  | 149,698        | 43.0%                  | 8.71   | 2.37  |
| TTKOM           | AL      | 45.58        | 69.05                     | 74.82              | 159,530  | 261,865        | 64.1%                  | 6.21   | 1.18  |
| TUPRS           | AL      | 150.00       | 238.46                    | 230.64             | 289,019  | 444,392        | 53.8%                  | 4.59   | 1.20  |
| VESBE           | AL      | 16.99        | 30.55                     | 26.64              | 27,184   | 42,619         | 56.8%                  | 17.09  | 0.95  |
| ZOREN           | TUT     | 4.49         | 4.80                      | 5.40               | 22,450   | 27,000         | 20.3%                  | 1.56   | 0.38  |

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçla operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

# Temettü Verimi...

| BIST Kodu | Piyasa Değeri (Mn TL) | 2024T Net Kar (MN TL) | Brüt Temettü Oranı | Brüt Temettü (Mn TL) | Temettü Verimi |
|-----------|-----------------------|-----------------------|--------------------|----------------------|----------------|
| DOAS      | 43.164                | 7.148                 | 45%                | 3.217                | 7,5%           |
| EREGL     | 173.040               | 17.682                | 69%                | 12.254               | 7,1%           |
| TUPRS     | 289.019               | 20.205                | 80%                | 16.164               | 5,6%           |
| FROTO     | 333.891               | 38.884                | 40%                | 15.554               | 4,7%           |
| GARAN     | 542.220               | 106.711               | 15%                | 16.007               | 3,0%           |
| TCELL     | 216.700               | 23.451                | 25%                | 5.863                | 2,7%           |
| TOASO     | 104.700               | 6.897                 | 40%                | 2.759                | 2,6%           |
| YKBNK     | 271.826               | 41.435                | 15%                | 6.215                | 2,3%           |
| AKBNK     | 344.240               | 48.250                | 15%                | 7.238                | 2,1%           |
| BIMAS     | 322.423               | 21.421                | 30%                | 6.426                | 2,0%           |
| ISCTR     | 352.000               | 44.976                | 15%                | 6.746                | 1,9%           |
| CIMSA     | 44.689                | 4.030                 | 20%                | 818                  | 1,8%           |
| AKCNS     | 34.001                | 1.935                 | 32%                | 619                  | 1,8%           |
| AKSEN     | 50.084                | 4.300                 | 20%                | 860                  | 1,7%           |
| THYAO     | 411.240               | 114.274               | 5%                 | 5.714                | 1,4%           |
| VESBE     | 27.184                | 1.080                 | 25%                | 270                  | 1,0%           |
| CCOLA     | 165.366               | 14.314                | 10%                | 1.431                | 0,9%           |
| SELEC     | 51.046                | 880                   | 50%                | 440                  | 0,9%           |
| SISE      | 130.309               | 11.500                | 9%                 | 1.035                | 0,8%           |
| MGROS     | 95.868                | 6.864                 | 10%                | 686                  | 0,7%           |
| ASELS     | 341.316               | 11.728                | 15%                | 1.759                | 0,5%           |



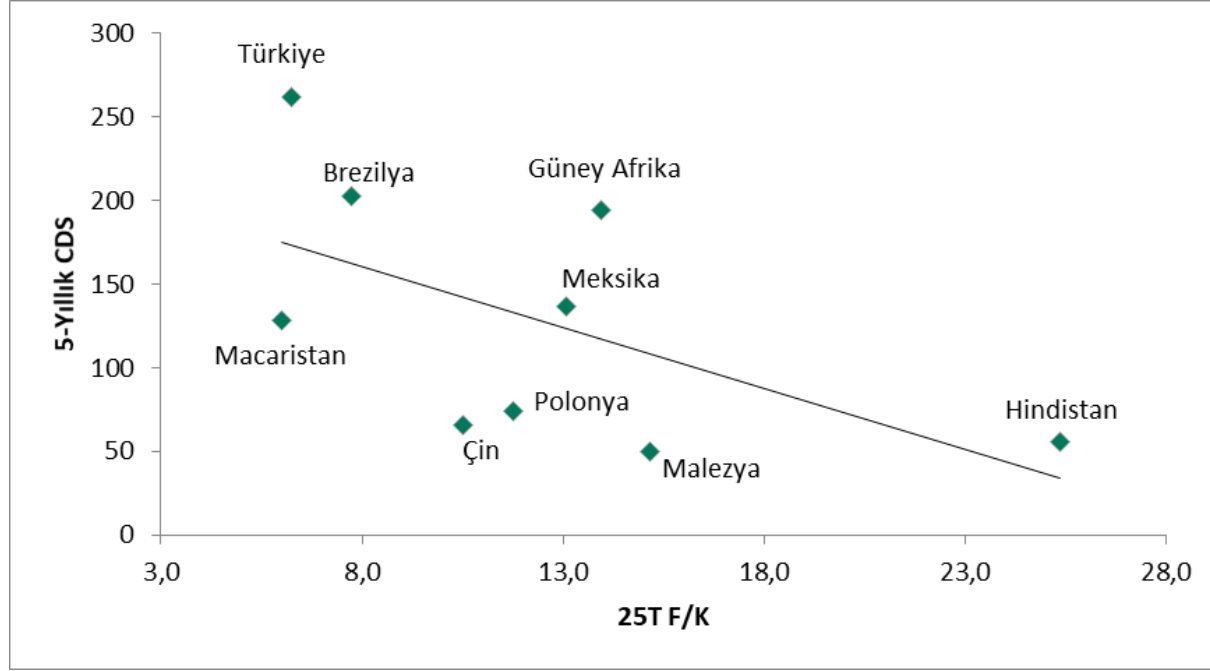
## Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %20,2 yükseliş göstererek MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %11,0, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %13,1 üzerinde performans göstermiştir.

| Değişim                      | 1Ay   | 3Ay    | 12Ay   | YBD   |
|------------------------------|-------|--------|--------|-------|
| <b>MSCI Türkiye</b>          | 0,8%  | 8,5%   | 20,2%  | 3,3%  |
| <b>MSCI Gelişen Pazarlar</b> | -2,2% | -8,5%  | 7,0%   | -0,3% |
| <b>MSCI EMEA</b>             | 0,5%  | -0,8%  | 4,4%   | 0,7%  |
| <b>MSCI Doğu Avrupa</b>      | -0,9% | -3,9%  | -2,5%  | 1,1%  |
| <b>MSCI Dünya</b>            | -2,4% | 1,7%   | 20,0%  | 0,8%  |
| Relatif MSCI Türkiye         | 1Ay   | 3Ay    | 12Ay   | YBD   |
| <b>MSCI Gelişen Pazarlar</b> | -3,0% | -15,7% | -11,0% | -3,5% |
| <b>MSCI EMEA</b>             | -0,3% | -8,6%  | -13,1% | -2,6% |
| <b>MSCI Doğu Avrupa</b>      | -1,7% | -11,4% | -18,8% | -2,1% |
| <b>MSCI Dünya</b>            | -3,2% | -6,3%  | -0,2%  | -2,4% |

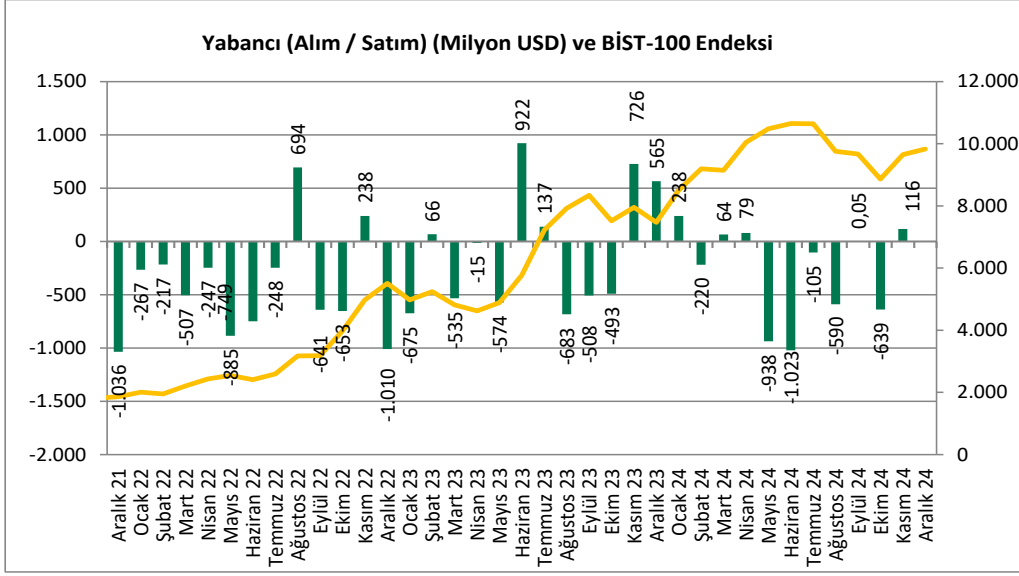
03 Ocak 2025 itibariyle

## Benzer Ülkelerin 5 Yıllık CDS'leri ve 2025T F/K Oranları...

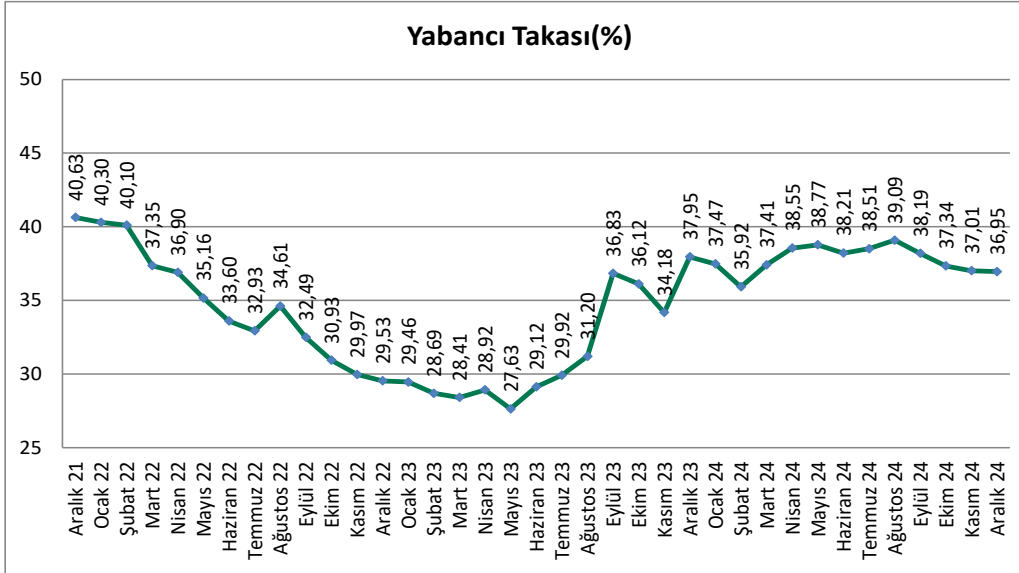


03 Ocak 2025 itibariyle

# Yabancı payı...



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 11A24 döneminde toplamda 3,02 milyar dolar net satış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2024 yıl sonunda %36,95 seviyesine (2023:%37,95) geriledi.

# Önemli Tarihler...

| 2025 YILI MERKEZ BANKALARININ TOPLANTI TARİHLERİ / ÖNEMLİ TARİHLER |         |                             |                                |     |        |           |         |                      |     |       |                               |
|--|---------|-----------------------------|--------------------------------|-----|--------|-----------|---------|----------------------|-----|-------|-------------------------------|
| ÜLKE   | TÜRKİYE | TCMB<br>Enflasyon<br>Raporu | Finansal<br>istikrar<br>Raporu | ABD | AVRUPA | İNGİLTERE | JAPONYA | Kredi Notu Tarihleri |     |       | MSCI<br>Endeks<br>Değişikliği |
| MERKEZ BANKASI   | TCMB    |                             |                                | FED | ECB    | BOE       | BOJ     | MOODY'S              | S&P | FİTCH |                               |
| OCAK   | 23      |                             |                                | 29  | 30     |           | 24      | 24                   |     | 31    |                               |
| ŞUBAT  |         | 7                           |                                |     |        | 6         |         |                      |     |       |                               |
| MART   | 6       |                             |                                | 19* | 6      | 20        | 19      |                      |     |       | 3                             |
| NİSAN  | 17      |                             |                                |     | 17     |           |         |                      | 25  |       |                               |
| MAYIS  |         | 22                          | 30                             | 7   |        | 8         | 1       |                      |     |       |                               |
| HAZİRAN  | 19      |                             |                                | 18* | 5      | 19        | 17      |                      |     |       | 2                             |
| TEMMUZ   | 24      |                             |                                | 30  | 24     |           | 31      | 25                   |     | 25    |                               |
| AĞUSTOS  |         | 14                          |                                |     |        | 7         |         |                      |     |       |                               |
| EYLÜL  | 11      |                             |                                | 17* | 11     | 18        | 19      |                      |     |       | 1                             |
| EKİM   | 23      |                             |                                | 29  | 30     |           | 30      |                      | 17  |       |                               |
| KASIM  |         | 7                           | 28                             |     |        | 6         |         |                      |     |       | 25                            |
| ARALIK   | 11      |                             |                                | 10* | 18     | 18        | 19      |                      |     |       |                               |

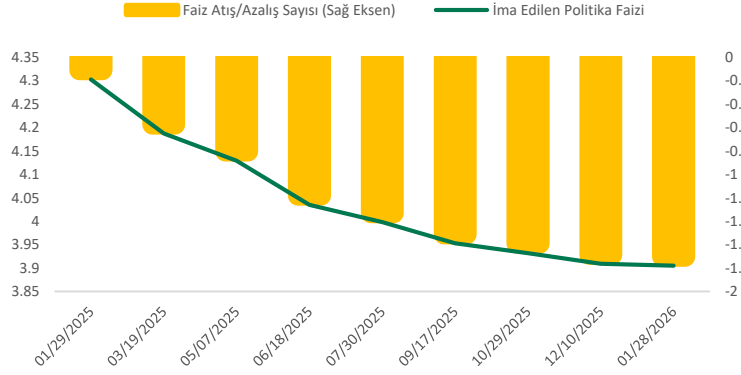
\* Fed Ekonomik Projeksiyonlar (tahminler) açıklanacak.

# Makro Ekonomi

Ocak 2025

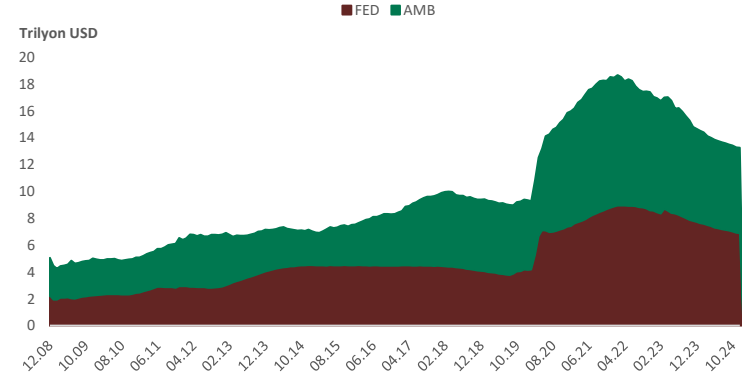
# Küresel Finansal Piyasalar

Faiz Artış/Azalışı ve İma Edilen Politika Faizi



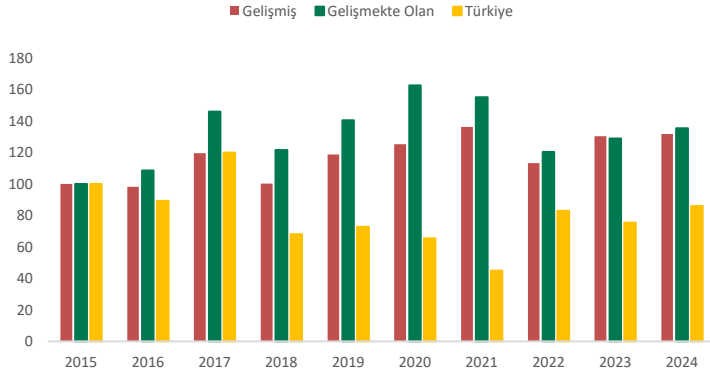
Aralık toplantısı sonrası şahin tonu güçlenen FED, sıkı duruşu bir süre daha devam ettirecek gibi görünüyor. Yıl sonuna kadar iki indirim beklenen faiz patikasında, ima edilen yıl sonu faizi %3.9 seviyelerinde.

Merkez Bankaları Bilançoları (Trilyon USD)



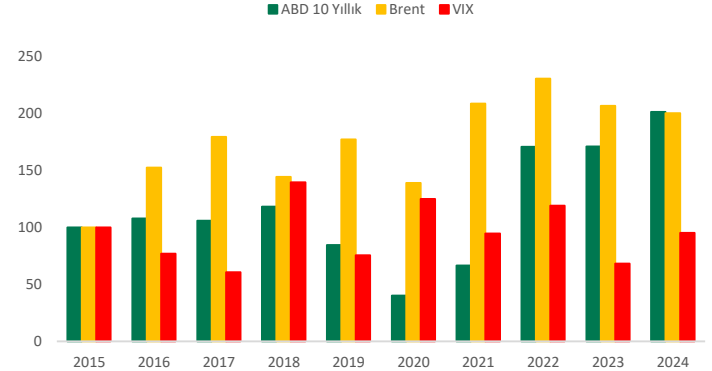
Avrupa Merkez Bankası (AMB) bilanço küçültmede daha keskin davranırken FED daha temkinli... Küresel piyasaların FED varlıklarına hassasiyeti dikkate alındığında 2025 boyunca daha ılımlı bir azalma göreceğimizi söyleyebiliriz.

MSCI Endeksleri (2015 =100)



MSCI endeksinde 2024 performansı değerlendirildiğinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde çok sınırlı bir artış gözlenmiştir. Aynı dönemde Türkiye USD bazlı performansta kurdaki sakin seyrin de etkisiyle pozitif ayrılmıştır. 2025'te bu eğilimin devamını bekliyoruz.

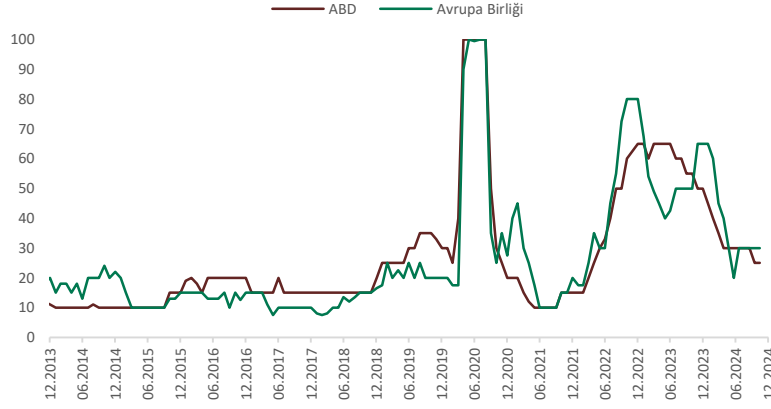
Piyasa Göstergeleri (2015 =100)



Bir önceki yıla göre 2024 boyunca petrol sınırlı düşüş gösterirken. Ağustos ayındaki gelişmeler, mevcut parasal duruş ve risk iştahına yönelik beklentilerle ABD 10 yıllık tahvil getirisi ve oynaklık (VIX) belirgin şekilde yükselmiştir. Küresel belirsizliklerle risk iştahındaki düşüşün 2025'te devam edeceğini tahmin ediyoruz.

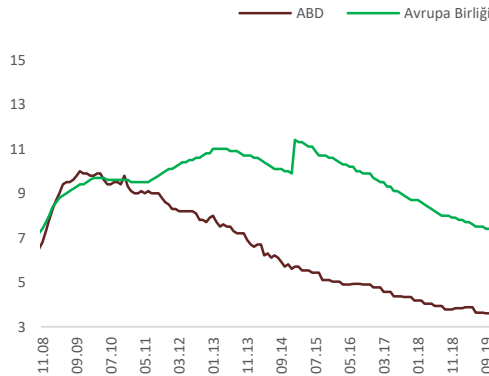
# Küresel Reel Piyasalar

## Resesyon Olasılığı (%)



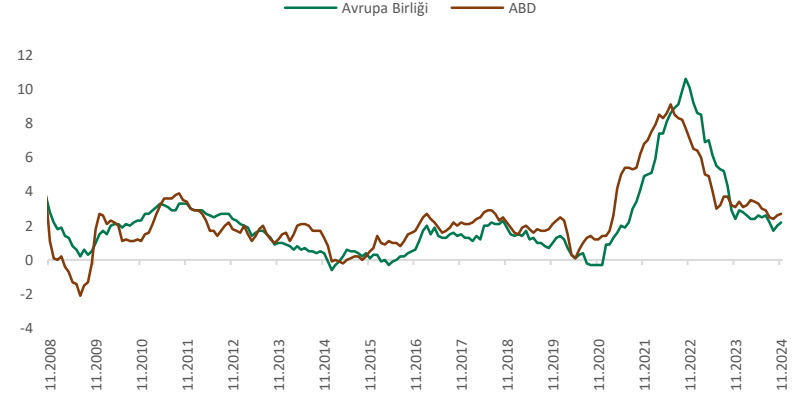
Haziran 2024 itibariyle başlayan faiz indirimlerinden sonra resesyon ihtimali ABD ve Avrupa'da Covid öncesi seviyelere yakınsamış durumda. 2025 boyunca kademeli devam edecek indirimlerle resesyon ihtimalinin zayıf seyrini sürdüreceğini düşünüyoruz.

## İşsizlik Oranları (%)



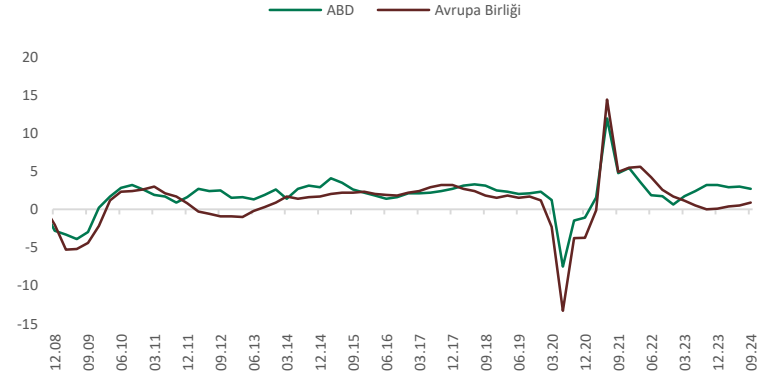
ABD'de tarihi düşük seviyelere gerileyen işsizlik oranları 2024 boyunca ekonomideki soğumayla yükselişe geçti, Avrupa'da ise kademeli düşüş devam ediyor. Faiz patikasını etkileyecek en önemli ikinci göstergenin 2025'te ABD'de artışa ve Avrupa'da azalışa devam ederek %5 seviyelerinde dengeleneceğini düşünüyoruz.

## Enflasyon Oranları (Yıllık, %)



Avrupa'da enflasyon hedef seviyelere ulaşmışken ABD'de güçlü istihdam verileri sayesinde FED hedefinin hafif üzerinde seyrediyor. 2025 her iki ekonomi için enflasyon odaklı bir faiz indirim sürecine tanık olacaktır.

## Büyüme (Yıllık, %)



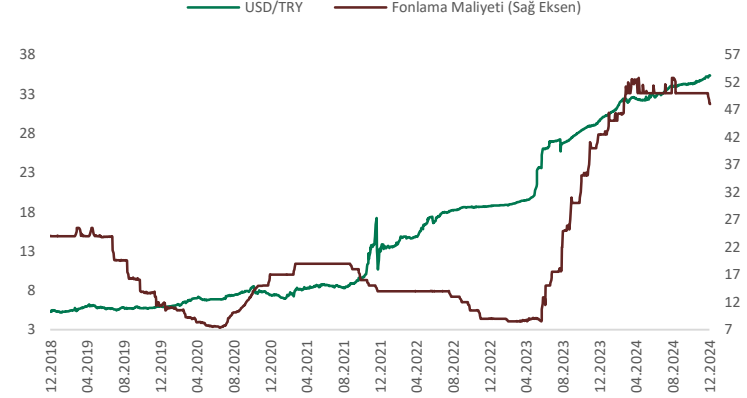
Sıkı para politikasına daha şahin bir tonda devam eden ABD büyümesi, 2025 boyunca kademeli olarak %2-2.5 bandında dengelenecektir. Avrupa genelindeki büyüme ise zaman alacak, 2026-2027 döneminde Covid öncesi seviyelere yakınsayacağını öngörüyoruz.

# Para Politikası ve Enflasyon Görünümü

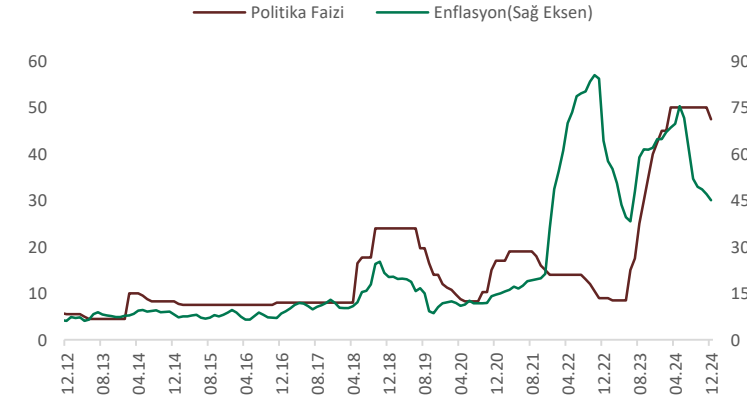
2025 yılı para ve kur politikası dezenflasyon sürecini kararlılıkla devam ettiren fiyat istikrarı hedefli bir yapıya sahip olacaktır. Finansal istikrardan taviz verilmeden kredi, mevduat ve döviz piyasasındaki oynaklıklar yakından takip edilecektir. Bu kapsamda 2023 ortalarında başlayan faiz artışı kademeli olarak devam etmiş ve bu döngü 2024 ilk çeyrekte tamamlanmış, piyasa yaklaşık dokuz ay %50 seviyesinden fonlanmıştır. Yüksek faiz ortamı ve sıkı para politikasının yarattığı ara kazanç fırsatları kayda değer ölçüde sermaye girişini sağlamış, USDTRY kurunda sakin bir seyir gözlenmiştir. Yüksek sermaye girişi TCMB tarafından rezerv birikimi ile sterilize edilmiş, kurda aşağı yönlü hareketlere de imkan verilmemiştir. Ekonomik maliyeti yüksek KKM uygulaması uygun araçlarla cazibesini yitirmiş ve 2025 boyunca kademeli olarak sonlandırılması planlanmıştır. Ortaya çıkan likidite fazlası ise uygun araçlarla sterilize edilmeye devam edecektir. Kurda 2025 boyunca reel değerlenmenin devam edeceğini ve politika faizinin %30-32 bandında dengeleneceğini tahmin ediyoruz.

2024 ortasında yeni bir zirve test eden enflasyon seviyesi düşüş trendine girmiş ve sıkı para politikasıyla %44.4 seviyelerinde yılı tamamlamıştır. Dezenflasyon sürecinin tesisiyle birlikte Aralık 2024 itibariyle TCMB faiz indirimleri başlamış ve 250 baz puanlık indirimle politika faizi %47.5 seviyesine çekilmiştir. Bununla birlikte politika faizi etrafında -/+300 baz puanlık koridor daraltılarak -/+150 baz puana düşürülmüştür. Yıl içerisindeki faiz indirimlerini dezenflasyonun hızına endeksleyen TCMB, uyguladığı son politikalarla piyasaya açık bir mesaj veriyor: faizleri indirsem de uzun bir süre sıkı duruşu koruyacağım, ta ki enflasyon sürdürülebilir seviyelere gerileyinceye kadar... Bu kapsamda, yıl boyunca sıkı duruşun korunacağını, yılın ilk yarısında enflasyon eğilimine göre 8-10 puanlık bir faiz indirimi yapılacağını tahmin ediyoruz. Yıl sonu enflasyonun %26.2 seviyesinde dengeleneceğini öngörüyoruz.

### Döviz Kuru ve Fonlama Maliyeti



### Enflasyon ve Politika Faizi



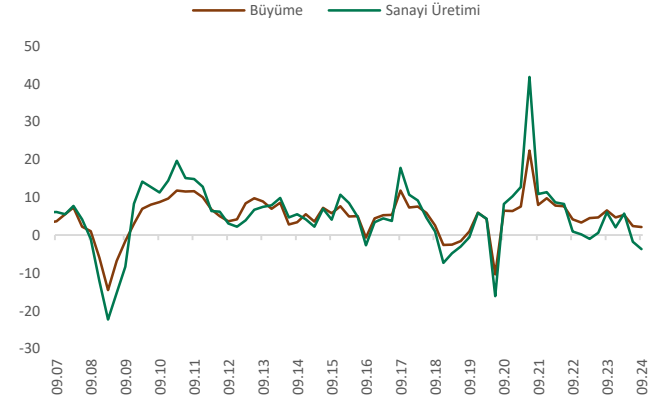


# Büyüme ve Cari Denge

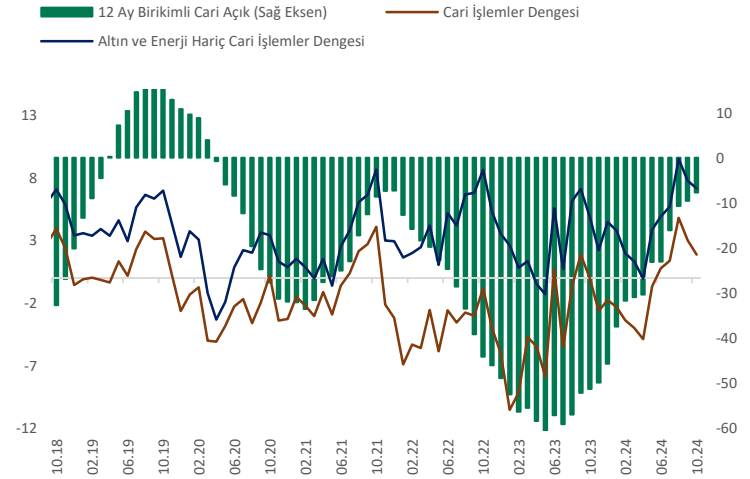
2024 yılı büyümeden ödün verilmeden fiyat istikrarına ulaşılan bir yıl olmaya adaydı. Yılın son büyüme rakamları netleşmeye de iç talep ve tüketimin belirgin olarak geri çekildiğini görüyoruz. Sıkı duruş sonrası yatırımlar sakin seyrini sürdürse de sınırlı gerileme devam ediyor. Maliye politikasında hükümet harcamalarından büyümeye gelen katkı zayıflasa da enflasyondan ötürü bütçedeki zayıf seyir devam ediyor. Bu dönem en pozitif katkı net ihracat rakamlarından geldi ve büyüme potansiyelin altına gerilese de ekonomik aktivite canlılığını sürdürüyor. Asıl negatif etki üretim göstergelerinde kendini gösteriyor. Sanayi üretimi ile büyüme arasındaki korelasyon bozulmuş, büyümeye asıl katkı hizmetler tarafından gelmeye başlamıştır. Sanayi üretimindeki daralma belirginleşmiş, sıkı para politikası asıl etkisini üretim göstergelerine yansıtmıştır. 2025 boyunca ve özellikle yılın ikinci yarısında, faiz indirimlerini takiben ekonomik aktivitedeki canlanmanın hızlanacağı ve üretimin normal seyrine döneceğini tahmin ediyoruz.

Ödemeler dengesi 2024 boyunca güçlü sermaye girişi ve gerileyen iç talebin etkisiyle 2021 seviyelerine geriledi. Bozulan dış ticaret dengesi toparlanmış, sermaye ve finans hesabındaki iyileşmeler belirginleşmiştir. Portföy yatırımları ve kısa vadeli girişler hala cari açığın temel finansman kaynağı olsa da, rezerv birikimi bu kırılganlığı azaltmıştır. Çekirdek cari dengedeki göstergeler pozitif seyrini sürdürmektedir. 2025 boyunca ödemeler dengesindeki performansın ithal talebi ve gerileyen faiz oranları nedeniyle sınırlı bir geri çekilme yaşayacağını tahmin ediyoruz. Küresel ticaret ortaklarımızdaki canlanma bu gerilemeyi dış talep etkisiyle telafi edebilir. Makro finansal kırılganlığın azaldığı ve kur baskısının sınırlı olduğu bir yıl bizi bekliyor.

## Büyüme ve Sanayi Üretimi



## Cari Denge (Milyar USD)



## 2025 Makro Tahminler

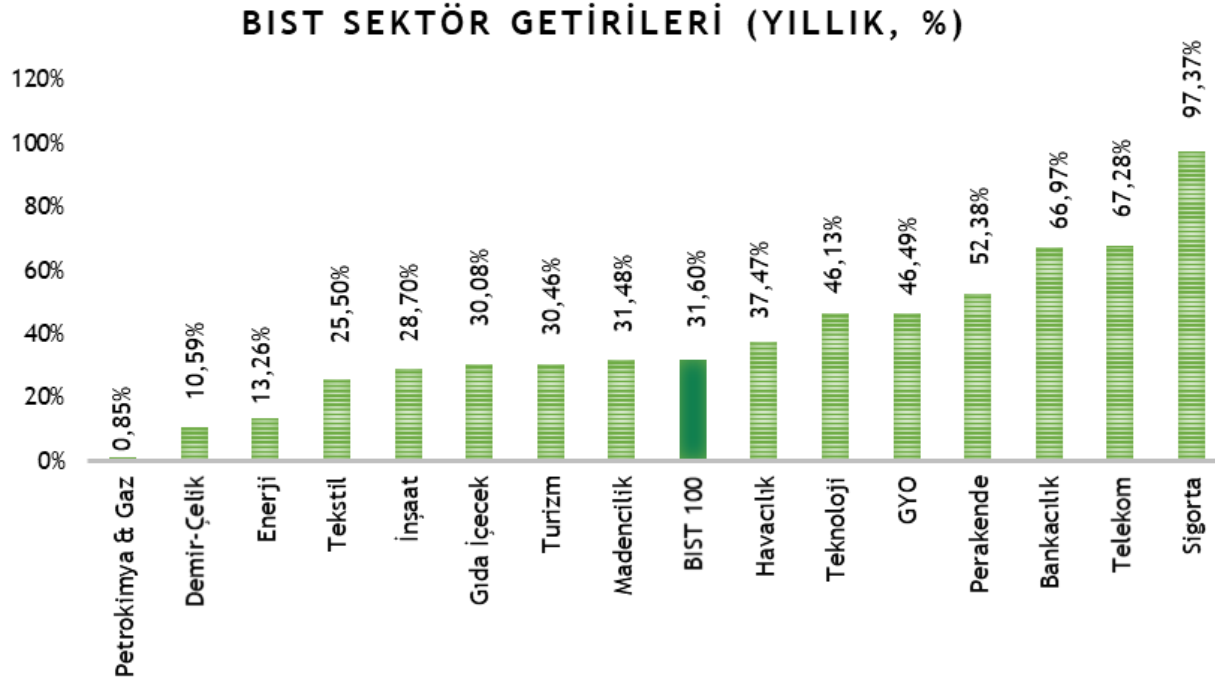
Bu varsayımlar ve temel çerçeve dahilinde, 2024 yılına ilişkin gerçekleşmeler ve 2025 makro tahminlerimizi aşağıdaki tabloda görebilirsiniz:

|                      |                  | <u>2024</u> | <u>2025</u> |
|----------------------|------------------|-------------|-------------|
| Dolar/TL             | Dönem Sonu       | 35.367      | 42.928      |
|                      | Dönem Ortalaması | 32.946      | 39.196      |
| Euro/TL              | Dönem Sonu       | 36.626      | 45.504      |
|                      | Dönem Ortalaması | 35.695      | 41.151      |
| Euro/Dolar           | Dönem Sonu       | 1.035       | 1.060       |
|                      | Dönem Ortalaması | 1.084       | 1.050       |
| TÜFE Enflasyon       | Dönem Sonu       | 44.4%       | 26.4%       |
|                      | Dönem Ortalaması | 60.5%       | 34.9%       |
| Çekirdek Enflasyon   | Dönem Sonu       | 43.9%       | 24.4%       |
|                      | Dönem Ortalaması | 58.5%       | 32.9%       |
| 10 Yıl Bono Faizi    | Dönem Sonu       | 27.5%       | 17.8%       |
| Politika Faizi       | Dönem Sonu       | 47.50%      | 32.00%      |
| GSYİH                | Dönem Sonu       | 3.5%        | 3.2%        |
| GSYİH (Milyar TL)    | Dönem Sonu       | 38,857      | 50,351      |
| GSYİH (Milyar Dolar) | Dönem Sonu       | 1,179       | 1,285       |
| İşsizlik Oranı       | Dönem Sonu       | 9.5%        | 9.0%        |
| Bütçe Dengesi        | GSYİH'ya Oranı   | -5.8%       | -3.5%       |
| Faiz Dışı Denge      | GSYİH'ya Oranı   | -0.4%       | -0.4%       |
| Cari Açık            | GSYİH'ya Oranı   | -1.1%       | -2.2%       |

# Sektörler ve Şirketler

Ocak 2025

## Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da 2024 yılsonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör yıllık %97,4 yükselişle sigorta sektörü olmuştur.

## Bankalar 2025 beklentiler

### Düşen faiz ortamında marjlarda kuvvetli toparlanma

- Bankalar 2023 yılında komisyon gelirlerindeki tarihi yüksek artış ile yüksek volatilitte ortamında rekor seviyelerde kambiyo ve alım-satım karlarının desteği ile yıllık bazda %43,8 seviyesinde kar artışı elde ettiler.
- 2024 yılında, tarihi yüksek seviyelerdeki swap fonlama maliyetleri karlılığı önemli ölçüde baskılayan ana unsur oldu. Net faiz marjı, makro ihtiyati tedbirler, büyümede yavaşlama ve yüksek fonlama maliyetlerinin etkisiyle belirgin biçimde zayıfladı. Aktif kalitesinde bozulma, beklenenden daha uzun süren sıkı parasal duruş ve yüksek seyreden faaliyet giderleri ile yıllık bazda kar artışı (Kasım ayında) %8,9 seviyesine geriledi. Olumlu tarafta, komisyon gelirlerindeki yıllık artış, ekonomideki yavaşlamaya rağmen, müşteri penetrasyonu yardımıyla %111 seviyesinde güçlü gerçekleşti ve faaliyet giderlerindeki sert %76 artışın negatif etkisini dengeleyerek karlılığı destekledi.
- 2025 yılında, düşen faiz ortamında, marjlarda kuvvetli toparlanmanın kârlılığı önemli ölçüde desteklemesini modelliyoruz. Swap maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz marjında 2Ç25'den itibaren belirgin iyileşme ve yıllık bazda kuvvetli 200 baz puan toparlanma bekliyoruz. 2024 yılında rekor yüksek seviyelere ulaşan swap fonlama maliyetlerinin 2025 yılında önemli ölçüde gerilemesini ve faaliyet giderlerindeki yüksek seyrin yarattığı baskıyı dengelemesini öngörüyoruz. **2025 ve 2026 için %37 ve %46 seviyesinde yıllık kar artışı modelliyoruz. Ortalama özkaynak karlılığının ise 2024 yılındaki %22,9 seviyesinden 2025 yıl sonunda %25,5 seviyesine ulaşmasını modelliyoruz.**
- 2025 yılında, düşen faiz ortamında bilançolarını iyi konumlandıran, kredi portföylerinin vadesini uzatabilen, TL likiditesi elverişli, tahsilat performansı güçlü bankaların sürdürülebilir karlılık ile öne çıkmasını modelliyoruz. KKM'den çıkış sürecinin önemli ölçüde tamamlanmış olması ana pozitifdir. TL fonlama maliyetlerinde beklenenden az gerileme ve aktif kalitesinde beklenenden kötü bozulma önemli risk unsurlarıdır.

#### 2025 ana temalar:

- TL kredilerde enflasyon seviyesine yakın büyüme, YP kredi büyümesinde yavaşlama, TL kredi büyümesinin altında TL mevduat büyümesi,
- Net faiz marjında belirgin toparlanma,
- Ücret ve komisyon gelirleri büyümesinde yavaşlama ancak enflasyon üzeri artış,
- Kredi riski maliyetinin 150-250 baz puan seviyelerinde gerçekleşmesi, aktif kalitesinde yönetilebilir bozulma,
- Faaliyet giderlerinde görece yüksek seyir ve ortalama enflasyon üzerinde artış.

## Bankalar değerlendirme açısından hala cazip

- X BANK son 12 ayda %78 artış göstererek %36 getiri sağlayan BIST100'den belirgin biçimde pozitif ayrılmıştır ve 2025T 6,3x F/K ve 1,0x F/DD çarpanlarıyla, %25,5 ortalama özkaynak getirisiyle işlem görmektedir.
- MSCI gelişmekte olan ülkeler bankaları 2025T için 8,7x F/K ve 1.06x F/DD çarpanlarıyla işlem görmektedirler. Türk bankalarının MSCI G.O.Ü bankalarına F/DD iskontosu, Kasım ayı başından beri önemli ölçüde daralarak, Mart 2024'deki %44 seviyesinden %6 seviyesine gerilemiştir.
- 2025T için 1,0x F/DD ile işlem gören Türk bankaları son 5 yılın ortalama 0,57x F/DD çarpanına göre primlidir. Ancak bankaların tarihi rekor yüksek 2,5x F/DD seviyesine göre hala çok cazip seviyelerde işlem gördüğünü ve yukarı yönlü yeniden değerlendirme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.
- Orta vadede ekonomi yönetiminin normalleşme adımlarındaki süreklilik, olası faiz indirimlerine ilişkin izlenecek seyir ve rating kuruluşları değerlendirmelerinin hisse performanslarında belirleyici olabileceğini öngörüyoruz. Banka endeksindeki olası geri çekilmelerin alım fırsatı olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- Risksiz getiri faiz oranında yaptığımız değişiklik (%20'den %18'ye revize edildi), makro beklentiler ve bilanço beklentilerimizdeki revizyonları takiben, hedef fiyatlarımızı ortalama %18 oranında yukarı yönlü revize ediyoruz. Takip ettiğimiz bankalar için yeni hedef fiyatlarımızın ortalama %42 artış potansiyeli bulunmaktadır.
- **Tavsiye değişiklikleri.** Akbank, Garanti BBVA, İş Bankası, Yapı Kredi Bankası ve TSKB için AL tavsiyemizi, HalkBank ve VakıfBank için ise TUT tavsiyemizi koruyoruz. Akbank ve İş Bankası yer alan model portföyümüze Yapı Kredi Bankasını ekliyoruz.

### Hedef fiyat ve tavsiye değişiklikleri

| Bankalar | Eski Hedef Fiyat | Yeni Hedef Fiyat | Fark       | Kapanış       | Getiri Potansiyeli | Eski Tavsiye | Yeni Tavsiye |
|----------|------------------|------------------|------------|---------------|--------------------|--------------|--------------|
| AKBNK    | 70.14            | 96.62            | 38%        | 66.20         | 46%                | AL           | AL           |
| GARAN    | 166.46           | 178.86           | 7%         | 129.10        | 39%                | AL           | AL           |
| HALKB    | 21.44            | 22.88            | 7%         | 17.28         | 32%                | TUT          | TUT          |
| ISCTR    | 17.65            | 21.47            | 22%        | 14.08         | 52%                | AL           | AL           |
| VAKBN    | 26.43            | 32.65            | 24%        | 24.24         | 35%                | TUT          | TUT          |
| YKBNK    | 36.44            | 49.47            | 36%        | 32.18         | 54%                | AL           | AL           |
| TSKB     | 18.18            | 18.66            | 3%         | 12.79         | 46%                | AL           | AL           |
|          | <b>356.74</b>    | <b>420.62</b>    | <b>18%</b> | <b>295.87</b> | <b>42%</b>         |              |              |

Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma. Kapanış fiyatları 3 Ocak 2025

## Model portföy değişikliği

### 2025 yılında düşen faiz ortamında:

- 1) Konut kredileri pazar payı kazanımları ile kredi portföylerinin vadesi görece uzun,
- 2) Müşteri penetrasyonu ile ücret ve komisyon gelirlerinde sürdürülebilirlik sağlayabilen,
- 3) TL mevduatların ağırlığı yüksek ve vadesiz mevduat tabanı güçlü,
- 4) Maliyet verimliliği sağlayabilen,
- 5) İyi çeşitlendirilmiş kredi portföyü ve ihtiyatlı teminat politikası olan, tahsilat performansı güçlü,
- 6) Olası kur şoklarına ve büyüme potansiyeline karşı güçlü sermaye temelleri olan bankaları tercih ediyoruz.

### Model portföy değişiklikleri

- **Yapı Kredi Bankası'nı** model portföyümüze ekliyoruz. Model portföyümüzde Akbank, İş Bankası ve Yapı Kredi Bankası yer almaktadır.
- **Akbank** organik büyüme stratejisini takiben, 2025 yılında müşteri karlılığında artışı sağlama hedefi ile öne çıkmaktadır ve düşen faiz ortamında çekirdek bankacılık gelirlerindeki güçlü seyri korumada avantajlı pozisyonadadır Sağlam sermaye yapısı, vade yapısını artırmaya odaklı stratejik TL kredi büyümesi ve yüksek getirili özel sektör tahvil ağırlığını göz önünde bulundurarak AL olan tavsiyemizi koruyoruz.
- **İş Bankası** 2024 yılında konut kredileri pazar payı kazanımında lider konumu, güçlü vadesiz mevduat tabanı, disiplinli maliyet yönetimi, bireysel kredilerde görece düşük risk konsantrasyonu ve elverişli TL likiditesi ile öne çıkmaktadır.
- **Yapı Kredi Bankası** için son 1 yılda vadesiz mevduat pazar payı kazanımındaki lider konumunu, yaygın mevduat müşteri tabanını, ihtiyatlı maliyet yönetimi politikasını, güçlü kredi karşılık oranlarını, 16,5 milyona ulaşan yaygın mevduat müşteri tabanı ve müşteri penetrasyonu göz önünde bulundurarak AL olan önerimizi koruyoruz.

## Akbank (AL, Hedef: 96,62 TL)

Getiri Potansiyeli: %46

## İyi konumlandırılmış bilanço, güçlü temeller

Banka organik büyüme stratejisini takiben, 2025 yılında müşteri karlılığında artışı sağlama hedefi ile öne çıkmaktadır ve düşen faiz ortamında çekirdek bankacılık gelirlerindeki güçlü seyri korumada avantajlı pozisyonundadır. Sağlam sermaye yapısı, vade yapısını artırmaya odaklı stratejik TL kredi büyümesi ve yüksek getirili özel sektör tahvil ağırlığını göz önünde bulundurarak AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Güçlü sermaye yapısı ve maliyet optimizasyonunda avantaj.** Banka %20,5 seviyesindeki güçlü SYR oranı ile rakibi mevduat bankaları arasında lider konumdadır. TL tarafta kredi-mevduat rasyosu %83,5 olup rakipleri özel bankalar arasında en düşük seviyededir ve maliyet optimizasyonunda avantaj sağlamaktadır.

**Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre %47 oranında artmasını bekliyoruz.** 70,14 TL olan hedef fiyatımızı 96,62 TL olarak revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımızın %46 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 4,8x F/K ve 1,10x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %8 primli) ve %25,3 ortalama özkaynak karlılığı ile işlem görmektedir.

**Konut kredilerinde güçlü pazar payı kazanımları ile düşen faiz ortamında elverişli konum.** Banka 2024 yılında konut kredilerindeki 370 baz puan pazar payı kazanımı ile İş Bankası'ndan sonra ikinci sırada yer almaktadır. TÜFE endekslili tahvillerin TL menkul kıymetlerdeki payı 2022 yılından beri 19 puan düşüşle stratejik olarak azaltılmıştır. Yüksek getirili özel sektör tahvillerinin TL menkul kıymetlerdeki %9'a ulaşan ağırlığı öne çıkmaktadır. Stratejik TL kredi büyümesi, YP kredilerde proaktif pazar payı kazanımı ile vade yapısının uzamasını ve marj gelişimini desteklenmesini öngörüyoruz.

**Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranında göz alıcı iyileşme.** Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı önemli ölçüde toparlanarak %84 seviyesine yükselmiştir ve sektör ortalaması olan %79 seviyesinin hafif üzerindedir.

**Aktif kalitesinde güçlü tahsilat performansı.** 2024 yılında rakiplerinin üzerindeki tahsilat performansına rağmen TGA rasyosu %2,7 olup rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir. Ancak ikinci grup kredilerin ağırlığı %6,2 olup özel bankalar arasındaki en düşük seviyededir.

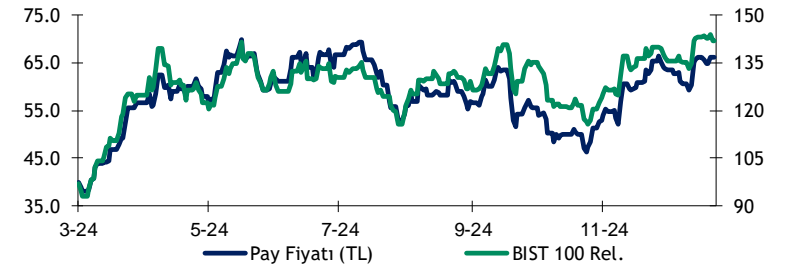
Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

|                        |         |                   |       |
|------------------------|---------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn)   | 344,240 | Beta (12A)        | 1.53  |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 9,765   | Ort. Günlük Hacim | 4,225 |
| Kapanış                | 66.20   | Yabancı Payı      | 49.3% |
| 12 Ay Yüksek           | 70.75   | Halka Açıklık (%) | 52.0% |
| 12 Ay Düşük            | 33.41   | Ağırlık           | 6.31% |

| (TL Mn)                      | 2023A  | 2024T  | 2025T   | 2026T   |
|------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Net faiz geliri              | 63,547 | 73,632 | 99,044  | 125,239 |
| % Fark, Yıllık               | -17.3% | 15.9%  | 34.5%   | 26.4%   |
| Net ücret ve komisyon geliri | 30,832 | 68,116 | 102,173 | 143,043 |
| % Fark, Yıllık               | 198.9% | 120.9% | 50.0%   | 40.0%   |
| Net kar                      | 66,479 | 48,250 | 71,008  | 97,987  |
| % Fark, Yıllık               | 10.8%  | -27.4% | 47.2%   | 38.0%   |

| Rasyolar                                | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|---|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı                               | 2.4%  | 2.9%  | 3.4%  | 3.6%  |
| Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç) | 0.7%  | 1.2%  | 2.0%  | 1.7%  |
| Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)    | 5.5%  | 3.0%  | 5.0%  | 4.1%  |
| Ortalama aktif getirisi                 | 4.6%  | 2.3%  | 2.5%  | 2.7%  |
| Ortalama özkaynak getirisi              | 36.4% | 21.0% | 25.3% | 27.5% |

| Değerleme Çarpanları | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K                  | 2.9   | 7.1   | 4.8   | 3.5   |
| F/DD                 | 0.90  | 1.39  | 1.10  | 0.86  |



| Getiri                       | 1A  | 3A   | 6A   | 1Y   |
|------------------------------|-----|------|------|------|
| TL Getiri (%):               | 4.4 | 28.4 | -0.1 | 95.5 |
| US\$ Getiri (%):             | 2.6 | 24.4 | -7.5 | 64.5 |
| BİST 100 Relatif Getiri (%): | 1.8 | 13.4 | 5.9  | 43.8 |

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma



## Garanti BBVA (AL, Hedef: 178,86 TL)

Getiri Potansiyeli: %39

## Sürdürülebilir ve müşteri odaklı büyüme ile verimlilik

Kredilerin bilanço içindeki ağırlığı ve getirisi görece yüksek olup bankanın 2024 yılında gerçekleştirdiği %16 kar artışı ile rakipleri özel bankalar arasında lider konumda olmasında önemli katkı sağlamıştır. Rakiplerini geride bırakan karlılığı, TL mevduatların yüksek ağırlığı, güçlü vadesiz mevduat tabanı ve müşteri odaklı sürdürülebilir büyüme stratejisini göz önünde bulundurarak AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Banka son bir yılda çekirdek bankacılık gelirlerinde elde ettiği %81 artış ile rakip özel bankalar arasında lider konumdadır.

**Bankanın net karının 2025 yılında 2023 yılına göre yüksek baz etkisi ile %21 oranında artmasını bekliyoruz.** 166,46 TL olan hedef fiyatımızı 178,86 TL olarak revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımızın %39 artış potansiyeli bulunmaktadır. “AL” tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 4,2x F/K ve 1,19x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %17 primli) ve %32,0 ortalama özkaynak getirisiyle işlem görmektedir.

**TL mevduatların görece yüksek ağırlığı düşen faiz ortamında avantaj.** TL mevduatların ağırlığı %67 oranında olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir ve düşen faiz ortamında marj gelişiminde avantaj sağlamaktadır. Vadesiz mevduatların ağırlığı %40,9 ile rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir ve mevduat fiyatlamasında avantajlı konumun korunmasına yardımcı olacaktır.

**Ücret ve komisyon gelirleri artışında lider konum.** Banka komisyon gelirlerindeki yıllık %168 artış ile sınıfının en iyisidir. Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %104 ile rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir ve yüksek verimlilik kriterlerine işaret etmektedir. Ancak 2025 yılında faaliyet giderlerinde devam edebilecek baskı sebebiyle bu oran normalleşerek %85-90 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

**Aktif kalitesi yönetiminde korunaklı yapı.** TGA rasyosu, perakende kredilerin yüksek ağırlığına rağmen %2,2 olup rakipleri arasındaki en ikinci düşük seviyededir. Toplam karşılık oranı ise %3,9 olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir. Toplam kredilerin %7,9'u taksitli ticari kredilerden oluşmakta olup rakipleri arasındaki en düşük seviyededir. Sektör ortalaması %12,9'a göre düşük yoğunlaşmaya işaret etmektedir ve bu segmentteki olası aktif kalitesi bozulmalarına karşı avantaj sağlamaktadır.

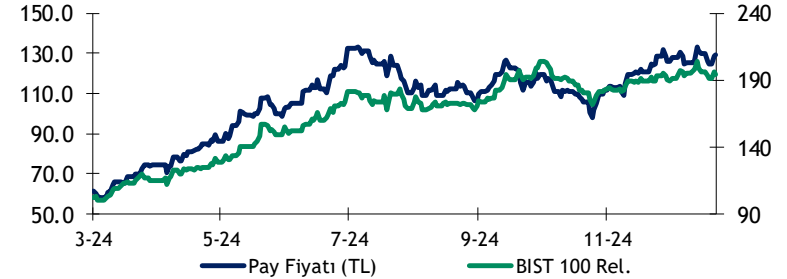
Beklentimizden olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

|                        |         |                   |       |
|------------------------|---------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn)   | 542,220 | Beta (12A)        | 1.18  |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 15,381  | Ort. Günlük Hacim | 2,420 |
| Kapanış                | 129.10  | Yabancı Payı      | 7.8%  |
| 12 Ay Yüksek           | 138.30  | Halka Açıklık (%) | 14.0% |
| 12 Ay Düşük            | 52.60   | Ağırlık           | 2.68% |

| (TL Mn)                      | 2023A  | 2024T   | 2025T   | 2026T   |
|------------------------------|--------|---------|---------|---------|
| Net faiz geliri              | 74,836 | 99,532  | 126,406 | 158,007 |
| % Fark, Yıllık               | -10.2% | 33.0%   | 27.0%   | 25.0%   |
| Net ücret ve komisyon geliri | 40,764 | 95,795  | 142,734 | 196,973 |
| % Fark, Yıllık               | 145.2% | 135.0%  | 49.0%   | 38.0%   |
| Net kar                      | 87,332 | 106,711 | 129,047 | 183,540 |
| % Fark, Yıllık               | 49.3%  | 22.2%   | 20.9%   | 42.2%   |

| Rasyolar                                | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|---|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı                               | 2.0%  | 2.5%  | 2.9%  | 3.1%  |
| Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç) | 0.7%  | 1.1%  | 2.1%  | 1.5%  |
| Net faiz marjı (Düzeltilmiş)            | 2.8%  | 1.7%  | 3.3%  | 3.3%  |
| Ortalama aktif getirisi                 | 5.7%  | 4.6%  | 4.2%  | 4.6%  |
| Ortalama özkaynak getirisi              | 43.9% | 35.8% | 32.0% | 34.5% |

| Değerleme Çarpanları | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K                  | 1.4   | 2.3   | 4.2   | 3.0   |
| F/DD                 | 0.52  | 0.70  | 1.19  | 0.89  |



| Getiri                       | 1A  | 3A   | 6A   | 1Y    |
|------------------------------|-----|------|------|-------|
| TL Getiri (%):               | 3.5 | 15.3 | 8.7  | 138.9 |
| US\$ Getiri (%):             | 1.7 | 11.7 | 0.6  | 101.1 |
| BIST 100 Relatif Getiri (%): | 1.0 | 1.8  | 15.2 | 75.8  |

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

# HalkBank (TUT, Hedef: 22,88 TL)

## Getiri Potansiyeli: %32

### TL mevduat odaklı fonlama yapısı

Banka son bir yıldaki TL kredilerdeki sert pazar payı kayıpları ve aktif kalitesindeki belirgin bozulma ile negatif ayrıışmaktadır. Zayıf sermaye yapısını, görece zayıf marj gelişimini ve taksitli ticari kredilerdeki yüksek risk konsantrasyonunu gözönünde bulundurarak TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Çekirdek sermaye yeterliliği oranı %9,5 olup en zayıf seviyededir ve büyüme potansiyeli üzerinde baskı yaratabilir. TL mevduat odaklı fonlama yapısına rağmen TL kredi-mevduat rasyosu %67,7 oranında oldukça elverişlidir.

**Net karın, yüksek baz etkisi sebebiyle, 2025 yılında 2024 yılına göre sektör ortalamasının altında %2 oranında artmasını bekliyoruz. 21,44 TL olan hedef fiyatımızı 22,88 TL olarak revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımızın %32 artış potansiyeli bulunmaktadır. "TUT" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 5,8x F/K ve 0,79x (Benzerlerine göre %18 iskontolu) F/DD çarpanlarıyla ve %14,0 ortalama özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.**

**Banka son bir yılda TL kredilerdeki oldukça sert 280 baz puan piyasa payı kaybı ile negatif ayrıışmaktadır.** Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %66 olup takip ettiğimiz bankalar arasındaki ikinci en zayıf seviyededir.

**Vadesiz mevduatların oranı %26,3 ve takip ettiğimiz bankalar arasındaki en düşük seviyededir.** Olumlu tarafta, TL kredi-mevduat rasyosu %67,7 oranında ve rakipleri arasındaki ikinci en düşük seviyededir ve marj gelişiminde avantaj sağlamaktadır.

**Taksitli ticari kredilerde yüksek risk konsantrasyonu.** TGA rasyosu, perakende kredilerin oldukça düşük ağırlıkta olmasına rağmen son bir yılda, sektör ortalamasının üzerinde, 49 baz puan artarak %2 seviyesine yükselmiştir. Üçüncü aşama krediler karşılık oranı %62,4 olup rakiplerinin gerisindedir. Sektörde görülen trendin aksine, taksitli ticari kredilerin kredi portföyündeki ağırlığı son bir yılda 40 baz puan azalarak %19,5'e gerilemiştir. Ancak hala takip ettiğimiz bankalar arasındaki ikinci en yüksek seviyededir ve aktif kalitesindeki olası bozulmalara karşı duyarlılığı artırmaktadır.

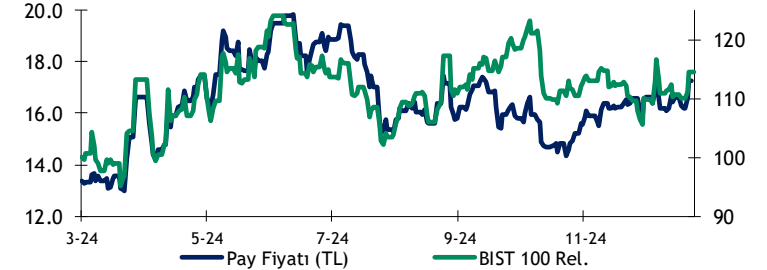
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

|                        |         |                   |       |
|------------------------|---------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn)   | 124,153 | Beta (12A)        | 1.10  |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 3,522   | Ort. Günlük Hacim | 950   |
| Kapanış                | 17.28   | Yabancı Payı      | 0.8%  |
| 12 Ay Yüksek           | 20.24   | Halka Açıklık (%) | 9.0%  |
| 12 Ay Düşük            | 11.53   | Ağırlık           | 0.39% |

| (TL Mn)                      | 2023A  | 2024T  | 2025T  | 2026T  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Net faiz geliri              | 41,384 | 41,798 | 58,099 | 72,624 |
| % Fark, Yıllık               | -39.4% | 1.0%   | 39.0%  | 25.0%  |
| Net ücret ve komisyon geliri | 18,947 | 36,000 | 46,800 | 59,904 |
| % Fark, Yıllık               | 123.9% | 90.0%  | 30.0%  | 28.0%  |
| Net kar                      | 10,112 | 20,913 | 21,387 | 33,249 |
| % Fark, Yıllık               | -33.8% | 106.8% | 2.3%   | 55.5%  |

| Rasyolar                                | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|---|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı                               | 1.5%  | 2.5%  | 2.9%  | 3.0%  |
| Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç) | -0.4% | -0.1% | 2.1%  | 1.2%  |
| Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)    | 1.4%  | 0.3%  | 2.4%  | 2.1%  |
| Ortalama aktif getirisi                 | 0.6%  | 0.9%  | 0.7%  | 0.9%  |
| Ortalama özkaynak getirisi              | 9.3%  | 15.1% | 14.0% | 19.8% |

| Değerleme Çarpanları | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K                  | 8.5   | 5.9   | 5.8   | 3.7   |
| F/DD                 | 0.67  | 0.84  | 0.79  | 0.70  |



| Getiri                       | 1A  | 3A   | 6A    | 1Y   |
|------------------------------|-----|------|-------|------|
| TL Getiri (%):               | 4.7 | 12.1 | -6.6  | 49.1 |
| US\$ Getiri (%):             | 2.9 | 8.6  | -13.5 | 25.5 |
| BİST 100 Relatif Getiri (%): | 2.1 | -1.0 | -1.0  | 9.7  |

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

## İş Bankası (AL, Hedef: 21,47 TL)

Getiri Potansiyeli: %52

## Rakiplerini geride bırakan maliyet yönetimi

2024 yılında konut kredileri pazar payı kazanımında lider konumu, güçlü vadesiz mevduat tabanı, disiplinli maliyet yönetimi, bireysel kredilerde görece düşük risk konsantrasyonu ve elverişli TL likiditesini gözönünde bulundurarak AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Konut kredilerinde güçlü pazar payı kazanımları ile düşen faiz ortamında elverişli konum.** Banka 2024 yılında konut kredilerindeki 380 baz puan pazar payı kazanımı ile lider konumdadır. Bu stratejinin bilançonun vade yapısını uzatmasını ve düşen faiz ortamında marjları desteklemesini öngörüyoruz.

**Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre rakiplerinin üzerinde %56 oranında artmasını bekliyoruz.** 17,65 TL olan hedef fiyatımızı 21,47 TL olarak revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımızın %52 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 5,0x F/K (Benzerlerine göre %6 iskontolu) ve 0,96x F/DD çarpanlarıyla ve %20,9 ortalama maddi özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

**Vadesiz mevduat tabanında güçlü konum, elverişli TL likiditesi.** Vadesiz mevduatların toplam mevduatlar içindeki ağırlığı %40,8 seviyesinde oldukça kuvvetlidir. Likidite tarafında TL kredi-mevduat rasyosu %86 oranında ve rakipleri arasındaki ikinci en düşük seviyededir.

**Taksitli ticari kredilerde ortalama vadenin uzaması olumludur.** Kredilerin %12,6'sı taksitli ticari kredilerden oluşmaktadır. Bu segmentin ortalama vadesi 2024 yılında 8 ay seviyesinden 1 yıl üzerine yükselmiştir. Konut kredilerindeki güçlü büyüme de düşen faiz ortamında avantaj sağlamaktadır.

**Ücret ve komisyon gelirlerinde güçlü artış.** Yıllık artış %155 oranında, rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir. Ancak ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %78 olup rakip ortalamasının altındadır.

**Rakiplerini geride bırakan maliyet yönetimi.** Faaliyet giderlerindeki yıllık artış %62 oranında olup özel bankalar arasındaki en düşük seviyededir.

**Bireysel kredilerde görece düşük risk konsantrasyonu.** TGA rasyosu %1,9 olup rakipleri arasındaki en düşük seviyedir. Bireysel krediler ve kredi kartlarının ağırlığı %29,1 olup rakipleri arasındaki en düşük seviyededir ve aktif kalitesindeki olası bozulmalara karşı korunak sağlamaktadır. Üçüncü aşama karşılık oranı %73 olup özel banka rakipleri arasındaki en yüksek seviyedir.

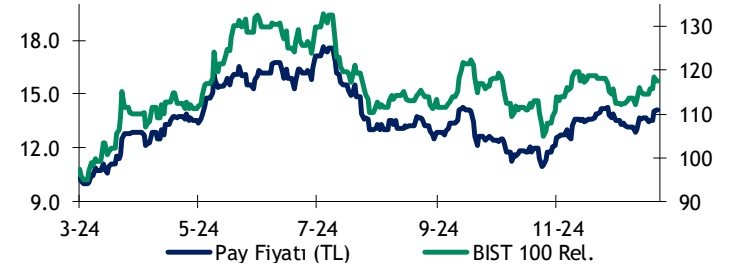
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

|                        |         |                   |       |
|------------------------|---------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn)   | 352,000 | Beta (12A)        | 1.31  |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 9,985   | Ort. Günlük Hacim | 5,178 |
| Kapanış                | 14.08   | Yabancı Payı      | 28.0% |
| 12 Ay Yüksek           | 17.77   | Halka Açıklık (%) | 31.0% |
| 12 Ay Düşük            | 8.65    | Ağırlık           | 3.85% |

| (TL Mn)                      | 2023A  | 2024T  | 2025T   | 2026T   |
|------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Net faiz geliri              | 67,073 | 41,638 | 72,867  | 96,913  |
| % Fark, Yıllık               | -10.8% | -37.9% | 75.0%   | 33.0%   |
| Net ücret ve komisyon geliri | 42,438 | 91,257 | 127,760 | 172,476 |
| % Fark, Yıllık               | 162.8% | 115.0% | 40.0%   | 35.0%   |
| Net kar                      | 72,265 | 44,976 | 70,039  | 101,046 |
| % Fark, Yıllık               | 17.4%  | -37.8% | 55.7%   | 44.3%   |

| Rasyolar                         | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı                        | 2.1%  | 2.3%  | 2.6%  | 2.9%  |
| Kredi riski maliyeti             | 1.0%  | 1.8%  | 2.4%  | 1.9%  |
| Net faiz marjı (Swap dahil)      | 3.7%  | -0.2% | 2.3%  | 1.8%  |
| Ortalama aktif getirisi          | 3.7%  | 1.5%  | 1.8%  | 2.0%  |
| Ortalama maddi özkaynak getirisi | 31.6% | 15.8% | 20.9% | 24.7% |

| Değerleme Çarpanları | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K                  | 3.2   | 7.8   | 5.0   | 3.5   |
| F/DD                 | 0.87  | 1.15  | 0.96  | 0.77  |



| Getiri                       | 1A   | 3A   | 6A    | 1Y   |
|------------------------------|------|------|-------|------|
| TL Getiri (%):               | 1.5  | 15.9 | -14.3 | 60.9 |
| US\$ Getiri (%):             | -0.2 | 12.3 | -20.6 | 35.4 |
| BİST 100 Relatif Getiri (%): | -1.0 | 2.3  | -9.1  | 18.4 |

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

## TSKB (AL, Hedef: 18,66 TL)

Getiri Potansiyeli: %46

## Ücret ve komisyon gelirlerinde normalleşme

Banka YP ağırlıklı bilanço yapısının da desteği ile, 2024 yılı 9 ayında gerçekleştirdiği %39,9 kar artışı ile takip ettiğimiz bankalar arasında ikinci en iyi performansa sahiptir ve %37,4 seviyesindeki özkaynak karlılığı ile lider konumdadır. Sağlam iştirak gelirleri orta vadede karlılığı destekleyicidir. Banka uzun vadeli ve YP ağırlıklı fonlama yapısına sahiptir ve mevduat bankalarındaki trendin aksine, düşen faiz ortamında marjlar sabit kalabilir. Olumlu tarafta, kredi portföyünde perakende krediler yer almamaktadır ve banka yasal düzenlemelere ve aktif kalitesindeki olası bozulmalara karşı daha korunaklıdır. 2025 yılında, yüksek baz etkisi ile, özkaynak karlılığının %30-35 seviyelerine gerilemesini ancak rakiplerinin üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

**Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre %12 oranında görece sınırlı artmasını bekliyoruz.** 18,18 TL olan hedef fiyatımızı 18,66 TL olarak revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımızın %46 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 3,2x F/K ve 0,90x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %12 iskontolu) ve %31,8 ortalama özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

**Ücret ve komisyon gelirlerinde normalleşme.** Ücret ve komisyon gelirleri, 2023 yılındaki rekor yüksek %186 artışı artışı takiben, 2024 yılında, kurumsal bankacılık/birleşme ve satın alma işlem hacimlerinde yavaşlama ile %43,6 artmıştır. Bu mevduat bankalarının oldukça gerisinde ve faaliyet giderlerindeki %83 artışın altındadır.

**2025 yılında marjlarda sabit seyir.** YP ağırlıklı ve uzun vadeli fonlama yapısı nedeniyle, mevduat bankalarındaki trendin aksine, düşen faiz ortamında marjlarda sabit seyir modelliyoruz. Krediler toplanan fonlardan daha hızlı yeniden fiyatlanmaktadır. Kredilerin bilançodaki ağırlığı da %76 seviyesinde oldukça yüksektir.

**Sınıfının en iyisi karşılık oranı.** Üçüncü aşama ve toplam karşılık oranları %83,9 ve %5,2 olup takip ettiğimiz bankalar arasındaki en yüksek seviyelerdedir.

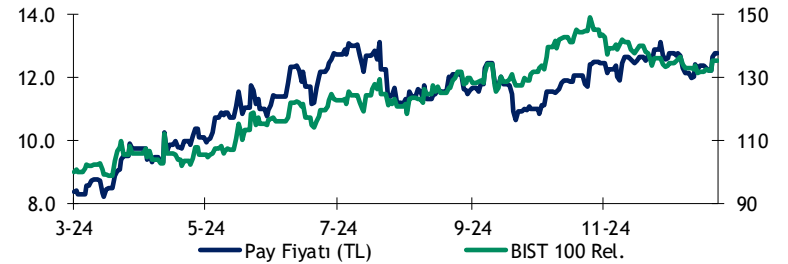
Beklenenden olumsuz aktif kalitesi bozulması hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

|                        |        |                   |       |
|------------------------|--------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn)   | 35,812 | Beta (12A)        | 1.09  |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 1,016  | Ort. Günlük Hacim | 267   |
| Kapanış                | 12.79  | Yabancı Payı      | 21.2% |
| 12 Ay Yüksek           | 13.22  | Halka Açıklık (%) | 39.0% |
| 12 Ay Düşük            | 6.75   | Ağırlık           | 0.49% |

| (TL Mn)                      | 2023A  | 2024T  | 2025T  | 2026T  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Net faiz geliri              | 10,234 | 15,352 | 16,273 | 19,527 |
| % Fark, Yıllık               | 52.0%  | 50.0%  | 6.0%   | 20.0%  |
| Net ücret ve komisyon geliri | 453    | 702    | 948    | 1,233  |
| % Fark, Yıllık               | 186.0% | 55.0%  | 35.0%  | 30.0%  |
| Net kar                      | 7,041  | 9,962  | 11,176 | 13,215 |
| % Fark, Yıllık               | 73.7%  | 41.5%  | 12.2%  | 18.2%  |

| Rasyolar                                      | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|---|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı                                     | 3.0%  | 2.5%  | 2.6%  | 2.4%  |
| Kredi riski maliyeti                          | 1.1%  | -0.4% | 1.7%  | 0.9%  |
| Net faiz marjı (Swap maliyetiyle düzeltilmiş) | 4.2%  | 4.1%  | 4.0%  | 3.7%  |
| Ortalama aktif getirisi                       | 4.8%  | 4.9%  | 4.1%  | 3.7%  |
| Ortalama özkaynak getirisi                    | 41.2% | 38.5% | 31.8% | 28.9% |

| Değerleme Çarpanları | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K                  | 2.6   | 3.6   | 3.2   | 2.7   |
| F/DD                 | 0.86  | 1.18  | 0.90  | 0.69  |



| Getiri                       | 1A   | 3A   | 6A   | 1Y   |
|------------------------------|------|------|------|------|
| TL Getiri (%):               | 0.7  | 20.1 | 9.7  | 88.4 |
| US\$ Getiri (%):             | -1.0 | 16.4 | 1.5  | 58.5 |
| BİST 100 Relatif Getiri (%): | -1.8 | 6.1  | 16.3 | 38.6 |

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

## Taksitli ticari kredilerde yüksek yoğunlaşma

Tüfe endeksli kağıtların bilanço içindeki ağırlığı görece yüksek olup bankanın son bir yılda net faiz gelirlerinde %140 artış ile lider konumda olmasında önemli katkı sağlamıştır. Görece zayıf sermaye yeterliliği ve taksitli ticari kredilerdeki yüksek yoğunlaşma ile olası aktif kalitesi bozulmalarını gözönünde bulundurarak TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Banka son 1 yılda TL kredilerde 90 baz puan pazar payı kaybetmiştir. Çekirdek sermaye yeterliliği oranı %10,7 olup rakipleri arasındaki ikinci en zayıf seviyededir ve büyüme potansiyeli üzerinde baskı yaratabilir. TL mevduatların yüksek ağırlığı marj gelişimi için olumludur.

**Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre %30 oranında artmasını bekliyoruz.** 26,43 TL olan hedef fiyatımızı 32,65 TL olarak revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımızın %35 artış potansiyeli bulunmaktadır. “TUT” tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 4,4x F/K ve 0,90x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %12 iskontolu) ve %22,4 ortalama özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

**Ücret ve komisyon gelirlerinde görece zayıf artış.** Yıllık artış %104 oranında, rakipleri arasındaki en zayıf seviyededir. Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %65 olup rakip ortalamasının oldukça gerisindedir.

**Görece zayıf vadesiz mevduat tabanına rağmen TL ağırlıklı fonlama yapısı ile öne çıkıyor.** Vadesiz mevduatların ağırlığı %28,3 olup takip ettiğimiz bankalar arasındaki ikinci en düşük seviyededir. Ancak TL mevduatların ağırlığı %69,3 seviyesinde oldukça yüksektir ve düşen faiz ortamında avantaj getirmektedir. TL kredi-mevduat oranı %73,9 olup rakipleri arasındaki en elverişli seviyededir. Perakende mevduatların payının 2023 yılındaki %39 seviyesinden %47'ye yükselmesi olumludur.

**Taksitli ticari kredilerdeki yüksek yoğunlaşma aktif kalitesi bozulmalarında olası risk unsuru.** Kredilerin %26,3'ü taksitli ticari kredilerden oluşmaktadır ve oldukça yüksek yoğunlaşmaya işaret etmektedir. Üçüncü aşama kredi karşılıkları ise %68,9 seviyesinde kuvvetlidir.

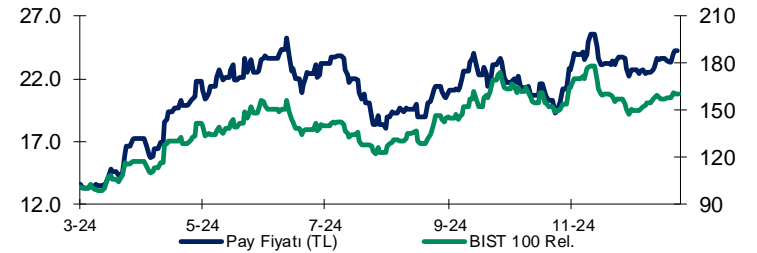
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

|                        |         |                   |       |
|------------------------|---------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn)   | 240,362 | Beta (12A)        | 1.07  |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 6,818   | Ort. Günlük Hacim | 815   |
| Kapanış                | 24.24   | Yabancı Payı      | 1.1%  |
| 12 Ay Yüksek           | 26.08   | Halka Açıklık (%) | 6.0%  |
| 12 Ay Düşük            | 12.75   | Ağırlık           | 0.51% |

| (TL Mn)                      | 2023T  | 2024T  | 2025T   | 2026T   |
|------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Net faiz geliri              | 51,955 | 88,324 | 113,054 | 144,709 |
| % Fark, Yıllık               | -29.5% | 70.0%  | 28.0%   | 28.0%   |
| Net ücret ve komisyon geliri | 25,746 | 46,343 | 61,636  | 78,894  |
| % Fark, Yıllık               | 138.5% | 80.0%  | 33.0%   | 28.0%   |
| Net kar                      | 25,046 | 41,610 | 54,020  | 86,296  |
| % Fark, Yıllık               | 4.3%   | 66.1%  | 29.8%   | 59.7%   |

| Rasyolar                                | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T |
|---|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı                               | 1.3%  | 2.2%  | 2.4%  | 2.5%  |
| Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç) | 3.4%  | 2.7%  | 2.3%  | 1.5%  |
| Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)    | 2.3%  | 2.2%  | 4.3%  | 3.2%  |
| Ortalama aktif getirisi                 | 1.1%  | 1.3%  | 1.4%  | 1.7%  |
| Ortalama özkaynak getirisi              | 18.0% | 21.6% | 22.4% | 28.0% |

| Değerleme Çarpanları | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K                  | 5.1   | 5.8   | 4.4   | 2.8   |
| F/DD                 | 0.74  | 1.12  | 0.90  | 0.69  |



| Getiri                       | 1A  | 3A   | 6A   | 1Y   |
|------------------------------|-----|------|------|------|
| TL Getiri (%):               | 3.6 | 12.0 | 9.7  | 86.3 |
| US\$ Getiri (%):             | 1.8 | 8.5  | 1.5  | 56.8 |
| BIST 100 Relatif Getiri (%): | 1.0 | -1.1 | 16.3 | 37.1 |

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma



## Yapı Kredi Bankası (AL, Hedef: 49,47 TL)

Getiri Potansiyeli: %54

## Vadesiz mevduat pazar payı kazanımında lider

Son 1 yılda vadesiz mevduat pazar payı kazanımındaki lider konumunu, yaygın mevduat müşteri tabanını, ihtiyatlı maliyet yönetimi politikasını, güçlü kredi karşılık oranlarını, 16,5 milyona ulaşan yaygın mevduat müşteri tabanı ve müşteri penetrasyonu göz önünde bulundurarak AL önerimizi koruyoruz. Son bir yılda, ödeme sistemlerinin de desteğiyle, çekirdek bankacılık gelirlerindeki %51 artış ile rakipleri arasında ikinci sıradadır.

**2025 yılında en kuvvetli kar artışını Yapı Kredi Bankası için modelliyor, yıllık bazda oldukça kuvvetli %79 kar artışı bekliyoruz. 36,44 TL olan hedef fiyatımızı 49,47 TL olarak revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımızın %54 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 3,7x F/K ve 0,96x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %6 iskontolu) ve %29,8 ortalama özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.**

**Vadesiz mevduat pazar payı kazanımında lider.** Banka son 1 yılda vadesiz mevduatlardaki 20 baz puan pazar payı kazanımı ile özel bankalar arasında lider konumdadır. Vadesiz mevduatların ağırlığı %45 olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir ve mevduat fiyatlandırmasında avantaj sağlamaktadır. 16,5 milyona ulaşan yaygın mevduat müşteri tabanı da önemli bir avantajdır. Ancak TL kredi-mevduat rasyosu %101 olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir.

**İhtiyatlı maliyet yönetimi politikası.** Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %97 seviyesinde kuvvetli olup sektör ortalaması %79 seviyesinin oldukça üzerindedir. Müşteri penetrasyonu ve işlem sayısındaki artışla birlikte ödeme sistemlerinin komisyon gelirlerine desteği olumludur. Faaliyet giderlerinin yıllık artış oranı ihtiyatlı maliyet yönetimi politikası ile %76 olup özel bankalar ortalamasının gerisindedir.

**Toplam karşılık oranı %3,7 olup, özel bankalar arasındaki ikinci konumda.** TGA oranı, teminatsız tüketici kredilerindeki yeni intikaller ile %3,1 seviyesinde olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir. Ancak ticari kredilerden tahsilatlar kuvvetlidir ve tüketici kredileri için kredi karşılıkları 2024 yılında önemli ölçüde artmıştır.

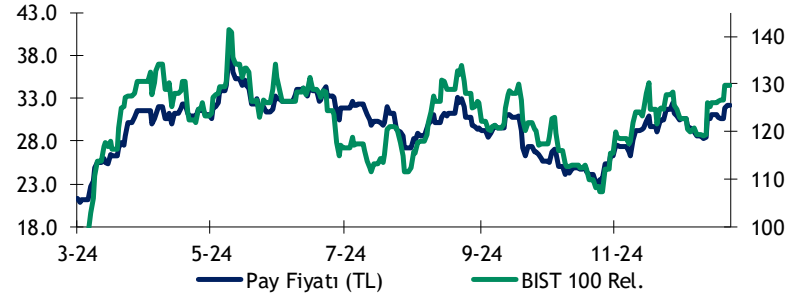
Beklentimizden daha olumsuz seyreden TL fonlama maliyetleri ve aktif kalitesinde bozulma hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

|                        |         |                   |       |
|------------------------|---------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn)   | 271,826 | Beta (12A)        | 1.43  |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 7,711   | Ort. Günlük Hacim | 4,549 |
| Kapanış                | 32.18   | Yabancı Payı      | 33.5% |
| 12 Ay Yüksek           | 39.46   | Halka Açıklık (%) | 39.0% |
| 12 Ay Düşük            | 18.47   | Ağırlık           | 3.7%  |

| (TL Mn)                      | 2023A   | 2024T  | 2025T   | 2026T   |
|------------------------------|---------|--------|---------|---------|
| Net faiz geliri              | 72,902  | 78,005 | 100,627 | 120,752 |
| % Fark, Yıllık               | -5.3%   | 7.0%   | 29.0%   | 20.0%   |
| Net ücret ve komisyon geliri | 34,482  | 72,757 | 101,860 | 137,511 |
| % Fark, Yıllık               | 144.0%  | 111.0% | 40.0%   | 35.0%   |
| Net kar                      | 68,009  | 41,435 | 74,342  | 114,884 |
| % Fark, Yıllık               | 1238.9% | -39.1% | 79.4%   | 54.5%   |

| Rasyolar                                | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|---|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı                               | 3.0%  | 3.6%  | 4.1%  | 3.9%  |
| Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç) | 0.1%  | 1.2%  | 2.3%  | 1.7%  |
| Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)    | 6.2%  | 1.2%  | 3.7%  | 3.1%  |
| Ortalama aktif getirisi                 | 4.8%  | 2.0%  | 2.7%  | 3.3%  |
| Ortalama özkaynak getirisi              | 44.6% | 21.0% | 29.8% | 34.3% |

| Değerleme Çarpanları | 2023A | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K                  | 2.4   | 6.6   | 3.7   | 2.4   |
| F/DD                 | 0.92  | 1.26  | 0.96  | 0.70  |

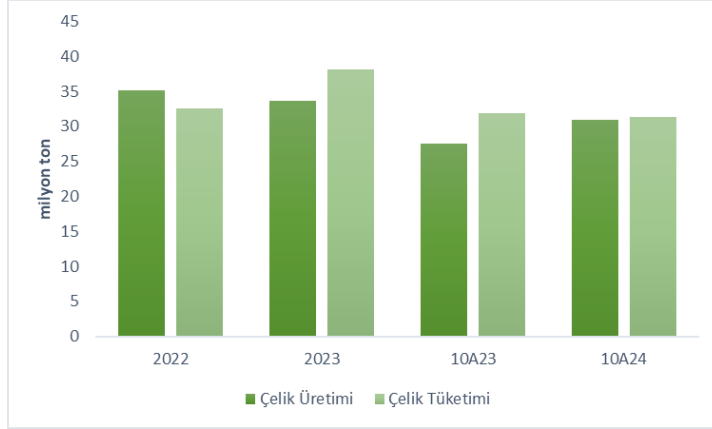


| Getiri                       | 1A  | 3A   | 6A    | 1Y   |
|------------------------------|-----|------|-------|------|
| TL Getiri (%):               | 6.6 | 22.3 | -4.8  | 73.2 |
| US\$ Getiri (%):             | 4.8 | 18.5 | -11.9 | 45.7 |
| BİST 100 Relatif Getiri (%): | 4.0 | 8.0  | 0.9   | 27.4 |

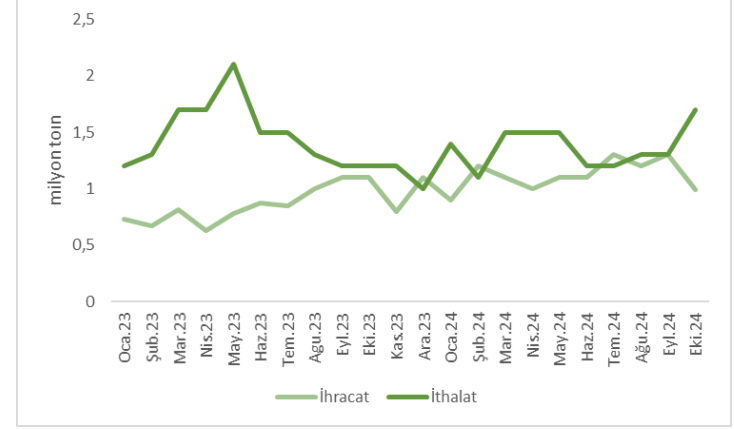
Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

## Demir Çelik Sektörü

## Türkiye Çelik Üretim - Tüketim Verileri



## Çelik Dış Ticaret Verileri

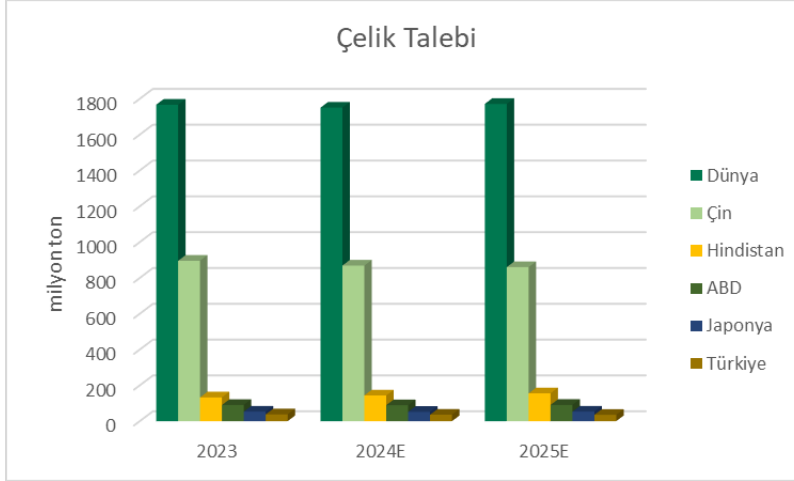


2024 yılında demir çelik sektörü global ortamda sıkı para politikasının sürmesinin etkisiyle çeşitli zorluklarla karşı karşıya kaldı. Sene başında korkulan resesyon teması gerçekleşmezken, yumuşak iniş temasına rağmen dünyada çelik talep ve üretimi zayıf seyretti. Ürün fiyatları 2022 yılında gördüğü zirve seviyelerden gerilemeye devam etti ve 2023 ortalamalarına paralel gerçekleşti. 2024’de sektörün ana girdisi konumundaki kömür, demir, hurda fiyatları da yıl boyu dengeli bir seyir izleyerek marjlardaki baskıyı hafifletti. Worldsteel verilerine göre 10A24’de çelik üretimi dünyada %4 gerilerken, yurt içinde çelik üretimi geçen yıla kıyasla %12 artış gösterdi (2023’ün ilk yarısında deprem sebebiyle oluşan düşük baz etkisinin de yıllık bazdaki artışta pozitif etkisi olduğunu belirtmek gerek). Ancak yurt içinde çelik tüketimi yılın son döneminde güçlenen talebe karşın %2 daraldı

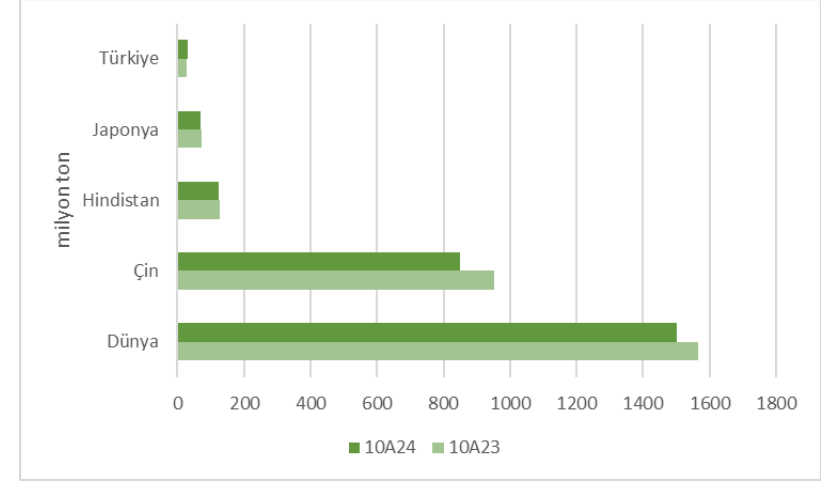
İhracat tarafında ise özellikle Avrupa’dan gelen güçlü taleple geçen yıla kıyasla ton bazında %32’lik artış görülürken, yurt içinde zayıflayan tüketim ve dumping önlemlerinin etkisiyle ithalat %7 azaldı. ihracatın ithalatı karşılama oranı geçen yılın aynı dönemindeki %54’den %77’ye yükseldi. Değer bazında ise ihracat 10A24’te %19 artışla 8,2 milyar Dolar’a ulaşırken aynı dönemde ithalat %16 azalışla 10,7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti

# Demir Çelik Sektörü

## Dünya Çelik Talebi



## Dünya Çelik Üretim Verileri



2025 yılında, net ihracatçı konumda bulunan ve dünya Pazar payı ortalama %55 seviyesinde bulunan Çin'in makroekonomik görünümü sektör açısından yakından takip edilecek. Çin'de hükümetin ekonomiyi desteklemek için özellikle ülke büyümesinin lokomotifi konumundaki emlak/konut sektörüne yönelik açıkladığı teşviklere karşın global ortamda zayıf çelik talebi, Çin'in diğer ülkelere dumpingli ürün satışı gerçekleştirmesine ve buna rağmen arz fazlasına neden oldu. Global parasal gevşeme sürecinin belirginleşmesiyle beraber çelik tüketiminin de artacağını ancak arz fazlası nedeniyle bu durumun fiyatlara yansımalarının biraz zaman alabileceğini düşünüyoruz. Bu noktada ayrıca enflasyonda yukarı yönlü riskler canlı olduğundan başta Fed olmak üzere büyük merkez bankalarının faiz indirimleri konusunda temkinli bir duruş sergilediğini belirtelim.

Diğer taraftan Donald Trump'ın 20 Ocak'ta ikinci kez ABD Başkanlık koltuğuna oturması beklenirken, Trump başkanlığı döneminde yeniden tarifeler uygulanmaya başlanacağını sinyallerini veriyor. Bu nedenle Çin-ABD arasında Ticaret Savaşlarının yeniden devreye girmesi beklenirken, geçmişe benzer şekilde bu durum emtia fiyatlarının dalgalı seyrine neden olabilir.



## Erdemir (AL, Hedef Fiyat: 35,77 TL)

## Getiri Potansiyeli: %45

## Zor bir yıl geride kaldı, daha iyi bir yıl kapıda..

Erdemir yılın ilk yarısında, geçen yılın düşük baz etkisinin de katkısıyla güçlü satış gelirleri açıkladı ve operasyonel kar marjları güçlendi. Gerileyen ürün fiyatlarına karşın yurt içinde güçlenen yassı çelik talebi satış gelirlerini, yıl boyunca dengeli seyreden ana hammaddeler demir, kömür ve hurda fiyatları operasyonel marjları destekledi. Üçüncü çeyrekte ise ürün fiyatlarındaki baskı varlığını hissettiren ton başına FAVÖK, deprem etkilerinin yoğun hissedildiği 1Ç23'den sonra en düşük seviyeyi gördü. 9A24'de ton başına FAVÖK 98\$ yakınlarında gerçekleşti.

**2024 beklentilerimiz:** Erdemir'in 2024 yılında 8 milyonun hafif üzerinde (Sene başındaki 8,2mn ton beklentinin altında) satış tonajı ile toplam 198.058mn TL satış geliri elde etmesini bekliyoruz. FAVÖK beklentimiz 24.822mn TL seviyesinde bulunurken, ton başına FAVÖK'ün 86\$ civarında (yine sene başındaki 100-110\$ aralığındaki beklentimizin altında) gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 11 Ekim 2024 tarihli Resmi gazeteye göre "sıcak haddelenmiş yassı çelik" ithalatında Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya menşeli ürünlerin ithalatında CIF bedelinin %6,1'i ile %43,31'i arasındaki oranlarda dampinge karşı kesin önlem uygulanmasına karar verildi. Söz konusu gelişmenin yurt içindeki yassı çelik fiyatlarındaki baskıyı hafifleterek Erdemir'e dolaylı yoldan pozitif etki etmesini bekliyoruz.

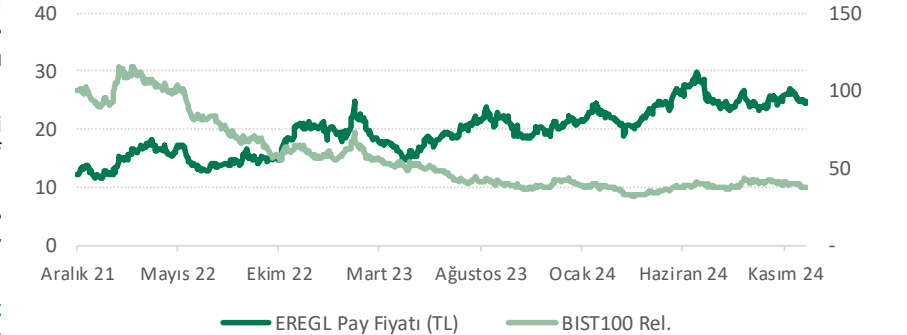
**2025'de ne bekliyoruz:** Yılın ikinci yarısının, global ekonomik görünümde toparlanmayla beraber ürün fiyatlarını destekleyerek daha iyi finansallara yol açmasını bekliyoruz. Diğer taraftan tekrar tırmanması beklenen Ticaret Savaşları yıl içerisinde hem ürün hem hammadde fiyatlarının dalgalanmasına yol açabilir. Özetle 2025'de satış tonajının 8,2 milyon tona iyileşeceğini öngörüyoruz. 2025'de toplam 272.033mn TL satış geliri elde edilmesini beklerken, 36.019mn TL FAVÖK elde edileceğini, böylece 105\$ ton başına FAVÖK gerçekleşmesi görebileceğimizi düşünüyoruz. Diğer taraftan şirket, 8 Şubat 2023'de gerçekleşen depreme ilişkin sigorta tazminatı için görüşmelere devam ediyor. Bu taraftan gelebilecek yeni avansların nakit akışını güçlendireceğini düşünüyoruz.

Erdemir için süregelen kapasite artırım çalışmaları, 4Ç26'da devreye girmesi beklenen peletleme tesisi ve yeşil dönüşüm yatırımı uzun vadeli pozitif beklentilerimize katalizör oluşturuyor.

**Temettü:** Şirketin mevcut yatırım programını ve nakit ihtiyacını da göz önüne alarak, 2025 yılında dağıtılabilir karın %69'unu dağıtacağını, böylelikle pay başına toplam 12.254mn TL kar payı ödemesi gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.

**Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 33,42 TL'den 35,77 TL seviyesine yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız 3 Ocak 2025 kapanışına göre %45 yükseltilmiş potansiyeli taşıdığından AL tavsiyemizi koruyoruz.**

| Kod                      | EREGL.IS | Kapanış                         | 24,72   |         |
|--------------------------|----------|---------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 173.040  | Son 12 Ay En Yüksek             | 30,13   |         |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 4.906    | Son 12 Ay En Düşük              | 18,88   |         |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 241.639  | Beta                            | 0,76    |         |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 6.916    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 162,9   |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 48,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 16,5%   |         |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022A    | 2023A                           | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri          | 127.783  | 147.900                         | 198.058 | 272.033 |
| <i>Büyüme</i>            |          |                                 |         |         |
| FAVOK                    | 26.655   | 15.573                          | 24.822  | 36.019  |
| FAVÖK Marjı              | 20,9%    | 10,5%                           | 12,5%   | 13,2%   |
| Net Kar (Mn TL)          | 18.005   | 4.033                           | 17.682  | 21.125  |
| Pay Başına Kar           | 5,14     | 1,15                            | 5,05    | 6,04    |
| Temettü Verimi           | 0,0%     | 1,1%                            | 5,1%    | 6,1%    |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 0,51     | 2,69                            | 2,76    | 4,53    |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,12     | 0,23                            | 0,30    | 0,62    |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 2,7%                            | 8,6%    | 8,6%    |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 1,7%                            | 4,9%    | 5,3%    |
| Değerleme Çarpanları     | 2022A    | 2023A                           | 2024T   | 2025T   |
| F/K                      | 9,6      | 42,9                            | 9,8     | 8,2     |
| FD/FAVOK                 | 3,5      | 15,5                            | 9,7     | 6,7     |
| FD/Satışlar              | 0,7      | 1,6                             | 1,2     | 0,9     |
| F/DD                     | 1,5      | 0,9                             | 0,8     | 0,7     |
| Getiri                   | 1A       | 3A                              | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)            | -4,9     | -1,1                            | 1,3     | 21,1    |
| \$ Getiri (%)            | -6,6     | -4,2                            | 1,2     | 1,9     |
| BIST-100 Relatif (%):    | -7,3     | -12,7                           | -1,1    | -10,9   |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

## Kardemir (AL, Hedef Fiyat: 40,79 TL)

## Getiri Potansiyeli: %44

2024 yılında uzun çelik ürünlerine yönelik iç talep gücünü korurken, global piyasalardaki zayıf ekonomik görünüm ürün fiyatlarını baskıladı. Çin'de oluşan arz fazlası dış pazarlara dumpingli satılırken, 2024'ün ikinci yarısında toparlanma öngörümüz geciken faiz indirimleri nedeniyle beklentimizi karşılamadı. Yurt içinde yeniden yapılanma çalışmalarının devreye giren tasarruf paketi sebebiyle zorunlu olmadıkça ertelenmesi, sektörde uzun çelik talebine yönelik talebin artması beklentimizi ertelememize yol açtı. Diğer taraftan enflasyon muhasebesi stok seviyeleri nedeniyle operasyonel karlılığı olumsuz etkilerken yüksek parasal kayıp pozisyonu da net karı baskıladı. (Bu noktada enflasyon muhasebesiz sonuçlar paylaşılmadığından, kıyas imkanı bulunmadığını belirtmek isteriz.) 2024 yılında olumlu etkiler daha çok artan ray talebinden kaynaklandı. 2024 yılının tamamında şirketin 59.403mn TL satış geliri, 4.194mn TL FAVÖK (ton başına 55 USD) ve 1.538mn TL zarar elde etmesini bekliyoruz (enflasyon muhasebesi dahildir).

2025 yılında ise global enflasyonda yukarı yönlü riskler canlı olduğundan ve başta Fed olmak üzere büyük merkez bankaları faiz indirimleri konusunda temkinli duruşlarını koruduğundan, global toparlanmanın ikinci yarından sonra görülebileceğini düşünüyoruz. Çin'de ise 2024 yılı içerisinde Hükümet tarafından açıklanan yerel yönetimlerin makul fiyatlarla boş evleri satın almasına ilişkin planın (Planla beraber yerel yönetimler için gayrimenkul şirketlerine kredi olarak verilmek üzere %1,75 faizle 300 milyar yuan (41,5 milyar dolar) kaynak sağlanacak.) ve olası yeni teşviklerin de desteğiyle ürün fiyatlarının tekrar güçlenmesini bekliyoruz. 2025 yılında ABD ve Çin arasında tekrar canlanması beklenen Ticaret Savaşları ise emtia tarafında dalgalanmalara yol açabileceğinden yakından takip edeceğimiz bir diğer unsur olacak.

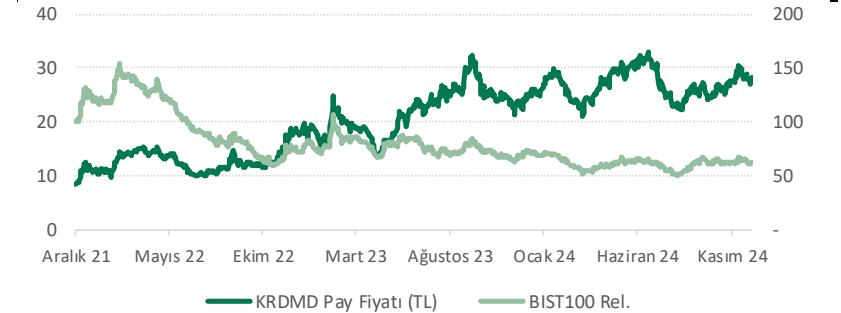
Yurt içinde ise enflasyonun kontrol altına alınmasıyla ve faiz indirimlerinin başlamasıyla beraber tekrar yeniden yapılanma/kentsel dönüşüm adımlarının hızlanmasını ve yurt içinde uzun ürün talebinin güçlenmesini bekliyoruz. Konut satış verilerinde son aylarda görülen canlanmaya ek ertelenmiş talebin de faizler düşüklüğe sektörü destekleyeceğine inanıyoruz.

2025 yılında ürün fiyatlarında canlanma beklentimize karşın kömür, demir gibi önemli ana hammadde maliyetlerinin dengeli seyretmesini bekliyoruz. Böylelikle marjlarda toparlanma görülebilir. 2025 yılının tamamında şirketin 79.366mn TL satış geliri, 8.074mn TL FAVÖK (ton başına 82 USD) ve 3.190mn TL net kar elde etmesini bekliyoruz (enflasyon muhasebesi dahildir).

Riskler: Çin'de emlak sektöründeki yavaşlamanın daha da derinleşmesi, hammadde maliyetlerinin beklentimizden yüksek ve ürün fiyatlarının beklentimizden zayıf seyretmesi değerlememizde aşağı yönlü ana risk unsurlarıdır.

**Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu Kardemir D grubu hisseleri için hedef fiyatımızı 39,15 TL'den 40,79 TL'ye yükselttik. Hedef fiyatımız 3 Ocak kapanışına göre %44 yükseliş potansiyeli taşıdığı için AL tavsiyemizi koruyoruz.**

| Kod                      | KRDMD.IS | Kapanış                         | 28,36  |        |
|--------------------------|----------|---------------------------------|--------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 22.127   | Son 12 Ay En Yüksek             | 33,88  |        |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 627      | Son 12 Ay En Düşük              | 21,02  |        |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 22.793   | Beta                            | 1,06   |        |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 647      | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 43,3   |        |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 89,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 12,7%  |        |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| Satış Gelirleri          | 78.209   | 74.530                          | 59.403 | 79.366 |
| Büyüme                   |          | -4,7%                           | -20,3% | 33,6%  |
| FAVÖK                    | 7.370    | 4.635                           | 4.194  | 8.074  |
| FAVÖK Marjı              | 9,4%     | 6,2%                            | 7,1%   | 10,2%  |
| Net Kar (Mn TL)          | 1.600    | 2.293                           | -1.538 | 3.190  |
| Pay Başına Kar           | 2,05     | 2,94                            | -1,97  | 4,09   |
| Temettü Verimi           | 1,6%     | 0,0%                            | 0,0%   | 1,2%   |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 0,13     | -0,54                           | 0,23   | 0,17   |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,02     | -0,06                           | 0,02   | 0,03   |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 5,0%                            | -3,5%  | 6,2%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 2,5%                            | -1,9%  | 3,7%   |
| Değerleme Çarpanları     | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| F/K                      | 13,8     | 9,7                             |        | 6,9    |
| FD/FAVÖK                 | 0,7      | 4,9                             | 5,4    | 2,8    |
| FD/Satışlar              | 0,1      | 0,3                             | 0,4    | 0,3    |
| F/DD                     | 0,6      | 0,6                             | 0,5    | 0,4    |
| Getiri                   | 1A       | 3A                              | YBB    | 12A    |
| TL Getiri (%)            | 2,4      | 11,5                            | 4,6    | 17,3   |
| \$ Getiri (%)            | 0,6      | 8,0                             | 4,6    | -1,3   |
| BIST-100 Relatif (%):    | -0,1     | -1,5                            | 2,1    | -13,7  |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Telekomünikasyon

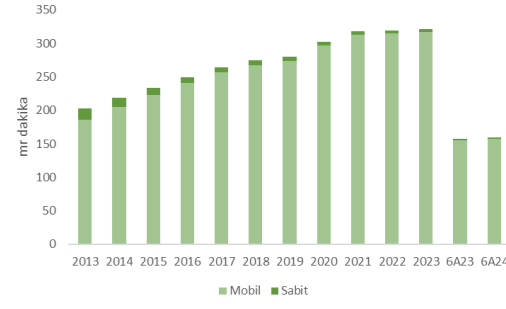
Dezenflasyon başladı ama reel arpu büyümesi sürüyor...

Telekom sektörü 2024 yılında, sene başında paylaştığımız öngörülerimize paralel olarak reel büyümeyi sürdüren sektörlerin başında yer aldı. Faaliyet gösterilen alanın talep elastikiyetinin düşük olması, kontratlı ürün yapısının yaygın olması ve enflasyonist dönemde yapılan zamların kullanıcılara ve dolayısıyla finansallara gecikmeli olarak yansıyor olması; sektörün dezenflasyonist dönemde alım gücü daralsa da defansif tarafta yer almasında katalizör oldu.

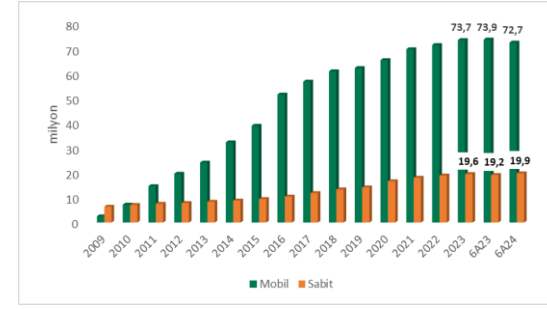
BTK rakamlarına göre 2024/06 sonunda sabit telefon abone sayısı yaklaşık 9,4 milyon, mobil abone sayısı ise yaklaşık 93,3 milyon olmuştur. Genişbant verilerine bakıldığında, yaklaşık 19,9 milyonu sabit abone, 72,7 milyonu mobil abone olmak üzere toplam 92,6 milyon genişbant internet abone sayısına ulaşılmış, internet abone sayısı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %0,5 azalmıştır.

2025 yılında da telekomünikasyon sektörünün dezenflasyon sürse de reel olarak büyümeyi sürdürmesini bekliyoruz. Enflasyonun yoğun hissedildiği ve bunun kullanıcılara yansıtılmakta zorlanıldığı 2021-2022 yıllarının ardından 2023-24 yıllarında ARPU büyümesinin hız kazanmasıyla marjlarda da geçmiş yıl ortalamalarına yaklaştı. 2025'te de operasyonel marjların genişlemeyi sürdürmesini bekliyoruz.

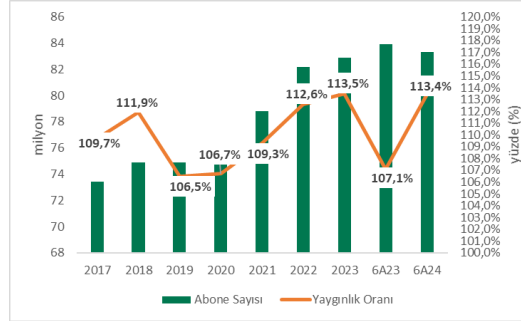
## Toplam Yıllık Trafik (mr dk)



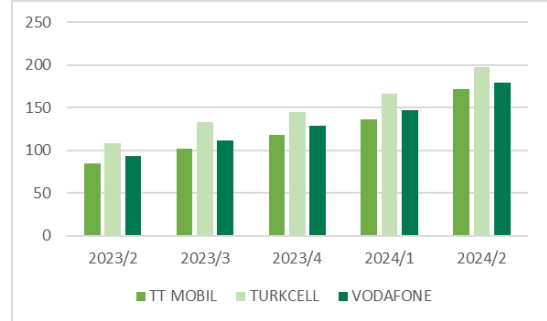
## Genişbant Abone Sayısı



## Mobil Abone Sayısı ve Penetrasyon



## Operatörlere Göre ARPU (Abone Başına Aylık Gelir)



## Turkcell (AL, Hedef Fiyat: 148,48 TL)

Getiri Potansiyeli: %51

## Reel büyümenin sürmesini bekliyoruz

Kontratlı ürün yapısı ve zamların kullanıcılara peyderpey yansımaları nedeniyle, 2024'de başlayan dezenflasyonist süreçte de Turkcell, reel olarak büyümeye devam etti. 9A24'de net abone kazanımı 1 milyon olurken, toplam abone sayısı 2023 sonundaki 42,5mn'den 43,5mn'ye yükseldi. Genişleyen abone tabanı ve güçlü ARPU büyümesi satış gelirlerini destekleyerek reel büyümenin temellerini oluşturdu.

**Daha kısa kontrat süreleri:** Sabit genişbant segmentinde abonelerin 12 ay taahhütlü paketlere yönlendirilmesi sayesinde fiyat artışlarının abonelere daha kolay yansımaları hedefleniyor. Bu strateji sayesinde, bireysel fiber abone içerisinde 12 ay taahhütlü tarifelerdeki abone payı %74'e ulaştı ve bireysel fiber ARPU yıllık bazda %13,7 büyüme kaydetti.

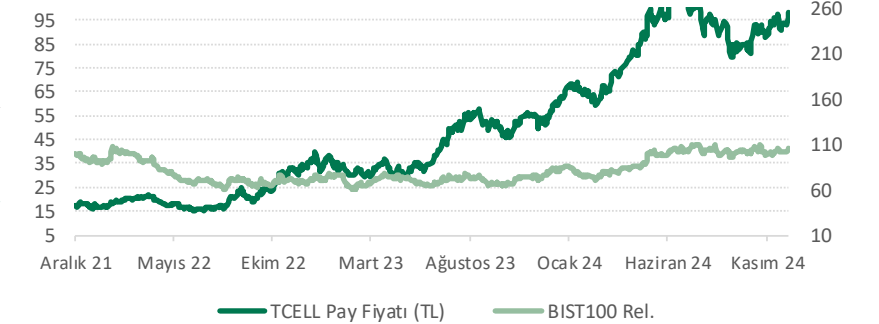
Net borç Devredilen Ukrayna operasyonlarından yansıyan tek seferlik 11.214mn TL gelir sayesinde 2024/06 sonundaki 39.765mn TL seviyesinden 2024/09 sonunda 19.038mn TL seviyesine geriledi.

**2024 yılı beklentileri:** Turkcell, 2024 yılı için yaklaşık %7 reel gelir büyümesi, yaklaşık %42 FAVÖK marjı ve yaklaşık %23 seviyesinde operasyonel harcamalar/gelir gerçekleşmesi bekliyor. Bizim beklentilerimiz %8,1 gelir büyümesi ve %42,5 FAVÖK marjı şeklindedir.

**2025 yılında** mobil ARPU'da son dönemde gözlenen yavaşlamayı da göz önüne alarak, dezenflasyonist süreç ve rekabetçi fiyatlandırma ortamı nedeniyle; ARPU ve gelir tarafında reel büyüme sürse de normalleşme bekliyoruz. E-sim gibi alternatif iletişim yöntemleri mobil abone bazındaki genişleme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturuyor. Bununla beraber genişleyen faturalı abone tabanı ve müşterileri daha yüksek paketlere geçirme başarısının söz konusu riskleri dengeleyebileceğini düşünüyoruz.

**Beklentilerimiz doğrultusunda Turkcell (TCELL) hissesi için pay başına 145,20 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı 148,48 TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız 3 Ocak 2025 kapanışına göre %51 yükseliş potansiyeli taşıırken AL tavsiyemizi koruyoruz.**

| Kod                      | TCELL.IS | Kapanış                         | 98,50   |         |
|--------------------------|----------|---------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 216.700  | Son 12 Ay En Yüksek             | 111,81  |         |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 6.144    | Son 12 Ay En Düşük              | 55,56   |         |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 235.738  | Beta                            | 1,01    |         |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 6.702    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 64,1    |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 54,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 60,4%   |         |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) |          |                                 |         |         |
|                          | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri          | 134.975  | 154.653                         | 167.245 | 229.082 |
| Büyüme                   |          | 14,6%                           | 8,1%    | 37,0%   |
| FAVÖK                    | 52.854   | 63.349                          | 71.033  | 98.505  |
| FAVÖK Marjı              | 39,2%    | 41,0%                           | 42,5%   | 43,0%   |
| Net Kar (Mn TL)          | 9.934    | 18.125                          | 23.480  | 23.188  |
| Pay Başına Kar           | 4,52     | 8,24                            | 10,67   | 10,54   |
| Temettü Verimi           | 3,5%     | 6,6%                            | 2,7%    | 2,7%    |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 1,04     | 0,58                            | 0,27    | -0,08   |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,35     | 0,21                            | 0,11    | -0,06   |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 10,8%                           | 13,4%   | 14,7%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 5,2%                            | 6,9%    | 7,3%    |
| Değerleme Çarpanları     |          |                                 |         |         |
|                          | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| F/K                      | 21,8     | 12,0                            | 9,2     | 9,3     |
| FD/FAVÖK                 | 1,1      | 3,7                             | 3,3     | 2,4     |
| FD/Satışlar              | 0,4      | 1,5                             | 1,4     | 1,0     |
| F/DD                     | 2,0      | 1,2                             | 1,2     | 1,5     |
| Getiri                   |          |                                 |         |         |
|                          | 1A       | 3A                              | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)            | 8,2      | 16,8                            | 6,1     | 76,0    |
| Ş Getiri (%)             | 6,3      | 13,2                            | 6,1     | 48,2    |
| BIST-100 Relatif (%):    | 5,5      | 3,2                             | 3,6     | 29,5    |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Türk Telekom (AL, Hedef Fiyat: 74,82 TL)

## Getiri Potansiyeli: %64

## Sabit segmentte ARPU büyümesi hız kazanıyor

2024 yılında Türk Telekom, artan abone tabanı, sabit genişbant segmentte kısalan kontrat süresi ve daha sık zam yansıtabilme imkanı, peyder pey abonelere yansımaya devam eden zamların etkisinde büyümeye devam etti ve 9A24'de gelir reel olarak % büyüdü. 2023 sonunda 52,9 milyon seviyesinde bulunan toplam abone sayısı 2024/09 sonunda 400bin net artışla (2023: +146bin) 53,2 milyona ulaştı. Güçlü abone kazanımıyla beraber iş kolları geneline yayılan güçlü ARPU performansı gelirdeki ivmelenmeyi tetikleyen ana unsur oldu.

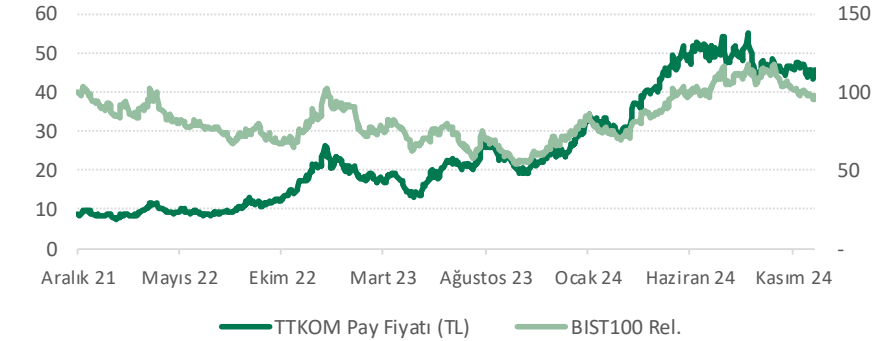
ARPU (kullanıcı başına gelirler) genişbantta yıllık %21,2, mobil karma segmentte yıllık %17,5 artış kaydederek ciroyu destekledi. 3Ç24'de abone tabanı sabit genişbantta net 59bin, mobil segmentte net 651bin arttı.

**2024 yılı beklentileri:** Şirket 2024 yılında %36-38 FAVÖK marjı beklentisini %38'e yükselttiğini duyurdu. %11-13 gelir büyümesi ve yatırım harcamalarının satışa oranının %27-28 seviyelerinde gerçekleşmesi beklentisi ise korundu. Şirket hedeflerini yıllık TÜFE'nin 2024 sonunda %42 seviyesinde gerçekleşeceği varsayımıyla belirlemiştir. Şirket beklentisinden daha yüksek gerçekleşen enflasyona rağmen hedefler tutabilir.

Sabit genişbant segmentinde atılan rekabetçi fiyatlama adımları ve daha kısa kontrat süresi uygulamalarıyla ARPU ivme kazanmaya başladı. Önümüzdeki dönemde sabit genişbant segmentinden ciroya güçlü katkının sürmesini bekliyoruz. Telekomünikasyon sektörünün enflasyonist süreçte korunaklı sektörlerden biri olmayı sürdürerek dezenflasyon başlasa da kontratlar yenilendikçe zamların devreye girmesiyle enflasyon üzerinde büyüme göstermesini bekliyoruz.

**Beklentilerimiz doğrultusunda, 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 69,05 TL seviyesinden 74,82 TL seviyesine revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 3 Ocak 2025 kapanışına göre %64 getiri potansiyeli taşıdığı için AL tavsiyemizi koruyoruz.**

| Kod                      | TTKOM.IS | Kapanış                         | 45,58   |         |
|--------------------------|----------|---------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 159.530  | Son 12 Ay En Yüksek             | 57,80   |         |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 4.523    | Son 12 Ay En Düşük              | 24,72   |         |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 213.391  | Beta                            | 1,04    |         |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 6.102    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 28,4    |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 13,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 23,2%   |         |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri          | 131.964  | 144.645                         | 160.808 | 217.488 |
| Büyüme                   |          | 9,6%                            | 11,2%   | 35,2%   |
| FAVÖK                    | 52.555   | 48.400                          | 60.603  | 84.060  |
| FAVÖK Marjı              | 39,8%    | 33,5%                           | 37,7%   | 38,7%   |
| Net Kar (Mn TL)          | 9.976    | 23.710                          | 5.611   | 7.971   |
| Pay Başına Kar           | 2,85     | 6,77                            | 1,60    | 2,28    |
| Temettü Verimi           | 0,0%     | 0,0%                            | 0,0%    | 2,5%    |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 1,44     | 1,33                            | 0,99    | 1,60    |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,65     | 0,45                            | 0,49    | 0,93    |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 18,3%                           | 4,2%    | 6,0%    |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 8,6%                            | 2,2%    | 3,7%    |
| Değerleme Çarpanları     | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| F/K                      | 16,0     | 6,7                             | 28,4    | 20,0    |
| FD/FAVÖK                 | 1,1      | 4,4                             | 3,5     | 2,5     |
| FD/Satışlar              | 0,4      | 1,5                             | 1,3     | 1,0     |
| F/DD                     | 2,0      | 1,1                             | 1,3     | 1,1     |
| Getiri                   | 1A       | 3A                              | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)            | -1,3     | -2,2                            | 4,8     | 82,6    |
| Ş Getiri (%)             | -3,0     | -5,2                            | 4,7     | 53,7    |
| BIST-100 Relatif (%):    | -3,7     | -13,6                           | 2,3     | 34,3    |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

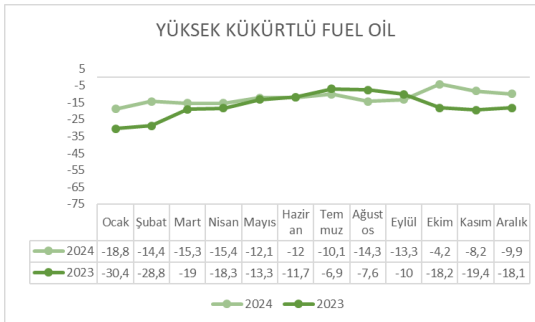
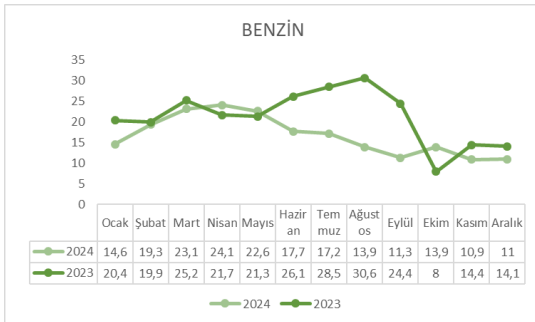
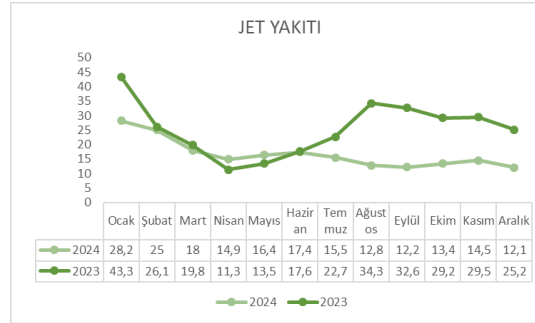
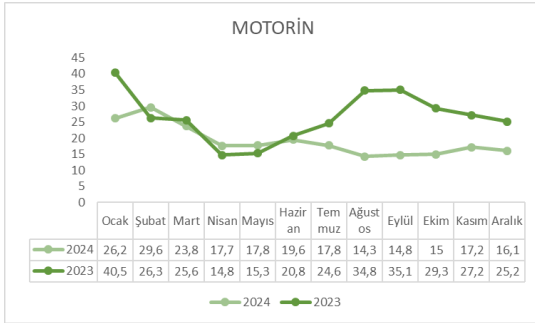
\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Rafineri

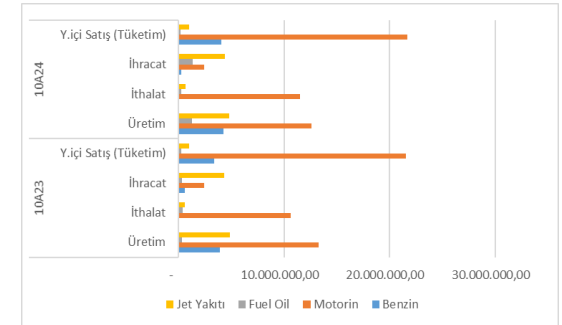
Brent petrol 2024 yılında süregelen Rusya-Ukrayna savaşı, Ortadoğu'daki savaşlar ve OPEC+ üyelerinin arzı kısma yönündeki kararlarından destek bulurken, OPEC dışı arz, zayıf global ekonomik görünümünden negatif etkilenerek yıl boyu dalgalandı. 2024 yılında ortalama Brent petrol fiyatı 80,76 seviyesinde gerçekleşti. YKFO hariç ürün crackleri yılın önemli bir kısmında hem 2023'ün hem de 5 yıllık ortalamasının altında gerçekleşti. Böylece 2022 yılında ulaşılan zirve seviyelerden normalleşme devam etti.

2025 yılında küresel talep görünümünün 2024'e benzer seyretmesini beklerken, OPEC+ arz kararlarının ve Ortadoğu'daki jeopolitik görünümün Brent Petrol ve ürün crackleri üzerinde belirleyici olmasını bekliyoruz. Küresel yüksek stok seviyelerinin fiyatlar üzerinde baskısını hissettirmeyi sürdüreceğini düşünüyoruz.

### Rafineri Ürün Marjları



### Türkiye Petrol Piyasası Genel Görünüm





## Tüpraş (AL, Hedef Fiyat: 230,64 TL)

Getiri Potansiyeli: %54

Tüpraş, yılın ilk yarısında planlı üretim duruşları nedeniyle düşük kapasite kullanım oranı gerçekleşirse de özellikle yüksek sezon olan 3Ç'de artan kapasite kullanım oranı sayesinde 9A24'de yıllık %4 artışla 22,9 milyon ton satış hacmi elde etti. 2024 yılında zayıf küresel talep ürün marjlarını negatif etkilerken, Tüpraş ürün marjı ise ilk dokuz aylık dönemde 11,7 \$/v seviyesinde gerçekleşti.

**2024 beklentileri:** Tüpraş, 2024 yılı için yaklaşık 12\$/v seviyesinde Rafineri Marjı, %85- 90 kapasite kullanım oranı, yaklaşık 26 milyon ton üretim ve yaklaşık 30 milyon ton satış hacmi gerçekleştirmeyi bekliyor. Ayrıca yaklaşık 400 milyon\$ Rafinaj Yatırım Harcaması bekleniyor.

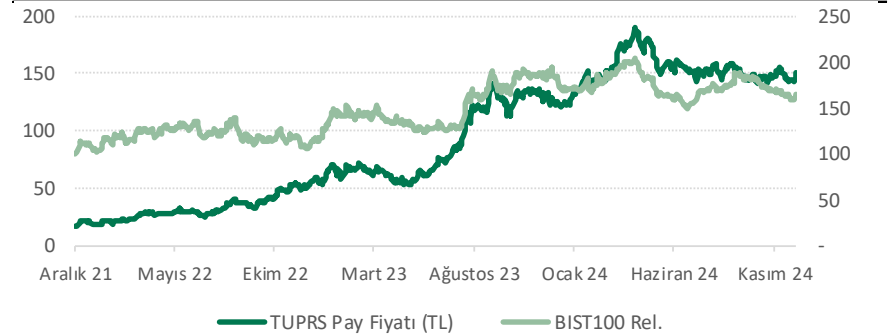
**Net nakit pozisyon:** Tüpraş, 2024/09 dönemi itibarıyla +58mr TL net nakit pozisyonundadır. Güçlü net nakit pozisyonunun da desteğiyle Tüpraş'ın 2024 yılı karından yaklaşık 16 milyar TL'lik temettü dağıtacağını ve böylelikle pay başına brüt 8,39 TL (net 7,13 TL) temettü dağıtılacağını öngörüyoruz.

**2025'de ne bekliyoruz?** 2024 yılında tamamlanan RUP bakımının sağladığı enerji verimliliğinin, üretim kapasitesini desteklemeyi sürdüreceğini düşünüyoruz. 2024 yılının ilk yarısında düşük sezon olmasının da katkısıyla ürün cracklerinin zayıf seyretmesini beklerken, ikinci yarısında global talebin artış gösterebileceğini ve ürün marjlarında da toparlanma görebileceğimizi düşünüyoruz. Bununla beraber OPEC+'ın üretim kesintisi konusunda kararı, Ortadoğu'daki jeopolitik gelişmeler, küresel yüksek stok seviyelerindeki gelişmeler ürün crackleri üzerinde belirleyici olacaktır.

**Beklentilerimiz neticesinde TUPRS payları için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 238,46 TL seviyesinden 230,64 TL'ye revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 3 Ocak 2025 kapanışına göre %54 yükseliş potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi sürdürüyoruz.**

**Riskler** - Hedef fiyatımız ve tahminlerimize yönelik aşağı yönlü riskler; ürün marjlarının beklentilerimizden zayıf seyretmesi, daha zayıf talep, TL'nin değer kazanması, makroekonomik değişkenlerde oluşabilecek değişikliklerdir.

| Kod                      | TUPRS.IS  | Kapanış                         | 150,00  |         |
|--------------------------|-----------|---------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 289.019   | Son 12 Ay En Yüksek             | 189,77  |         |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 8.194     | Son 12 Ay En Düşük              | 119,95  |         |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 231.364   | Beta                            | 1,08    |         |
| Firma Değeri(Mn \$)      | 6.505     | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 107,8   |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 49,00     | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 10,9%   |         |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) |           |                                 |         |         |
|                          | 2022A*    | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri          | 1.323.594 | 991.201                         | 860.810 | 949.044 |
| Büyüme                   |           | -25,1%                          | -13,2%  | 10,3%   |
| FAVÖK                    | 149.002   | 138.950                         | 57.010  | 66.433  |
| FAVÖK Marjı              | 11,3%     | 14,0%                           | 6,6%    | 7,0%    |
| Net Kar (Mn TL)          | 102.405   | 82.479                          | 20.205  | 39.596  |
| Pay Başına Kar           | 372,03    | 42,81                           | 10,49   | 20,55   |
| Temettü Verimi           | 24,7%     | 21,5%                           | 5,6%    | 11,0%   |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | -0,26     | -0,65                           | -0,44   | -0,34   |
| Net Borç / Özsermaye (x) | -0,15     | -0,31                           | -0,14   | -0,11   |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |           | 30,2%                           | 8,5%    | 19,8%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı |           | 16,0%                           | 4,3%    | 8,7%    |
| Değerleme Çarpanları     |           |                                 |         |         |
|                          | 2022A*    | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| F/K                      | 2,8       | 3,5                             | 14,3    | 7,3     |
| FD/FAVÖK                 | 0,3       | 1,7                             | 4,1     | 3,5     |
| FD/Satışlar              | 0,0       | 0,2                             | 0,3     | 0,2     |
| F/DD                     | 1,6       | 1,0                             | 1,6     | 1,3     |
| Getiri                   |           |                                 |         |         |
|                          | 1A        | 3A                              | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)            | 0,9       | -0,3                            | 5,7     | 22,0    |
| \$ Getiri (%)            | -0,9      | -3,4                            | 5,6     | 2,7     |
| BIST-100 Relatif (%)     | -1,6      | -12,0                           | 3,1     | -10,2   |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

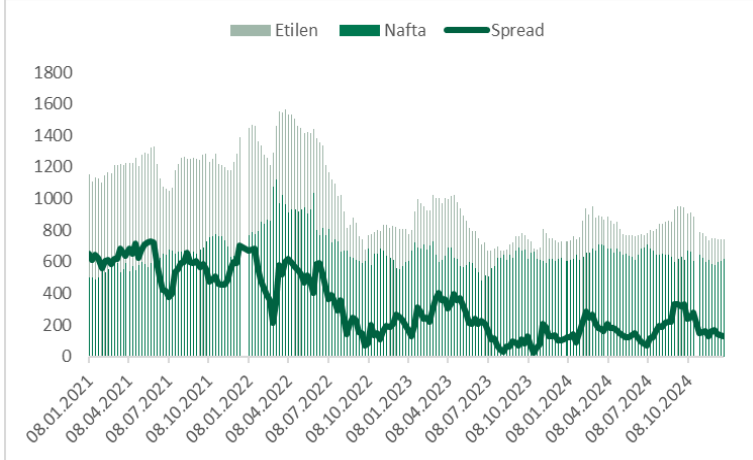
\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Petrokimya

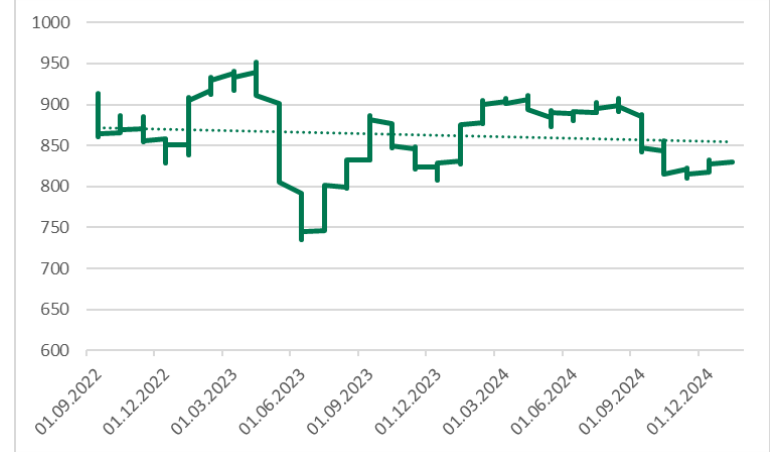
2024 yılında global ekonomideki durgunluk petrokimya ürünlerine ilişkin talep görünümünü negatif etkilerken, ürün crackleri de zayıf seyretti. Talep düşüklüğü ürün fiyatlarını negatif etkiledi, enerji maliyetleri ise OPEC+ kesinti kararları, Ortadoğu'da süregelen gerilimler dolayısıyla dalgalı seyretti. Diğer taraftan Çin'de ortaya çıkan arz fazlasının Türkiye gibi diğer pazarlara dampıngli sürülmesi de yurt içindeki satıcıları zor durumda bıraktı.

Başta Fed, Avrupa Merkez Bankası gibi büyük merkez bankalarının faiz indirimlerine başlamış olması sektöre ilişkin iyimserliği artırsa da, 2025 yılında süregelen zayıf global ekonomik görünüm nedeniyle yılın en azından ilk yarısının da 2024'e paralel bir görünüm izleyebileceğini düşünüyoruz. Yılın kalanında talep görünümü iyileşse bile, başta Çin'de olmak üzere sektördeki arz fazlasının ürün fiyatları üzerinde baskı yaratmayı sürdürebileceğini düşünüyoruz. Toplam petrokimya talebinin %60'ını oluşturan Çin'deki ekonomik görünümün sektör açısından çok önemli olduğunu düşünüyoruz, bu nedenle Çin hükümetinin açıkladığı teşvikleri yakından takip ediyoruz.

## Etilen - Nafta Spreadi



## Platts Petrokimya Endeksi





# Petkim (TUT, Hedef Fiyat: 25,42 TL)

## Getiri Potansiyeli: %39

### 2025'e ilişkin pozitif beklentiler sınırlı

2024 yılında sektördeki zayıf talep görünümüne paralel olarak Petkim'in satışları hem tonaj hem fiyat tarafından negatif etkilendi. Diğer taraftan Petkim, zayıf ürün crackleri dolayısıyla bazı ürünlerinde maliyet avantajı bulunmadığından stratejik üretim duruşunu özellikle Fiber tarafta yıl boyu sürdürdü. 9A24'de kapasite kullanım oranı %60,5 (9A23: %67) seviyesinde gerçekleşti.

STAR Rafineri: Petkim'in dolaylı olarak %12 pay sahibi olduğu STAR Rafineri, rafineri tarafındaki daha iyi görünüm nedeniyle Petkim'in net karına pozitif katkı sağladı. Diğer taraftan STAR ile Petkim arasında karşılıklı sinerji yaratan nafta, aromatik gibi ürünlerin satışı da Petkim'e pozitif katkı sağlayan bir diğer etken. STAR Rafineri, Eylül ayında yaklaşık iki ay süren ilk planlı duruşunu başlattı. Duruş Ekim ayı sonunda tamamlanırken, üretim kapasitesinde %2,5'lük artış sağlandı.

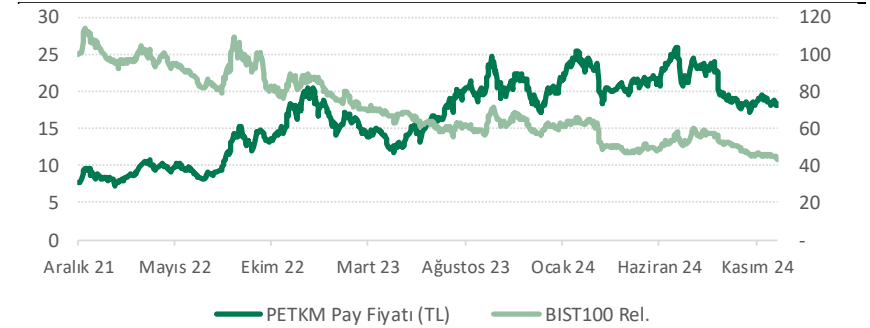
Master Plan: Petkim, yeni proses ünitelerinin (etilen, polipropilen, yüksek yoğunluklu/lineer alçak yoğunluklu polietilen) kurulmasını ve mevcut aromatik kompleksinin, ftalik anhidrit, alçak yoğunluklu polietilen ünitelerinin ve ütilite tesislerinin modernizasyonunu içeren Master Plan'a ilişkin ilk fizibilite çalışmasını tamamladığını Aralık ayında duyurdu. Bu kapsamda Master Plan'ın ayrıntılı teknik ve ticari analizini yapmak için Pre-FEED (Ön Mühendislik Tasarımı Hazırlığı) ve daha sonra FEED (Ön Mühendislik Tasarımı) aşamasına geçilmesi planlanıyor.

Master Plan yatırımının kapasite artışı, üretim verimliliği konularında şirkete değer katacağına inanıyoruz. Ancak söz konusu yatırımın henüz resmi onayların alınmadığını ve Petkim'in mevcut nakit yapısını göz önüne alarak, birkaç yıl içerisinde tamamlanabileceğini düşünüyoruz.

2025 yılında, Fiber tarafta stratejik üretim duruşunun yıl boyu sürmesi bekleniyor. Bu nedenle aromatik ürünlere talebin Petkim açısından belirleyici olabileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan rafineri tarafında daha iyi beklentilerimiz sebebiyle, STAR Rafineri'den gelecek katkının bu yıl da Petkim'in zayıf sonuçlarını dengeleyebileceğini düşünüyoruz. Şirketin satışlarının ortalama %35'ini gerçekleştirdiği Avrupa ekonomisindeki görünümün de şirket açısından belirleyici bir diğer faktör olmasını bekliyoruz.

**Beklentilerimiz doğrultusunda, 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 26,00 TL seviyesinden 25,42 TL seviyesine revize ediyoruz. Hedef fiyatımızı 3 Ocak 2025 kapanışına göre %39 getiri potansiyeli taşıdığı için AL tavsiyemizi TUT'a revize ediyoruz.**

| Kod                      | PETKM.IS | Kapanış                         | 18,35  |        |       |
|--------------------------|----------|---------------------------------|--------|--------|-------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 46.506   | Son 12 Ay En Yüksek             | 26,20  |        |       |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 1.319    | Son 12 Ay En Düşük              | 17,12  |        |       |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 82.473   | Beta                            | 1,03   |        |       |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 2.373    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 50,6   |        |       |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 47,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 10,9%  |        |       |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) |          | 2022A*                          | 2023A* | 2024T  | 2025T |
| Satış Gelirleri          | 141.285  | 87.264                          | 73.464 | 89.260 |       |
| <i>Büyüme</i>            |          |                                 |        |        |       |
| FAVÖK                    | 820      | -38,2%                          | -15,8% | 21,5%  |       |
| FAVÖK Marjı              | 0,6%     | -3,5%                           | -1,7%  | 3,5%   |       |
| Net Kar (Mn TL)          | -1.849   | 10.670                          | -939   | 2.679  |       |
| Pay Başına Kar           | -0,73    | 4,21                            | -0,37  | 1,06   |       |
| Temettü Verimi           | 0,0%     | 0,0%                            | 0,0%   | 0,0%   |       |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 41,46    | -12,33                          | -28,00 | 19,51  |       |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,53     | 0,51                            | 0,58   | 0,86   |       |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 15,5%                           | -1,4%  | 4,0%   |       |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 7,4%                            | -0,8%  | 2,2%   |       |
| Değerleme Çarpanları     |          | 2022A*                          | 2023A* | 2024T  | 2025T |
| F/K                      |          |                                 | 4,4    |        | 17,4  |
| FD/FAVOK                 | 34,3     |                                 |        |        | 26,5  |
| FD/Satışlar              | 0,2      | 0,9                             |        | 1,1    | 0,9   |
| F/DD                     | 1,0      | 0,6                             |        | 0,8    | 0,7   |
| Getiri                   |          | 1A                              | 3A     | YBB    | 12A   |
| TL Getiri (%)            | -2,6     | -6,1                            |        | 1,4    | 1,1   |
| \$ Getiri (%)            | -4,3     | -9,0                            |        | 1,3    | -14,9 |
| BIST-100 Relatif (%):    | -5,0     | -17,1                           |        | -1,1   | -25,6 |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Enerji Sektörü

**EPDK spot elektrik tavan fiyatını artırdı.** Elektrik piyasasındaki saatlik 2700TL/MWs olan tavan fiyatın 1 Temmuz 2024 tarihi itibarıyla 3000TL/MWs'a çıkarılması spot fiyattan satış yapan üreticileri özellikle de doğalgaz ve kömür santrallerini olumlu etkiledi. 2025 yılında da spot elektrik tavan fiyat artışı beklemekteyiz.

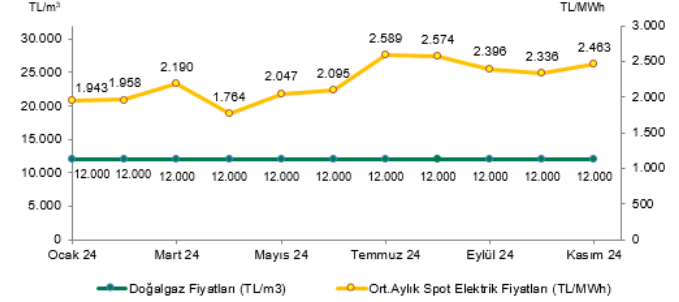
**Kurulu Güç-** 2024 yılı Kasım ayı sonu itibarıyla Türkiye'nin kurulu gücü 115.144 MW'a ulaşmıştır. 2024 yılı Kasım ayı sonunda oluşan toplam kurulu gücün %21,4'lük kısmı (24.674 MW) doğal gaz ve LNG yakıt tipi santralleri ile karşılanırken, %20,7'lik kısmı (23.863 MW) barajlı hidrolik santraller tarafından karşılanmaktadır. Bu yakıt tiplerini %10,0'lük (11.475 MW) oran ile yerli kömür santralleri ve %9,0'luk oran (10.404 MW) ile ithal kömür santralleri izlemektedir. Akarsu tipi hidrolik santraller %7,2'lik bir orana (8.340 MW) sahipken, rüzgâr santralleri toplam kurulu gücün %10,9'luk bir kısmını (12.554 MW) oluşturmaktadır. Toplam kurulu gücün %16,8'lik kısmı (19.314 MW) güneş enerjisi santralleri, %1,5'lik kısmı (1.728 MW) jeotermal enerji santrallerinden oluşurken, %2,3'lük kısmı (2.703 MW) ise diğer termik santraller tarafından oluşturulmaktadır.

**Elektrik ve Doğalgaz Fiyatları -** 2024 yılında Elektrik üretim amaçlı tarifede BOTAŞ bin metre küp doğalgazın fiyatını 12 bin lirada sabit tuttu. Ocak ayı elektrik üretim amaçlı doğal gaz kullanımına ilişkin tüketim miktarlarının tamamı için 12 TL/Sm<sup>3</sup> gaz alım birim fiyatı uygulanacaktır. 1 Temmuz 2024'ten itibaren geçerli olmak üzere, spot fiyat tavanı 2.700 TL/MWs'den 3.000 TL/MWs'e yükseltildi. Bunun sonucunda çeyreklik spot fiyatlarda %28 artış gerçekleşti (3Ç24 ortalama: 2.520 TL/MWs vs 2Ç24 Ortalama: 1.969 TL/MWs).

**2025 yılı için kömür ve doğalgaz santralleri için kapasite mekanizması desteği devam edecek.** Elektrikte sürdürülebilirlik ve arz güvenliğini sağlamak amacıyla yerli ve ithal kömür yakan termik santrallerin yanında, sistem dengeleyici karakterleri nedeniyle ithal yakıt kullanmasına rağmen bazı doğalgaz çevrim santralleri de yararlanıyor. 2024 yılı için TEİAŞ tarafından açıklanan yıllık kapasite mekanizması desteği bütçesi 5 milyar TL'den 13 milyar TL'ye yükseldi. Ek olarak yerli kömür santrallerine rödovans bedelinin 1/3'ü kadar ek ödeme kapasite mekanizması kapsamında verildi.

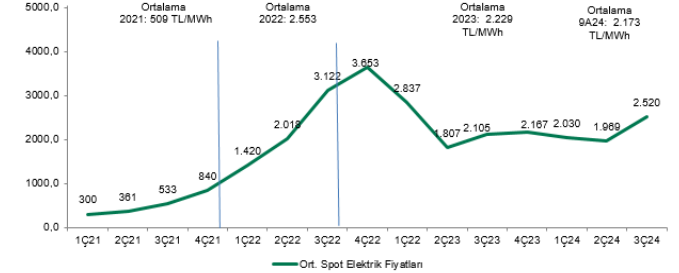
**Türkiye, yenilenebilir enerji alanında önemli bir dönüşüm sürecine giriyor.** Türkiye'nin yenilenebilir enerjide, 2035 yılına kadar rüzgâr ve güneş enerjisinde toplam 120 bin megavat kurulu güç hedefine ulaşılması beklenmektedir. AKSEN yenilenebilir enerji yatırımlarıyla toplam kurulu gücündeki yenilenebilir enerji payını 2030 yılında %28 seviyesine ulaştıracak. Dolayısıyla yenilenebilir enerji alanlarındaki yatırımların ve teşviklerin AKSEN'e pozitif katkı sunmasını beklemekteyiz.

### Spot Elektrik ve Doğalgaz Fiyatları



Kaynak: BOTAŞ, EPIAS

### Çeyreklik Bazda Spot Elektrik Fiyatları (TL/Mwh)



Kaynak: BOTAŞ, EPIAS

## Aksa Enerji (AL, Hedef Fiyat: 55.00 TL)

## Getiri Potansiyeli: 35%

## Yeni yatırımların hızla devreye girerek FAVÖK yaratmasını bekliyoruz...

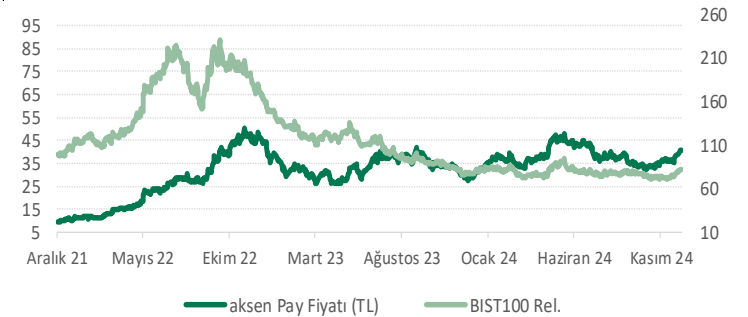
Aksa Enerji'yi 55.00 TL seviyesinde olan hedef fiyatımızı korumakla birlikte devam eden yurtdışı yatırımları nedeniyle AL önermeye devam ediyoruz. 2025 yılında Talimercan yatırımının FAVÖK katkısını 50 milyon \$, Gana'da çift yakıt dönüşüm projesi kapsamında makine dönüşümleri tamamlandığında ek 20 milyon \$ FAVÖK katkısı olmasını beklemekteyiz. Bu bağlamda, hem nominal FAVÖK'ün hem de FAVÖK marjının 2025'te 2024 yılına göre daha iyi olmasını bekliyoruz. Şirketin 2030 yılı hedefleri doğrultusunda, EBITDA'nın 2023 yılındaki 268 milyon \$'dan 2030 yılında 1,11 milyar \$ seviyesine çıkması beklenmektedir. Şirket 2023 yılında %27 olan FAVÖK marjının 2030 yılına kadar yirmi beş puanlık bir artışla %52 seviyesine ulaştırmayı hedeflemektedir. 2030 global strateji kapsamında belirledikleri yatırım hedeflerinin Aksa Enerji'yi hem Türkiye'de hem de globalde çok daha büyük ve etkili bir oyuncu haline getirmesini bekliyoruz. Stratejik yol haritaları doğrultusunda 2024-2030 yılları arasında 4,9 milyar dolar yatırım harcaması yaparak 5.297 MW yeni kurulu güç meydana getirmeyi planlamaktadır. Bu bağlamda, 2030 yılı sonunda Aksa Enerji'nin kurulu gücünün 7.850 MW'a çıkarılarak bugünkü kapasitesinin 3 katına çıkması planlanmaktadır. Bu artışta yenilenebilir enerji yatırımlarının önemli bir katkısının olacağını da söylemek mümkün.

**Mevcut toplam kurulu güç kapasitesi 2.578 MW seviyesinde-** Aksa Enerji'nin halihazırda Türkiye'de Antalya'da bir adet doğalgaz (900 MW), Kıbrıs'da bir adet fuel-oil (188 MW) ve Bolu'da bir adet linyit santrali (270 MW) bulunmakta olup, yurtiçinde toplamda 1.358 MW elektrik üretim kapasitesi vardır. Şirketin Afrika'da 430 MW (Gana-370 MW çift yakıt santrali (akaryakıt ve doğalgaz) ve Mali-60 MW (akaryakıt)) kurulu güçte iki santrali bulunmaktadır. Şirket'in ayrıca Özbekistan'da 790 MW kapasiteli üç doğalgaz santrali (Buhara-298 MW ve Taşkent A-240, Taşkent B-252 MW) bulunmaktadır. Özbekistan'da 430 MW'lık Talimercan doğalgaz santralini devreye alımının 2025 yılı başında gerçekleşmesi planlanmaktadır. Orta Asya'da Kazakistan'ın Kızılorda şehrinde kurulması planlanan 240 MW kurulu güce sahip olacak doğalgaz kaynaklı kombine ısı ve enerji santralini 2026 yılının ilk çeyreğinde devreye alınması planlanmaktadır. Şirket ayrıca Madagaskar'daki 66 MW kurulu güce sahip akaryakıt santralini yenilenebilir enerji yatırımlarına odaklanma stratejisi kapsamında satmıştır. Bahsi geçen santral, iki yıl daha Aksa Enerji tarafından işletme bedeli geliri karşılığında işletilecektir. Öte yandan şirketin depolamalı rüzgâr ve güneş enerjisi santrali ön lisanslarının kapasitesi 2024 yılsonu itibarıyla 891,41 MW'a ulaştı. Şirket'in yenilenebilir enerji yatırımları üzerine çalışmaları devam etmekte olup, 2030 yılında kurulu gücünde yenilenebilir enerji payının %28 olması beklenmektedir.

**Devam Eden Yatırımları-** Türkiye 926 MW (Depolamalı RES&GES: 891 MW Bolu GES: 35 MW), Kazakistan 240 MW (Kızılorda Doğalgazlı Kombine Isı ve Elektrik Santrali), Senegal 255 MW (Saint Louis DKÇS: 255 MW), Özbekistan 430 MW (Talimercan DKÇS: 430 MW), Gana 350 MW (Kumasi DKÇS: 350 MW)

**Net borç/FAVÖK rasyosunun 2,17 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.** Yatırımların getireceği EBITDA katkıları ile birlikte 2030 yılına geldiğimizde Net Borç/EBITDA çarpanının 2.17 seviyesine gerilemesi beklenmektedir (9A24'te 3.55x). Bu iyileşmenin temel nedeni, yapacakları yeni yatırımların hızla devreye girerek FAVÖK yaratmasıdır.

| Kod                      | aksen.IS | Kapanış                         | 40,84  |        |
|--------------------------|----------|---------------------------------|--------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 50.084   | Son 12 Ay En Yüksek             | 48,58  |        |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 1.420    | Son 12 Ay En Düşük              | 29,29  |        |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 73.794   | Beta                            | 0,76   |        |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 2.115    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 6,8    |        |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 21,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 5,3%   |        |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| Satış Gelirleri          | 125.756  | 50.781                          | 27.215 | 34.018 |
| Büyüme                   |          | -59,6%                          | -46,4% | 25,0%  |
| FAVÖK                    | 17.866   | 15.600                          | 7.212  | 10.860 |
| FAVÖK Marjı              | 14,2%    | 30,7%                           | 26,5%  | 31,9%  |
| Net Kar (Mn TL)          | 8.059    | 7.936                           | 4.300  | 5.375  |
| Pay Başına Kar           | 6,57     | 6,47                            | 3,51   | 4,38   |
| Temettü Verimi           | 2,3%     | 5,7%                            | 1,7%   | 1,9%   |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 0,98     | 1,09                            | 3,47   | 3,11   |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,41     | 0,37                            | 0,52   | 0,66   |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 17,9%                           | 9,1%   | 10,8%  |
|                          |          | 9,9%                            | 5,3%   | 6,6%   |
| Değerleme Çarpanları     | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| F/K                      | 6,2      | 6,3                             | 11,6   | 9,3    |
| FD/FAVÖK                 | 0,9      | 4,7                             | 10,2   | 6,8    |
| FD/Satışlar              | 0,1      | 1,5                             | 2,7    | 2,2    |
| F/DD                     | 1,7      | 1,1                             | 1,0    | 1,0    |
| Getiri                   | 1A       | 3A                              | YBB    | 12A    |
| TL Getiri (%)            | 12,0     | 15,9                            | 4,2    | 39,8   |
| \$ Getiri (%)            | 10,1     | 12,1                            | 4,1    | 17,9   |
| BIST-100 Relatif (%):    | 12,0     | 4,7                             | 1,6    | 5,7    |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endeksenmiştir.

## Zorlu Enerji (TUT, Hedef Fiyat: 5.40 TL)

## Getiri Potansiyeli: 20%

## Yenilenebilir enerji kaynakları yatırımlarına odaklandı

Önerimiz TUT- Zorlu Enerji payları ile ilgili olarak 5.40 TL (önceki 4.80 TL) yeni pay hedef pay fiyatımız ile TUT önerimizi koruyoruz. Şirket'in cari pay fiyatı 4.49 TL seviyesinde olup, hedef pay fiyatımıza göre %20 getiri sunmaktadır. Şirket payları, 2025T 8.4x FD/FAVÖK çarpanıyla, yurtdışı ve yurtiçi benzerlerinin 10.2x ortalamasına kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

**Kurulu gücü 2024 yıl sonu itibarıyla 881 MW seviyesinde bulunmaktadır** - Şirket'in Türkiye'de 643 MW, Pakistan'da 56 MW, 215 MW İsrail ve 1,5 MW Filistin'de olmak üzere toplam kurulu güç kapasitesi 881 MW seviyesinde bulunmaktadır (İsrail ve Filistin'deki santrallerde sahip olduğu ortaklık paylarına düşen kurulu güç dikkate alınması kaydıyla). Şirket'in toplam 264,5 MW sahip iki doğalgaz, 191 MW kapasiteye sahip iki rüzgar, 119 MW kapasiteye sahip 7 hidroelektrik, 1,5 MW Güneş enerjisi santrali ve 305 MW kapasiteli 4 adet jeotermal santrali bulunmaktadır. Halihazırda toplam kurulu kapasitesinin %30'u doğalgaz (yurtiçi ve yurtdışı dahil), %70'i ise yenilenebilir enerji kaynaklarından (%14 hidroelektrik -%22 rüzgar -%35 jeotermal ve güneş) oluşmaktadır.

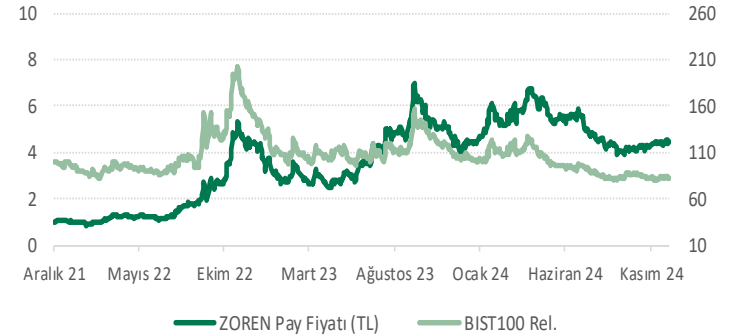
**2024 yılında iştiraklerinin satışlarına devam etti** - Şirket, Mart 2024'te Gaz Dağıtım şirketlerindeki %100 payını 200 milyon dolara sattı. Şirket, gaz tedarik ve dağıtım şirketlerinin hisse satışından sonra yenilenebilir enerji kaynaklarına odaklanarak enerji teknolojileri ve depolama alanında yeni yatırım hedeflerine odaklanmayı planlıyor. Şirket ayrıca 2024 yılında İsrail'in Ashdod ve Ramat Negev Doğal Gaz Santrallerindeki sahip olduğu payları da ~38,6 milyon ABD dolar karşılığında satışını tamamladı. Öte yandan şirket, portföyünden Dorad Doğal Gaz Santralini çıkarma çalışmalarını sürdürüyor.

**Zorlu Yenilenebilir Enerji'nin halka arzı ertelendi**- Şirket, yenilenebilir enerji varlıklarını temsil eden Zorlu Yenilenebilir Enerji'nin pay halka arzı için Şubat 2024'te SPK'ya başvuru yapmıştı. Ancak şirket Eylül 2024'te Zorlu Yenilenebilir ve bağlı ortaklıklarına ait mevcut finansal borçların şirket'in yurtdışı finansman kaynağından elde edeceği tutarla kapatılması ve şirket'in finansal yapılarının güçlendirilmesi sonrasında halka arzın ileri bir dönemde yapılması için başvurusunu geri çekme kararı aldı.

**Net borç pozisyonundaki gerileme devam ediyor** - Zorlu Enerji'nin finansal net borç pozisyonu, şirket'in, Zorlu Enerji Dağıtım da sahip olduğu paylarının satışı sonrası 9A24 itibarıyla 1.124 milyon dolar seviyesine geriledi. (YS24: 1.601 milyon dolar).

**2025 Beklentileri** - Enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre şirket'in 2024 yılını 29.520 milyon TL net satış geliri ve 6.412 milyon TL FAVÖK rakamı ile tamamlamasını bekliyoruz. Şirket'in 2025 yılında net satış gelirlerinin 32.462 milyon TL ve FAVÖK rakamının da 7.240 milyon TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

| Kod                      | ZOREN.IS | Kapanış                         | 4,49   |        |
|--------------------------|----------|---------------------------------|--------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 22.450   | Son 12 Ay En Yüksek             | 6,94   |        |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 637      | Son 12 Ay En Düşük              | 3,87   |        |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 60.779   | Beta                            | 0,97   |        |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 1.760    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 28,5   |        |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 36,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 12,2%  |        |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| Satış Gelirleri          | 56.028   | 39.389                          | 29.520 | 32.462 |
| Büyüme                   |          | -29,7%                          | -25,1% | 10,0%  |
| FAVÖK                    | 11.655   | 12.708                          | 6.412  | 7.240  |
| FAVÖK Marjı              | 20,8%    | 32,3%                           | 21,7%  | 22,3%  |
| Net Kar (Mn TL)          | 13.707   | 15.768                          | 3.116  | 718    |
| Pay Başına Kar           | 5,48     | 3,15                            | 0,62   | 0,14   |
| Temettü Verimi           | 0,0%     | 0,0%                            | 0,0%   | 0,0%   |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 6,41     | 4,56                            | 6,35   | 5,34   |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 1,50     | 1,05                            | 0,63   | 0,57   |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 29,9%                           | 5,2%   | 1,1%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 10,7%                           | 2,2%   | 0,6%   |
| Değerleme Çarpanları     | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| F/K                      | 1,6      | 1,4                             | 7,2    | 31,3   |
| FD/FAVÖK                 | 2,3      | 4,8                             | 9,5    | 8,4    |
| FD/Satışlar              | 0,5      | 1,5                             | 2,1    | 1,9    |
| F/DD                     | 0,4      | 0,4                             | 0,3    | 0,3    |
| Getiri                   | 1A       | 3A                              | YBB    | 12A    |
| TL Getiri (%)            | 2,0      | 13,1                            | 3,0    | 7,7    |
| \$ Getiri (%)            | 0,3      | 9,6                             | 2,9    | -9,4   |
| BIST-100 Relatif (%):    | -0,5     | -0,1                            | 0,5    | -20,8  |



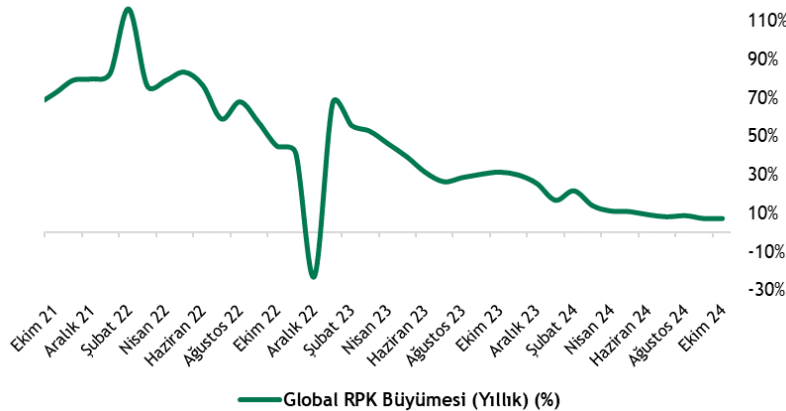
Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Havacılık Sektörü

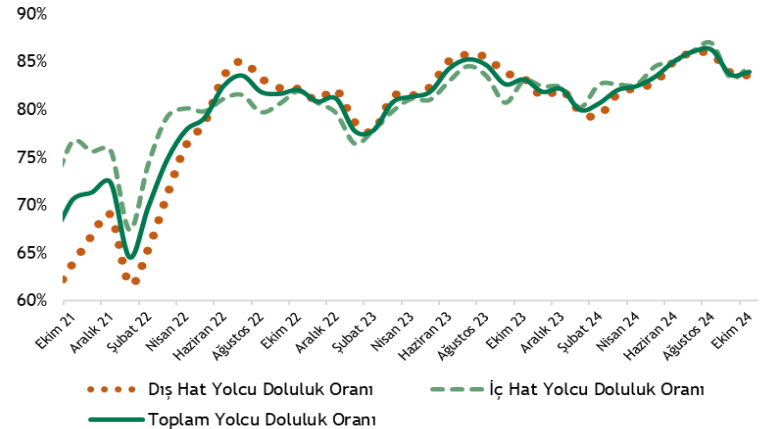
❖ Global havacılık sektörü, 2024'te hem yurtiçi hem de uluslararası yolcu trafiğinde büyüme kaydetmiştir. IATA verilerine göre 10A24'te yılbaşından bu yana toplam pazarın AKK büyümesi %9,3, RPK büyümesi ise yılbaşından bu yana %10,8 olarak gerçekleşmiştir. Çin'deki sene başı Çin Yeni Yılı'nın bilet taleplerini artırması, havacılık sektöründe yüksek sezon olan yaz aylarındaki güçlü performans ve sonbahar dönemindeki istikrarlı talep ortamiyla 2024'te uluslararası ve yurtiçi uçuşlardaki yolcu trafiği büyümesi, toplam global yolcu trafiğinin büyümesinde etkili olmuştur. Avrupa, arz edilen kapasite açısından 2023 yılındaki yıllık %3,9'luk daralmadan sonra uluslararası trafikte yıl genelinde istikrarlı bir büyüme kaydetmiş, birçok rotada 2019 seviyelerini geride bırakarak 10A24'te yılbaşından bu yana %8,4 AKK büyümesi kaydetmiştir. Yolcu doluluk oranları ise özellikle yaz aylarında görece ertelenmiş yolcu talebinin karşılanması, yüksek seyahat talebi, yeni uçak teslimatlarındaki gecikmeler nedeniyle arzın talebe yetişememesi & yeni rotalara seyahatler kapsamında havayolu şirketlerinin koltuk kapasitelerini genişletmeleri sayesinde 2024'te yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir (10A24 toplam yolcu doluluk oranı: yılbaşından bu yana +1.2yp büyümeyle %83,5). Küresel hava kargo taşımacılığı ise IATA verilerine göre 10A24'te yılbaşından bu yana %8,1'lik toplam kapasite (ACTK) büyümesi elde etmiştir. CTK ise yılbaşından bu yana %12,2 seviyesinde büyümüştür. Kargo doluluk oranı ise 10A24'te yıl başından bu yana 1.7yp büyüme kaydedip %45,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Hem CTK hem de ACTK sektör genelinde genişlerken, küresel ticaret, üretim ve enflasyon gibi makroekonomik faktörler hava kargo piyasasına olan talebi doğrudan etkilemiştir. Özellikle e-ticaretin yükselişi ve deniz taşımacılığındaki kısıtlamalar bu talebin güçlenmesini destekleyen unsurlar olmuştur. Diğer taraftan; yolcu uçaklarının belly-hold kapasiteleri, uluslararası uçuşların pandemi sonrası tam kapasiteye dönmesiyle 2024 yılında hava kargo taşımacılığına katkı vermiştir. Deniz taşımacılığındaki yüksek fiyatlar ve kapasite sorunları, bazı yük sahiplerinin hava yoluna yönelmesine neden olmuştur.

### Global RPK Büyümesi (%) (Yıllık)



Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

### Global Yolcu Doluluk Oranları (%)

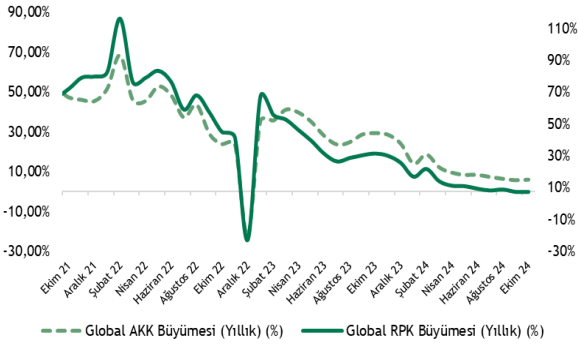


Kaynak: IATA, Şeker Yatırım



# Havacılık Sektörü

### Global RPK & AKK Büyümesi (%) (Yıllık)



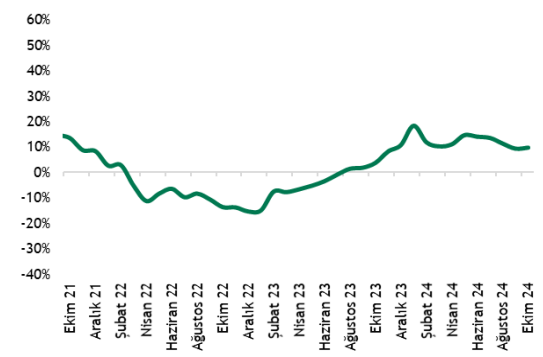
Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

### Global Kargo Doluluk Oranı (%)



Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

### Global Kargo-Ton Kilometre Büyümesi (Yıllık) (%)

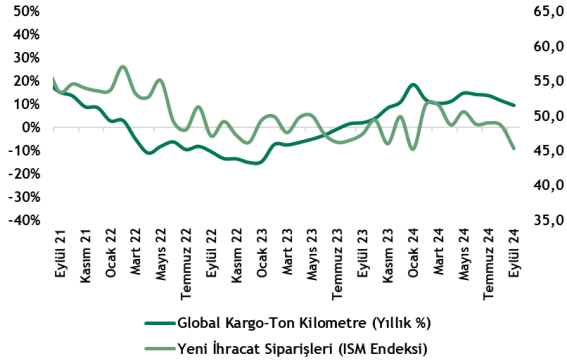


Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

- Hava kargo taşımacılığı için bir diğer olumlu faktör ise jet yakıtı fiyatlarındaki yıllık düşüşler olmuştur. Bu gelişme, havayolu şirketleri için maliyet baskısını azaltarak sektör için maliyet avantajı sağlamıştır. Navlun fiyatlarındaki artış ve online ticaretteki büyüme sebebiyle deniz taşımacılığından hava taşımacılığına kayan trend, hava kargo taşımacılığının 2024 yılında daha rekabetçi bir seçenek olarak öne çıkmasını sağlamıştır. Global tarafta; 2024 yılsonu verilerinin kış turizmi sayesinde ve Noel&yeni yıl etkinlikleriyle bilet satışlarının destekleneceğini ve yolcu talebinin yüksek seyredeceğini bekliyoruz. 2025 yılında da jet yakıtı fiyatlarının havayolu şirketlerinin maliyet tarafı üzerinde baskı oluşturacağını düşünmüyoruz. IATA'ya göre; 2043 yılına kadar küresel yolcu sayısının yıllık ortalama %3,8 oranında artacağı ve bunun, 2023'e kıyasla 2043'e kadar net 4,1 milyardan fazla yolcu büyümesi sağlayacağı ve toplam yolcu sayısının 2043'te 7,9 milyara çıkacağı öngörülmektedir. Global yolcu taşımacılığı için ekonomilerde enflasyon oranının yüksek seyretmesi, yeni uçak teslimatlarındaki gecikmeler (yeni uçaklar ile yaşlı uçakların değişmemesi, yüksek yakıt ve bakım maliyetlerine sebep olabilir) ve arz-talep dengesizlikleri, aşağı yönlü riskleri oluşturmaktadır. Global hava kargo taşımacılığı için, küresel ACTK'nın 2024'e göre kademeli olarak yavaşlayan bir hızla da olsa 2025'te büyümeye devam etmesi beklenmektedir. 2025 yılında online ticaretin büyümeye devam etmesi, hava kargo talebini artırmaya devam edecektir. Navlun taşımacılığındaki kapasite sorunları ve maliyet artışlarının devam etmesi eğilimi de global hava kargo taşımacılığını destekleyecek önemli noktalardan biri olacaktır. Ancak jeopolitik gerilimler, ekonomik belirsizlikler ve savaşlar, sektörün önündeki potansiyel aşağı yönlü risk yaratan zorluklar olabilecektir.

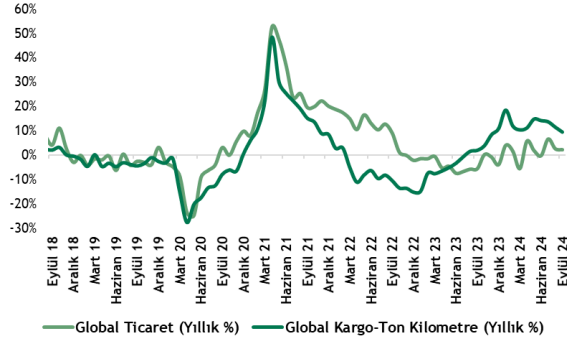
# Havacılık Sektörü

Global Kargo-Ton Kilometre Büyümesi vs. Yeni İhracat Siparişleri



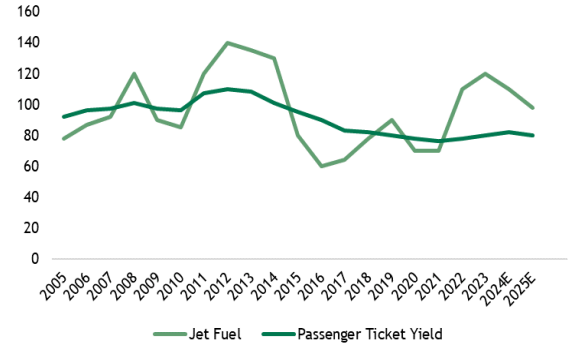
Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Global Kargo-Ton Kilometre Büyümesi vs. Global Ticaret Büyümesi



Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Yolcu Bilet Getiri & Jet Yakıt Fiyatı, Endeks, 2010=100



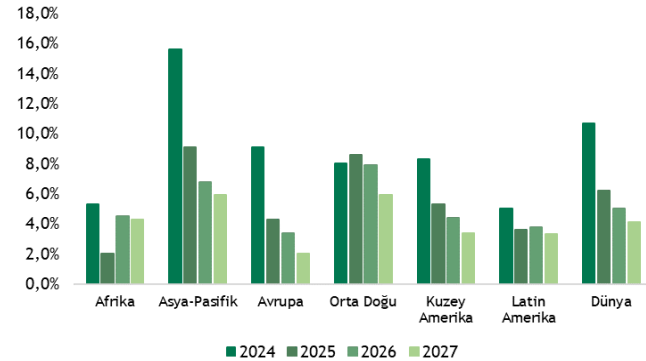
Kaynak: Platts, IATA, Şeker Yatırım

2023-2043 Bileşik Yolcu Büyümesi ve Net Artış, (%), (mn)

| Bölge         | Bileşik Büyüme (23-43) | 2043'e kadar ek yolcu, mn |
|---------------|------------------------|---------------------------|
| Afrika        | 3,7%                   | 182                       |
| Asya-Pasifik  | 5,1%                   | 2.609                     |
| Avrupa        | 2,3%                   | 662                       |
| Orta Doğu     | 4,1%                   | 314                       |
| Kuzey Amerika | 3,0%                   | 763                       |
| Latin Amerika | 3,0%                   | 200                       |
| <b>Dünya</b>  | <b>3,8%</b>            | <b>4.138</b>              |

Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

Bölgesel Yolcu Büyümesi (%) (Yıllık)

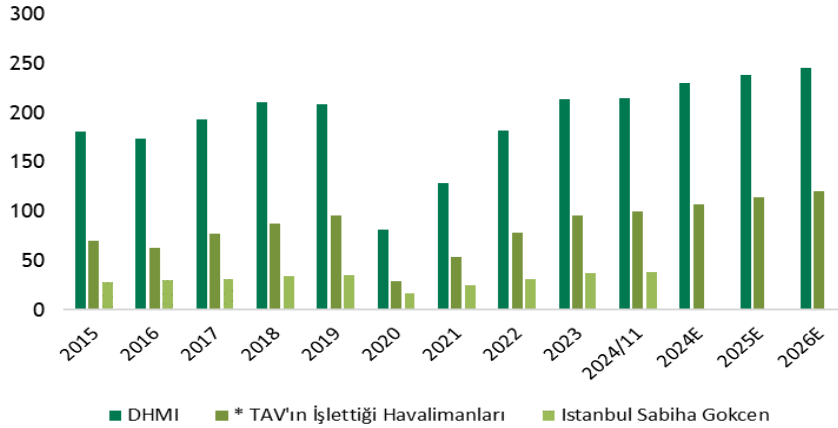


Kaynak: IATA, Şeker Yatırım

## Havacılık Sektörü

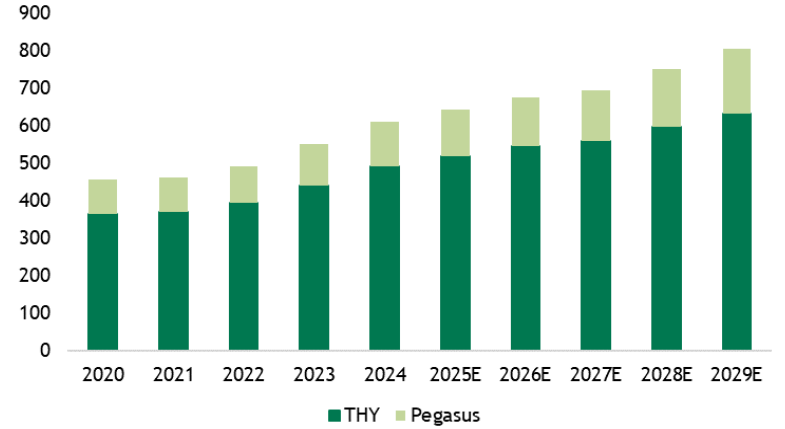
- DHMI verilerine göre; Türkiye’de faaliyet gösterilen havalimanlarındaki toplam yolcu sayısı 11A24 itibariyle yıllık %7,6 artışla 214.4mn yolcuya ulaşmıştır. DHMI projeksiyonlarına göre; yolcu trafiği büyümesinin 2024 yılsonu itibariyle 230.2mn yolcuya, 2025 yılı için 237.7mn yolcuya, 2026 yılı için ise 245.1mn yolcuya çıkması tahmin edilmektedir. Türk havacılık sektöründe, sektörün büyüme projeksiyonlarını destekleyecek en önemli maddeler, i) İstanbul Havalimanı'nın verimli kullanımı & İstanbul Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki 2. pistin açılmasıyla İstanbul'un hava yolcu kapasitesini artırmaya yönelik altyapı yatırımları, ii) İstanbul'un önemli şehirlere kısa mesafeli uçuş mesafesinde olması ve tek duraklı uzun mesafeli uçuşlarda ayrıcalıklı kılan avantajlı konumu, iii) Türk havacılık sektörü şirketlerinin filo genişletme planları, iv) güçlü turizm faaliyetlerinin elverişli hava koşulları ile desteklenmesi.

### Havalimanları Yolcu Sayısı (mn)



Kaynak: DHMI, TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım (\* 24/11 ve öncesi Şirket'in açıkladığı veriler, 24/11 sonrası SKY Tahminleri)

### Pegasus & THY Filo Büyüklükleri (Adet)



Kaynak: Pegasus, THY, Şeker Yatırım



## Pegasus (AL, Hedef Fiyat: TRY 361,20)

## Getiri Potansiyeli: 61%

## Stratejik Adımlarla Büyümeye Kanatlanıyor...

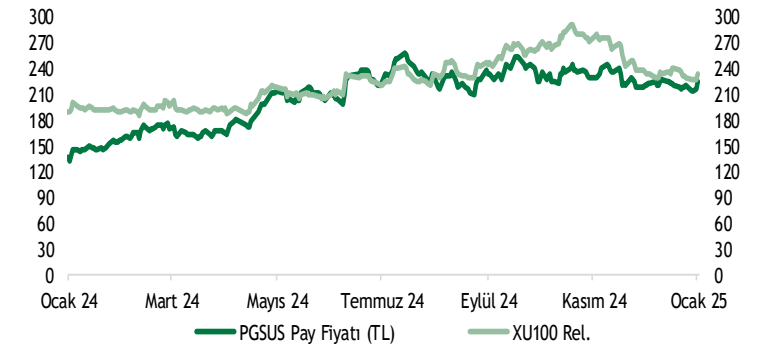
➤ Hem İNA (%60) hem de yurt dışı benzer şirket çarpanları (%40) yoluyla PGSUS hisseleri için yaptığımız değerlemede makro tahminlerimiz ve KPI'lardaki revizyonlara bağlı olarak; Şirket için hedef pay fiyatımızı **328,00 TL'den 361,20 TL'ye** yukarı yönlü revize ediyoruz. Risksiz faiz oranını, Türkiye'nin uzun vadeli Eurobond faiz oranına paralel **10 yıllık sabit %7,5** olarak alıyoruz. **Pegasus için "AL" önerimizi** koruyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak yeni hedef fiyatımızı, Şirket için **%61'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup Pegasus, 2025T F/K 8.5x ve 2025T FD/FAVÖK 6.0x rasyolarıyla işlem görmektedir.

➤ Şirket, 2029 sonuna kadar filosuna 58 adet A321NEO uçak dahil edecektir. Pegasus, mevcut uçak siparişlerine ek, 2028'den itibaren teslim edilecek şekilde 100 adet Boeing 737-10 uçak için kesin ve kesin siparişe çevrilebilir ilave 100 adede kadar Boeing 737-10 uçak için opsiyon siparişinde bulunmuştur. 2024'te Şirket'in filosunun 118 uçağa 2025'te ise 127 uçağa ulaşmasını bekliyoruz. Güçlü yolcu talebine bağlı olarak Şirket'in 2024 sonu yıllık %16,8'lik artışla 37,3mn toplam yolcu sayısını yakalamasını öngörüyor, 2025 için toplam yolcu sayısının yıllık %10,4 artarak 41,16mn'a ulaşmasını bekliyoruz. Şirket'in toplam AKK'sının 2024'te yıllık %14 artabileceğini (Pegasus: %12-%14) hesaplayarak 66,4milyar'a ulaşabileceğini öngörüyor ve 2025'te AKK'nın %11,8 artış göstermesini bekliyoruz. Pegasus'un 2024'ü 3,1 y.p. artışla %87,9'luk yolcu doluluk oranıyla kapatacağını, 2025'te ise bunun yatay, %87,7, seyredebileceğini düşünüyoruz.

➤ **Pegasus'un 2024 sonu** yolcu başına yan gelirlerinin %9,8'lik artışla 27,9€ seviyesinde gerçekleşebileceğini (Pegasus: yüksek tek haneli büyüme), 2025'te ise bu rakamın 28,9€'a ulaşacağını tahmin ediyoruz. Toplam yan gelirlerin ise 2024'te 1.040mn € olabileceğini hesaplıyoruz. Yolcu RASK'ının 2023'e göre yatay seyretmesini ve 4,64 €c olarak gerçekleşmesini (Pegasus: 2023'e göre hafif artış), 2025'te de 2024'e benzer hafif altında gerçekleşebileceğini öngörüyor. Şirket'in 2024'te 3.080mn €, 2025'te ise yıllık %11,5 artışla 3.434mn € satış geliri elde etmesini beklemekteyiz. 2024 için toplam CASK'ın yıllık %3,5 artış göstererek €3.82'e ulaşmasını, yakıt hariç CASK'ın ise yıllık %10 artış göstererek €2.49'a erişmesini (Pegasus: düşük çift haneli artış) bekliyoruz. Şirket'in 2024'te 878mn €, 2025 yılında ise 979mn € FAVÖK rakamlarına ulaşabileceğini tahmin ediyor, FAVÖK marjının ise 2024&2025'te %28,5 olarak (Pegasus 2024T: %28-%30) korunabileceğini düşünüyoruz. Şirket için 2024 net kar tahminimiz 342mn €, 2025'te ise 373mn €'dur.

➤ **Aşağı yönlü riskler:** Uçak teslimatlarının ötelenmesi, global büyümenin yavaşlaması, doğal afetler, jeopolitik riskler, ISG'de artan rekabet, jet yakıtı fiyatları dalgalanma, €/US\$ volatilitesi.

| Kod                      | PGSUS.TI/PGSUS.IS | Kapanış                         | 223,70 |        |
|--------------------------|-------------------|---------------------------------|--------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 111.850           | Son 12 Ay En Yüksek             | 260,00 |        |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 3.171             | Son 12 Ay En Düşük              | 132,58 |        |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 213.803           | Beta                            | 0,92   |        |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 6.159             | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 62,2   |        |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 45,37             | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 26,70  |        |
| Anahtar Rakamlar (mn €)  |                   |                                 |        |        |
|                          | 2022              | 2023                            | 2024T  | 2025T  |
| Satış Gelirleri          | 2.449             | 2.670                           | 3.080  | 3.434  |
| Büyüme (%)               | 139,1%            | 9,0%                            | 15,3%  | 11,5%  |
| FAVÖK                    | 835               | 838                             | 878    | 979    |
| FAVÖK Marjı (%)          | 34,10%            | 31,39%                          | 28,50% | 28,50% |
| Net Kar                  | 431               | 790                             | 342    | 373    |
| Pay Başına Kar           | 0,86              | 1,58                            | 0,68   | 0,75   |
| Temettü Verimi           | 0,0%              | 0,0%                            | 0,0%   | 0,0%   |
| Net Borç/FAVÖK (x)       | 2,45              | 2,88                            | 3,02   | 2,76   |
| Net Borç/Özsermaye (x)   | 2,26              | 1,44                            | 1,31   | 1,12   |
| Ort. Özsermaye Karlılığı | 62,8%             | 61,2%                           | 18,5%  | 16,8%  |
| Ort. Aktif Karlılığı     | 10,2%             | 14,4%                           | 5,0%   | 4,8%   |
| Değerleme Çarpanları     |                   |                                 |        |        |
|                          | 2022              | 2023                            | 2024T  | 2025T  |
| F/K                      | 7,36              | 4,01                            | 9,26   | 8,50   |
| FD/FAVÖK                 | 6,24              | 6,66                            | 6,63   | 6,00   |
| FD/Satışlar              | 2,13              | 2,09                            | 1,89   | 1,71   |
| PD/DD                    | 3,50              | 1,89                            | 1,56   | 1,32   |
| Getiri                   |                   |                                 |        |        |
|                          | 1A                | 3A                              | YBB    | 12A    |
| TL Getiri (%)            | 1,50              | -0,80                           | 5,02   | 68,34  |
| \$ Getiri (%)            | -0,26             | -3,89                           | 4,94   | 41,67  |
| BİST-100 Relatif (%)     | -1,00             | -12,39                          | 2,47   | 23,84  |



Kaynak: KAP, Pegasus, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

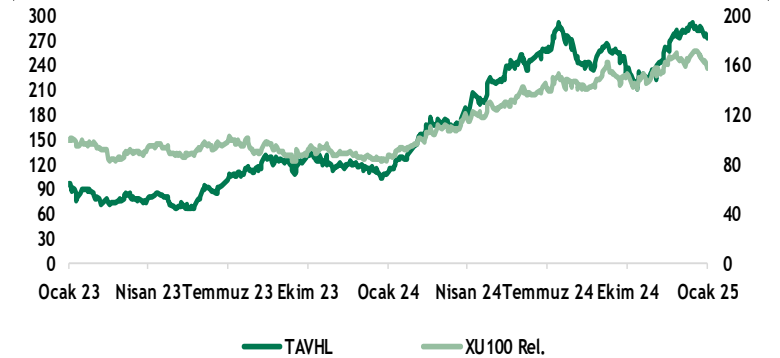
## Yatırım Planları Büyüme ve TAV'ın Potansiyelini Destekliyor...

➤ Hem SOTP (%80) hem de yurt dışı benzer şirket çarpanları (%20) yoluyla TAVHL hisseleri için yaptığımız değerlemede makro & kur tahminlerimiz ve operasyonel göstergelerdeki revizyonlara bağlı olarak; Şirket için hedef pay fiyatımızı 355,00 TL'den 392,20 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor, "AL" önerimizi koruyoruz. Modellememizde risksiz faiz oranını, Türkiye'nin uzun vadeli Eurobond faiz oranına paralel 10 yıllık sabit %7,5 olarak alıyoruz. Almatı operasyonlarının güçlü performansı ve "2025-2028 Almatı Yatırım Planı" doğrultusunda ileriye dönük beklenen güçlü büyüme tahminleri ve Yeni Ankara & Yeni Antalya Havalimanları'na yapılan yatırımların getireceği terminal genişlemeleriyle beklenen satış gelirleri büyümesi sayesinde TAV hisselerinin pozitif görünümünü devam ettirip sağlıklı performans göstermeye devam edeceğine inanıyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak yeni hedef fiyatımızı Şirket için %44'lük getiri potansiyeli sunmaktadır. TAV, 2025T F/K 10.97x ve 2025T FD/FAVÖK 6.93x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ TAV, Almatı'daki mevcut tarifelerin emsal havalimanlarına kıyasla çok düşük seviyelerde olduğunu düşünüyor. TAV Havalimanları'nın baz senaryo tarife teklifi kabul edilirse, "Almatı Yatırım Planı" kapsamında; 2Y25'ten başlayarak Şirket, Almatı'da %13-15 oranında kalıcı bir FAVÖK artışı bekliyor. Almatı Yatırım Programı için TAV; tarife artışı görüşmelerinde yolcu/hizmet başına alınan ücretlerde tarife artışı elde edebilirse, yatırım programının büyülebileceğini ve daha büyük sermaye yatırımı gerçekleştirebileceğini belirtiyoruz. Bunun dışında; Antalya & Ankara Esenboğa Havalimanı'nın kapasite artırımına yönelik yatırımların tamamlanıp faaliyete geçmesiyle bu operasyonlardan sağlanacak artı değer, Şirket için uzun vadede pozitif bakış açımızı korumamızda etkenlerden biridir. Halihazırda Şirket'in teklif sunduğu Kuveyt Uluslararası Havalimanı Terminal 2 işletme ve bakım hizmeti ihalesi sürecinin devam ediyor olması ve buradan gelebilecek olumlu haber akışı, Şirket payları için yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.

➤ TAV için 2024 yılı toplam yolcu sayısı beklentimiz yıllık %11,6'luk artışla 106,6mn yolcudur. 2024'te Grup'un yıllık %23,4'lük büyümeyle satış gelirlerinin 1.617mn €, 2025'te ise yıllık yaklaşık %10 büyümeyle 1.772mn € olarak gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz. TAV için FAVÖK rakamı tahminlerimiz ise 2024 ve 2025 için sırasıyla 486mn € ve 578mn €'dir. FAVÖK marjı tahminimiz 2024 için %30, 2025 için %32,6 olarak şekillenmiştir. Net kar beklentimiz ise 2024 için 201mn €, 2025 için 256mn €'dur.

| Kod                          | TAVHL.TI/TAVHL.IS | Kapanış                         | 272,50 |        |
|------------------------------|-------------------|---------------------------------|--------|--------|
| Piyasa Değeri (TRY mn)       | 98.994            | Son 12 Ay En Yüksek             | 294,75 |        |
| Piyasa Değeri (\$ mn)        | 2.807             | Son 12 Ay En Düşük              | 109,20 |        |
| Firma Değeri (TRY mn)        | 139.771           | Beta                            | 0,97   |        |
| Firma Değeri (\$ mn)         | 4.002             | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 17,53  |        |
| Halka Açıklık Oranı (%)      | 47,66             | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 50,06  |        |
| Anahtar Rakamlar (€ mn)      |                   |                                 |        |        |
|                              | 2022              | 2023                            | 2024T  | 2025T  |
| Satış Gelirleri              | 1.051             | 1.310                           | 1.617  | 1.772  |
| Büyüme (%)                   | 101,4%            | 24,6%                           | 23,4%  | 9,6%   |
| FAVÖK                        | 322               | 385                             | 486    | 578    |
| FAVÖK Marjı (%)              | 30,6%             | 29,4%                           | 30,0%  | 32,6%  |
| Net Kar                      | 122               | 249                             | 201    | 256    |
| Pay Başına Kar               | 0,34              | 0,69                            | 0,55   | 0,70   |
| Temettü Verimi               | 0,0%              | 0,0%                            | 0,0%   | 0,0%   |
| Net Borç/FAVÖK (x)           | 4,98              | 4,34                            | 3,50   | 3,00   |
| Net Borç/Özsermaye (x)       | 1,33              | 1,18                            | 1,06   | 0,92   |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı | 11,11%            | 19,05%                          | 13,30% | 14,63% |
| Ortalama Aktif Karlılığı     | 3,16%             | 5,52%                           | 4,04%  | 4,63%  |
| Değerleme Çarpanları         |                   |                                 |        |        |
|                              | 2022              | 2023                            | 2024T  | 2025T  |
| F/K                          | 22,97             | 11,27                           | 13,98  | 10,97  |
| FD/FAVÖK                     | 12,42             | 10,40                           | 8,24   | 6,93   |
| FD/Satışlar                  | 3,81              | 3,06                            | 2,48   | 2,26   |
| F/DD                         | 2,33              | 1,99                            | 1,75   | 1,49   |
| Getiri                       |                   |                                 |        |        |
|                              | 1A                | 3A                              | YBB    | 12A    |
| TL Getiri (%)                | -1,62             | 16,90                           | -0,55  | 148,18 |
| \$ Getiri (%)                | -3,32             | 13,26                           | -0,63  | 108,86 |
| BIST-100 Relatif (%)         | -4,05             | 3,25                            | -2,96  | 82,58  |



Kaynak: KAP, TAV Havalimanları Holding, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

# Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: TRY 495,50) Getiri Potansiyeli: 66%

## Operasyonel Çeşitlilikle Dengeli Büyüme...

➤ Hem İNA (%60) hem de yurt dışı benzer şirket çarpanları (%40) yoluyla THYAO hisseleri için yaptığımız değerlemede makro & kur tahminlerimiz ve operasyonel göstergelerdeki revizyonlara bağlı olarak; Şirket için hedef pay fiyatımızı **475,40 TL'den 495,50 TL'ye** yukarı yönlü revize ediyoruz. Modellememizde risksiz faiz oranını, Türkiye'nin uzun vadeli Eurobond faiz oranına paralel 10 yıllık sabit %7,5 olarak alıyoruz. THY'nin güçlü & operasyonel filo yapılanmasını takiben ilerleyen dönemlerde filoya dahil olacak uçaklarla birlikte önemli bir büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyor, kargo operasyonlarının THY'nin operasyonel yapısını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak yeni hedef fiyatımız, **Şirket için %66'lık getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2025 F/K 3.90x ve 2025T FD/FAVÖK 3.84x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ **THY'nin 2024 yılsonunda yolcu sayısının** yıllık %3,5 artışla 86,3mn seviyesine ulaşacağını hesaplıyoruz. 2025'te ise yurtdışı uçuşlarda beklediğimiz toparlanmayla bu sayının 2024'ün %14,6 üzerinde, 98,9mn yolcuya ulaşabileceğini hesaplamaktayız. Şirket'in yolcu doluluk oranınının 2024'te %82,2 olarak gerçekleşmesini, 2025'te ise %82,4'e ulaşmasını beklemekteyiz. Şirket'in toplam AKK'sınının 2024'te yıllık %7,5 artabileceğini (THY: %8) hesaplayarak 252,5mlr'a ulaşabileceğini öngörüyor ve 2025 yılında ise AKK'nın %11,6 artış göstermesini bekliyoruz. Kargo operasyonlarında ise 2024'te hacminin 1.966bin tona ulaşmasını, 2025 yılında da kargo hacminde yaklaşık %13'lük bir büyüme olacağını varsayıyoruz.

➤ **THY'nin kargo operasyonlarından** 2024'te yıllık %34,6'lık büyümeyle 3.495mn USD gelir elde etmesini, 2025'te de kargo gelirlerinin %20'lik artış göstermesini tahmin etmekteyiz. Toplam satış gelirlerinin ise 2024'te yıllık %8,1 artışla 22.643mn USD'ye ulaşmasını, bu rakamın 2025'te yıllık %7,5'lik bir büyümeyi yakalamasını öngörmekteyiz. Yolcu RASK'ınının 7,29 US\$ olarak gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Toplam yolcu birim gelirlerinin ise 2024 ve 2025'te sırasıyla 8,87 US\$ ve 8,48 US\$ olarak hesaplıyoruz. 2024'te toplam CASK'ın, düşüş gösteren yakıt CASK'ına rağmen artan personel birim giderleri ve GTF kaynaklı sıkıntılar nedeniyle yıllık %4,8 artış göstererek 8,15 US\$ seviyesine ulaşacağını düşünüyoruz. THY'nin 2024'te 5.077mn USD\$, 2025 yılında ise 5.185mn USD\$ FAVÖK rakamlarına ulaşabileceğini, FAVÖK marjının ise 2024&2025'te sırasıyla %22,4 ve %21,3 olarak gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz. 2024 net kar tahminimiz 3.142mn USD\$, 2025'te ise 2.992 USD\$'dir.

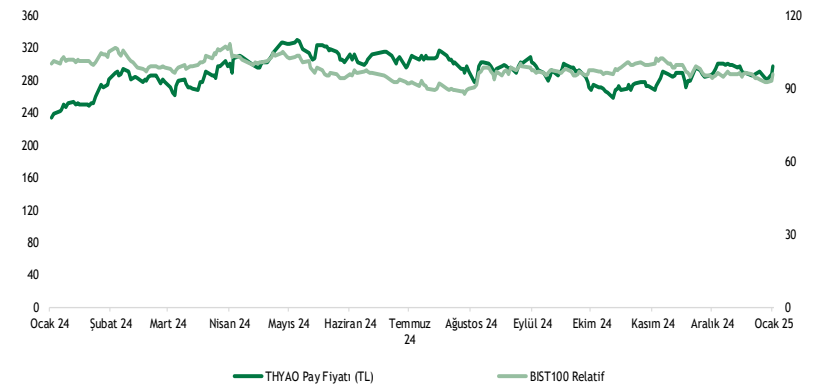
➤ Riskler - beklenen uçak teslimatlarının ötelenmesi, küresel büyümenin yavaşlaması, doğal afetler, jeopolitik riskler, küresel rekabette artış, jet yakıtı fiyatlarında dalgalanma.

| Kod                     | THYAO.TI/THYAO.IS | Kapanış                         | 298,00 |
|-------------------------|-------------------|---------------------------------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)   | 411.240           | Son 12 Ay En Yüksek             | 332,00 |
| Piyasa Değeri (Mn \$)   | 11.659            | Son 12 Ay En Düşük              | 229,70 |
| Firma Değeri (Mn TL)    | 693.434           | Beta                            | 0,98   |
| Firma Değeri (Mn \$)    | 19.930            | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 279,0  |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 50,55             | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 26,34  |

| Anahtar Rakamlar (US\$ mn) | 2022   | 2023   | 2024T  | 2025T  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Satış Gelirleri            | 18.426 | 20.942 | 22.643 | 24.341 |
| Büyüme (%)                 | 72,4%  | 13,7%  | 8,1%   | 7,5%   |
| FAVÖK                      | 4.947  | 5.533  | 5.077  | 5.185  |
| FAVÖK Marjı (%)            | 26,8%  | 26,4%  | 22,4%  | 21,3%  |
| Net Kar                    | 2.725  | 6.021  | 3.142  | 2.992  |
| Pay Başına Kar             | 1,97   | 4,36   | 2,28   | 2,17   |
| Temettü Verimi             | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Net Borç/FAVÖK (x)         | 1,7    | 1,3    | 1,2    | 1,8    |
| Net Borç/Özsermaye (x)     | 0,9    | 0,5    | 0,3    | 0,4    |
| Ort. Özsermaye Karlılığı   | 32,9%  | 47,6%  | 18,3%  | 14,8%  |
| Ort. Aktif Karlılığı       | 9,5%   | 18,1%  | 8,1%   | 6,7%   |

| Değerleme Çarpanları | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|----------------------|------|------|-------|-------|
| F/K                  | 4,28 | 1,94 | 3,71  | 3,90  |
| FD/FAVÖK             | 4,03 | 3,60 | 3,93  | 3,84  |
| FD/Satışlar          | 1,08 | 0,95 | 0,88  | 0,82  |
| F/DD                 | 1,17 | 0,73 | 0,61  | 0,52  |

| Getiri               | 1A   | 3A    | YBB  | 12A   |
|----------------------|------|-------|------|-------|
| TL Getiri (%)        | 3,83 | 10,88 | 6,05 | 29,51 |
| \$ Getiri (%)        | 2,04 | 7,43  | 5,96 | 8,99  |
| BIST-100 Relatif (%) | 1,28 | -2,07 | 3,48 | -4,72 |

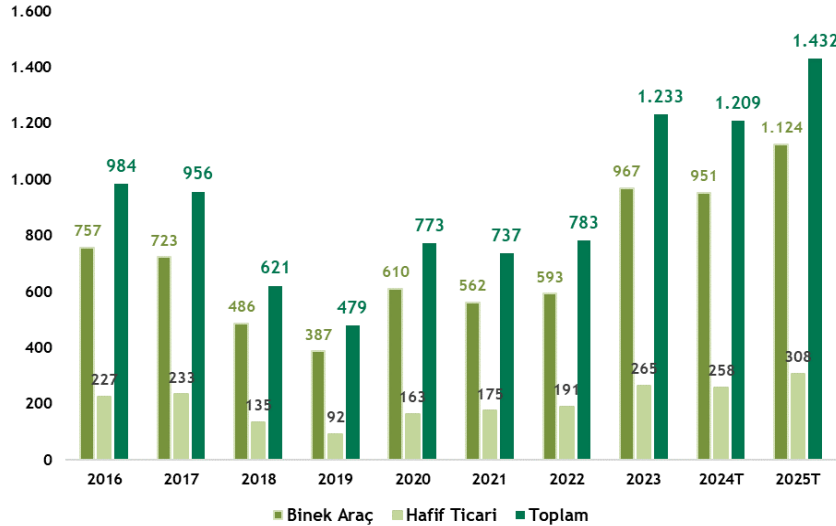


Kaynak: Türk Hava Yolları, KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

## Otomotiv Sektörü

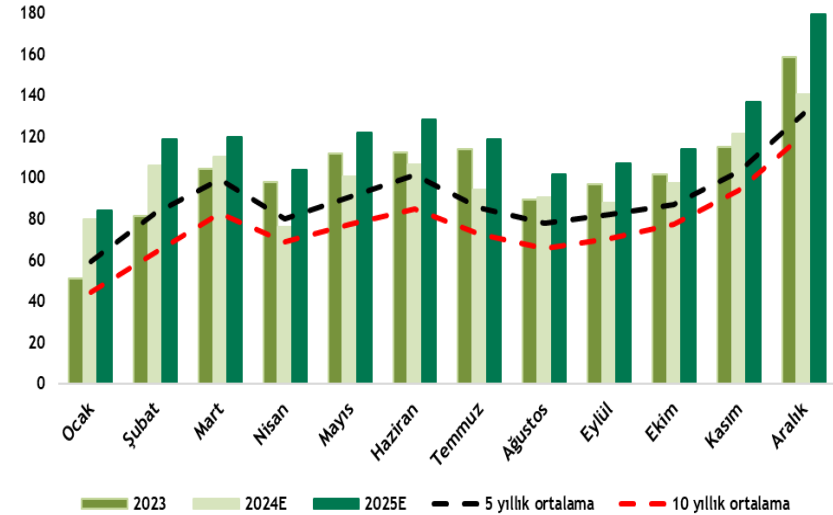
- Otomotiv sektörünün 2024'te, yılbaşındaki beklentilerin aksine görece daha iyi bir performans sergilediğini düşünmekteyiz. Geride bıraktığımız yıllarda üretim-arz kanalındaki problemlerin çözümlenmiş olmasıyla otomotiv piyasasında 2024 yılında araç bulunurluğunun artmış olması, elektrifikasyon süreciyle birlikte üretilen/ithal edilen & ürün gamı açısından çeşitliliği artıran elektrikli araçların tüketicilerin kullanımına sunulması ve sektöre sayısı giderek artan yeni yabancı oyuncuların dahil olması, otomotiv sektörünün beklentilerin ötesinde performans sergilemesinde öncü rol oynamışlardır. Yurtiçinde parasal sıkılaştırma adımları sonrası yüksek faiz ortamına girilmesi ve yüksek enflasyonun bireylerin alım gücünü düşürmesi, 2024 yılında sektör adına oluşan zorlu problemlerin ana nedenleridir. Özellikle TL'nin EUR & USD kurları karşısında değer kaybının sınırlı olması ve sektördeki Uzakdoğulu oyuncuların rekabet ortamını artırması, yerli oyuncuların fiyatlandırma stratejileri üzerinde baskı unsuru oluşturmuştur. Diğer taraftan; yılın genelinde görece yüksek seyreden kredi faiz oranları tüketicilerin finansmana erişimini zorlaştırmış, araç bulunurluğunun artmasıyla 2023'te yurtiçinde tüketicilerin makroekonomik şoklardan korunmak adına yatırım amaçlı araç piyasasına yönelmesi trendinin yerini yüksek mevduat ortamına bırakması, geçen seneki dinamiklerin değişmesinde önemli rol oynamıştır.

### Yurtiçi Otomotiv Pazarı (adet satış, bin)



Kaynak: Otomotiv Distribütörleri & Mobilite Derneği (ODMD), Şeker Yatırım

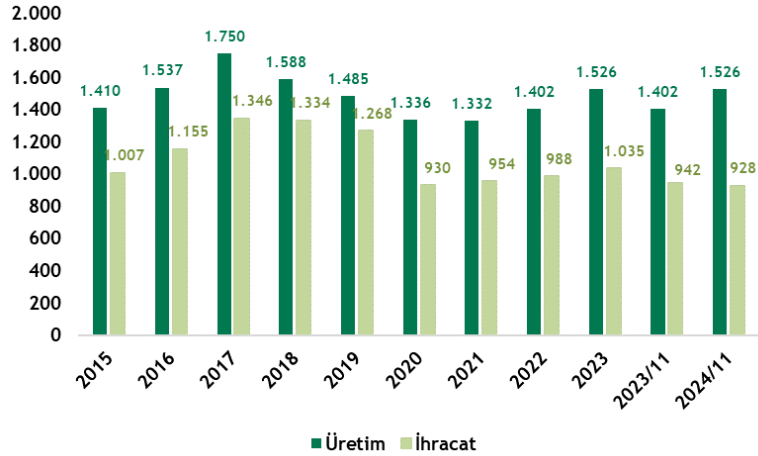
### Aylık İç Pazar (Binek + Hafif Ticari: adet satış, bin)



Kaynak: Otomotiv Distribütörleri & Mobilite Derneği (ODMD), Şeker Yatırım

# Otomotiv Sektörü

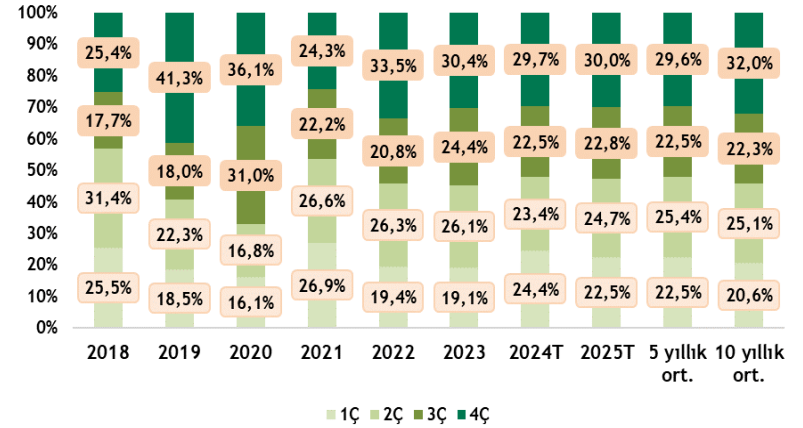
## Üretim & İhracat (adet satış, bin)



Kaynak: Otomotiv Sanayii Derneği

- ❖ 2024 yılının ilk yarısında 2023 yılının yüksek bazına rağmen ertelenmiş talebin olumlu etkisi, engelli vatandaşlar için ÖTV muafiyetli satışlar, otomotiv oyuncularının sınırlı fiyat artışları yapabilmesi ve GSR II regülasyonları kapsamında yapılan kampanyaların olumlu etkisiyle yurtiçi binek+ticari araç satışları yıllık %3,7'lik büyümeye göstererek 578bin adet civarında gerçekleşmiştir. Yılın ikinci yarısının ilk 5 ayında ise yurtiçi talebin dengelenmesi, kredi faiz oranlarının yüksekliği nedeniyle finansmana erişimde zorluk gibi nedenlerle yurtiçi binek+ticari araç satışları yıllık %5,1'lik daralma göstererek 490bin adet civarında gerçekleşmiştir. Sonuç olarak; toplam binek araç + hafif ticari araç + ağır ticari araç üretimi, 11A24 itibarıyla yıllık bazda %8,4 (binek araç: -%6,2, hafif ticari araç: -%11,4) daralma göstermiştir. Bu dönemde toplamda 1,28 milyon adet (11A23: 1,4 mn), binek araç tarafında ise 822bin adet (11A23: 876,3 bin) araç üretilmiştir. Toplam ihracat adedi ise 11A24'te yıllık %1,5 sınırlı düşüşle 11A23'deki 942,6 bin adetten 927,9 bin adete gerilemiştir. Yurtiçi perakende pazarı araç satışları (binek + hafif ticari), binek araçlar tarafında yaşanan sınırlı büyümeye rağmen (yıllık %1) hafif ticari araçlar tarafındaki daralmayla birlikte (yıllık %4) nedeniyle 11A24'te %0,5 düşüş göstererek 1.074bin adetten 1.068bin adete gerilemiştir.
- ❖ Avrupa pazarı/pazarları, Avrupa Birliği içerisindeki büyük pazarlardaki daralmalar/yatay büyümeler nedeniyle 11A24'te binek araç satışlarında ACEA verilerine göre yıllık %0,62'lik büyümeye kaydedebilmiştir (İngiltere, AB ve EFTA dahil). AB'nin binek araç satışları yıllık %0,4'lük, İngiltere'nin binek araç satışları yıllık %2,8'lik büyümeye yatay seyretmiş, EFTA ülkeleri binek araç satış adetleri ise yıllık %5 daralmıştır. Ticari araçlar tarafında ACEA verilerine göre yılın ilk 9 ayında AB büyümesi %5,3 olarak gerçekleşmiş, İngiltere yıllık %2,8 büyümeye kaydetmiş, toplamda ise (İngiltere, AB ve EFTA dahil) ticari araç büyümesi yıllık %4,9 olarak gerçekleşmiştir.

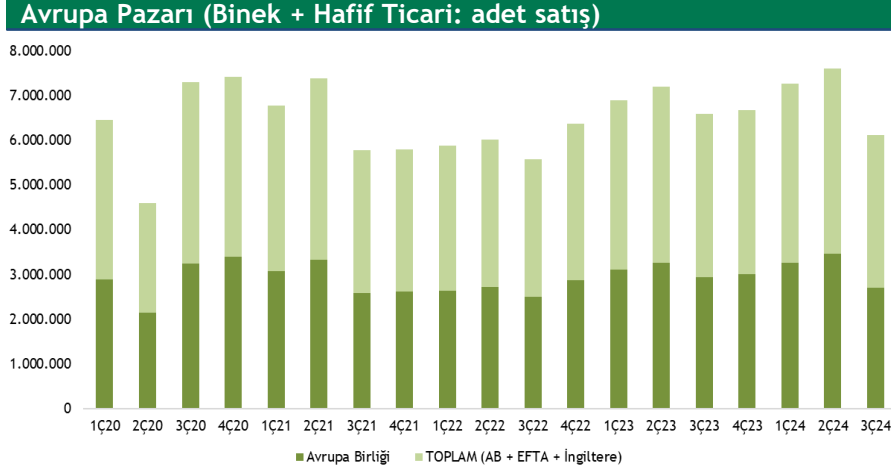
## Çeyreklik Yurtiçi Binek + Ticari Araç Satışları (adet satış, bin)



Kaynak: Otomotiv Distribütörleri & Mobilite Derneği (ODMD), Şeker Yatırım



## Otomotiv Sektörü



**Kaynak:** Avrupa Otomobil Üreticileri Derneği (ACEA)

❖ Genel olarak bakıldığında; AB ülkelerindeki zayıf seyir, büyük pazarların büyüme katkısı verememiş olmasından kaynaklı gözükmemektedir. Yeşil dönüşüm, elektrifikasyon süreci, zayıf AB büyümesi ve Uzakdoğulu oyuncuların rekabet ortamını kızıştırmaması, AB otomotiv sektörü için zayıflık yaratmıştır. Sıfır emisyon politikaları, lityum-iyon batarya temelli elektrikli araçların üretim & kullanımına geçiş ve içten yanmalı motorlu araç üretim sisteminin elektrikli araç üretimine doğru evriliyor olması, bu süreçte dönüşümden geçen AB pazarları açısından kritiktir. Diğer taraftan; Türkiye’de olduğu gibi AB otomobil üreticileri açısından da özellikle Çin’in elektrikli araç üretiminde maliyet avantajına, çok daha büyük üretim kapasitesine ve işgücü piyasasına sahip olması, 2024 yılı nezdinde ve 2025 yılı görünümünde risk unsuru oluşturmaktadır.

❖ Enflasyon tarafında yükselişin yavaşlaması ve EUR & USD’ye karşı aşırı TL oynaklığının sıkı para politikasıyla daha öngörülebilir olacağı düşüncemizle, daha normalize olmuş pazar koşulları oluşacağını öngörmekteyiz. 2025 yılı genelinde özellikle yılın ikinci yarısında faiz indirimlerinin piyasa ortamını rahatlatacağını, tüketicilerin daha rahat finansmana erişim olanağıyla yurtiçi talebin 2024’e göre canlanacağını düşünmekteyiz. Binek ve ticari araçlarda yerli ve yabancı oyuncuların yapacağı yeni model lansmanlarının ve elektrikli araçların piyasaya sürülmesi ile birlikte otomotiv sektörü açısından büyümeyi destekleyecek unsurlar olacağını düşünüyoruz. 2025 yılı için yurt içi binek araç + hafif ticari araç satışlarının geçen seneki performansının üzerinde seyrederek toplamda yıllık %18,4 büyüme göstereceğini öngörüyoruz. Ayrıca; elektrifikasyon sürecinde yerli otomobil üreticilerinin bu alanda yapmış oldukları yatırımların yansımalarının ilerleyen dönemlerde güçlü olacağını düşünüyor; aynı zamanda elektrikli şarj istasyonları konusunda faaliyetlerin hızlanması gerekliliğinin, bu dönüşümü önemli ölçüde destekleyeceğini belirtiyoruz. Çinli oyuncuların rekabet koşullarını zorlaştırması, fiyatlama ortamında kötüleşme, tüketicinin finansmana erişiminde zorluklar, Avrupa otomotiv sektörünün daralması/yatay seyretmesinin ihracatçı şirketler açısından baskı unsuru oluşturması, sektör için aşağı yönlü riskler olarak ön plana çıkmaktadır.

## Doğuş Otomotiv (AL, Hedef Fiyat: TRY 301,90)

Getiri Potansiyeli: 54%

## Pazar Kazanımlarıyla Elektrifikasyon Yolculuğu Devam Ediyor...

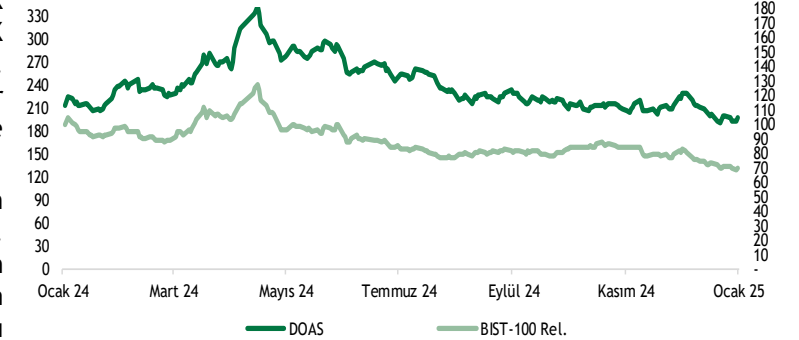
➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı modelimizde yaptığımız güncellemelerden dolayı 347,00 TL'den 301,90 TL'ye hafif aşağı yönlü revize ediyor; "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak Doğuş Otomotiv, 2025T 2.7x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 3.3x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %54'e işaret etmektedir.

➤ Doğuş Otomotiv'in toplam araç satışları 11A24'da 163bin adete ulaşmıştır (yıllık +%4,6), toplam pazar payı da %14,8'e yükselmiştir. 11A24'te pazarın (binek araç + hafif ticari araç) toplam araç adet büyümesi yıllık %0,5 artış göstermişken Şirket'in satış adetlerinin toplam pazar büyümesinin üzerinde büyümesini takdir ediyoruz. Şirket'in 2024'te Škoda hariç binek + ticari araç (Scania dahil) satış adetinin 145.6bin adet olarak, Škoda dahil toplam satış adetinin ise 186.3bin adet olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

➤ Hatay bölgesine yapılan deprem bağışlarının da etkisiyle faaliyet karlılığında düşüş, iştiraklerden özkaynak değerlendirme yöntemiyle yazılan zararlar, yüksek vergi giderleri ve net parasal pozisyon kayıplarıyla Şirket, 9A24'te sert kar ve FAVÖK daralması yaşamıştır. Şirket'in 2024'te yıllık %15,2'lik reel daralma ile 182.6milyar TL'lik satış geliri elde etmesini, 2025'te ise bu daralmayı telafi ederek yıllık %14,9'luk reel satış geliri büyümesiyle 209.8milyar TL'lik net satış geliri elde edebileceğini hesaplıyoruz. Şirket için 2024 FAVÖK rakamı beklentimiz 12.9milyar TL olurken 2025'te faaliyet giderlerinin satış gelirlerine oranla daha düşük büyüyeceği beklentimize paralel FAVÖK'ün 20.1milyar seviyesine ulaşacağını tahmin etmekteyiz. FAVÖK marjının 2024'te 9.6 yp daralmasını beklediğimiz Şirket'in, 2025'te FAVÖK marjının 2.5 yp toparlanarak %9,6 seviyesine ulaşabileceğini hesaplamaktayız. Şirket için net kar beklentimiz 2024 için 7.15milyar TL, 2025 için 13.2milyar TL'dir. Şirket'in, 2024 yılı karından %7,5'e karşılık gelen temettü verimiyle birlikte kar payı dağıtımını yapabileceğini öngörüyoruz.

➤ Elektrifikasyon sürecinde Şirket'in Grup bünyesinde bulunan markalarda en az bir elektrikli modeli piyasaya sürmesini stratejik açıdan tutarlı buluyoruz. Trafiğe katılan araç sayısının artıyor olması ve TÜVTÜRK'ün fiyat tarifesinin her yıl güncellenmesiyle birlikte TÜVTÜRK'ün kuvvetli katkısının devam edeceğini düşünmekteyiz. Geniş bayi ağı ve bunların sağladığı satış sonrası hizmetlerin karlılık marjları açısından Şirket'e pozitif etkisinin önemli ölçüde artacağını öngörüyoruz.

| Kod                          | DOAS TI/DOAS IS | Kapanış                             | 196,20  |
|------------------------------|-----------------|-------------------------------------|---------|
| Piyasa Değeri (mn TL)        | 43.164          | Son 12 Ay En Yüksek                 | 356,24  |
| Piyasa Değeri (mn \$)        | 1.224           | Son 12 Ay En Düşük                  | 190,00  |
| Firma Değeri (mn TL)         | 53.276          | Beta                                | 0,76    |
| Firma Değeri (mn \$)         | 1.520           | Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 20,60   |
| Halka Açıklık Oranı (%)      | 39,5            | Yabancı Sahiplik Oranı (%)          | 22,20   |
| Anahtar Rakamlar (mn TL)     |                 |                                     |         |
|                              | * 2022          | * 2023                              | 2024T   |
| Satış Gelirleri              | 127.757         | 215.478                             | 182.627 |
| Büyüme (%)                   |                 | 68,7%                               | -15,2%  |
| FAVÖK                        | 19.613          | 35.627                              | 12.912  |
| FAVÖK Marjı (%)              | 15,4%           | 16,5%                               | 7,1%    |
| Net Kar                      | 22.542          | 28.330                              | 7.148   |
| Pay Başına Kar               | 102,46          | 128,77                              | 32,49   |
| Temettü Verimi               | 8,7%            | 18,3%                               | 7,5%    |
| Net Borç/FAVÖK (x)           | -0,13           | -0,08                               | -0,87   |
| Net Borç/Özsermaye (x)       | -0,06           | -0,05                               | -0,20   |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı |                 | 54,1%                               | 12,2%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı     |                 | 33,4%                               | 7,4%    |
| Değerleme Çarpanları         |                 |                                     |         |
|                              | * 2022          | * 2023                              | 2024T   |
| F/K                          | 1,9             | 1,5                                 | 6,0     |
| FD/FAVÖK                     | 2,7             | 1,5                                 | 4,1     |
| FD/Satışlar                  | 0,4             | 0,2                                 | 0,3     |
| F/DD                         | 1,0             | 0,7                                 | 0,8     |
| Getiri                       |                 |                                     |         |
|                              | 1A              | 3A                                  | YBB     |
| TL Getiri (%)                | -11,9           | -6,0                                | 1,2     |
| \$ Getiri (%)                | -13,4           | -9,0                                | 1,2     |
| BIST-100 Relatif (%)         | -14,1           | -17,0                               | -1,2    |



Kaynak: KAP, Doğuş Otomotiv Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Ford Otosan (AL, Hedef: TRY 1.491,00)

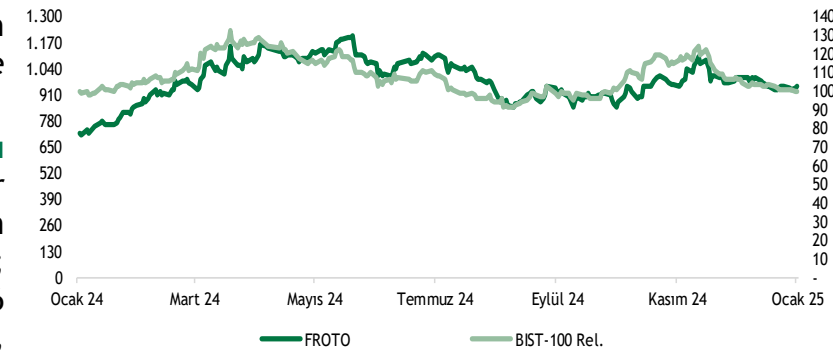
## Getiri Potansiyeli: 57%

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı modelimizde yaptığımız güncellemelerden ve 10 yıllık risksiz faiz ortalamamızı %18'e çektiğimizden dolayı 1.320,00 TL'den 1.491,00 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor; "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2025T 7.0x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 6.4x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %57'e işaret etmektedir.

➤ Elektrifikasyon süreci ve yeni modellerle Ford Otosan, toplam üretim kapasiteni 900.000 adet üzerine çıkarmayı planlanıyor. Bu yatırımların, şirketin ihracata dayalı iş modelini ve iç pazardaki kârlılık odaklı stratejisini destekleyeceğini düşünüyoruz. Ürün karmasındaki olumlu değişimlerin ve cost plus ihracat anlaşmalarının hem satış hacimlerine hem de kârlılık tarafına anlamlı katkı sağlamasını bekliyoruz. Şirket, elektrifikasyon stratejisi doğrultusunda 2025 yılına kadar ürettiği tüm modellerde elektrikli seçenekler sunmayı hedeflemektedir. Şirket'in; yeni nesil Custom & VW iş birliğiyle 1 tonluk orta ticari araç üretiminin devreye girmesiyle bu gelişmenin Ford Otosan'ın 2025'te ihracat hacimlerini destekleyeceğini düşünüyoruz. 2025'te Şirket'in ihracat hacminin yıllık %15,7 artış göstererek 631.450 adete yükselmesini bekliyoruz.

➤ **Ford Otosan'ın istikrarlı temettü dağıtım politikasını takdir ediyoruz.** Şirket, 2004 yılından bu yana istikrarlı bir şekilde temettü dağıtmaktadır. Şirket için 2025 yılı için %6,3'lük bir temettü getirisi hesaplıyoruz. Sonuç olarak; Şirket'in 2024 yılsonunda 585.2 milyar TL net satış geliri, 44.6 milyar TL FAVÖK ve 38.9 milyar TL net kâr elde etmesini, 2025'te ise 779.9 milyar TL net satış geliri, 62.1 milyar TL FAVÖK ve 52.4 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.

| Kod                          | FROTO TI/FROTO IS | Kapanış                             | 951,50   |         |
|------------------------------|-------------------|-------------------------------------|----------|---------|
| Piyasa Değeri (mn TL)        | 333.891           | Son 12 Ay En Yüksek                 | 1.231,50 |         |
| Piyasa Değeri (mn \$)        | 9.466             | Son 12 Ay En Düşük                  | 697,53   |         |
| Firma Değeri (mn TL)         | 433.087           | Beta                                | 0,88     |         |
| Firma Değeri (mn \$)         | 12.374            | Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 32,73    |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)      | 20,3              | Yabancı Sahiplik Oranı (%)          | 33,92    |         |
| Anahtar Rakamlar (mn TL)     | * 2022            | * 2023                              | 2024T    | 2025T   |
| Satış Gelirleri              | 465.703           | 594.704                             | 585.180  | 779.864 |
| Büyüme (%)                   | 27,7%             | 27,7%                               | -1,6%    | 33,3%   |
| FAVÖK                        | 49.763            | 72.307                              | 44.615   | 62.078  |
| FAVÖK Marjı (%)              | 10,7%             | 12,2%                               | 7,6%     | 8,0%    |
| Net Kar                      | 40.036            | 70.826                              | 38.884   | 52.431  |
| Pay Başına Kar               | 114,09            | 201,84                              | 110,81   | 149,41  |
| Temettü Verimi               | 8,1%              | 7,5%                                | 4,7%     | 6,3%    |
| Net Borç/FAVÖK (x)           | -1,32             | -1,20                               | -2,41    | -2,32   |
| Net Borç/Özsermaye (x)       | -0,89             | -0,83                               | -1,09    | -1,05   |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı | 79,0%             | 79,0%                               | 38,1%    | 44,4%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı     | 25,1%             | 25,1%                               | 12,1%    | 12,9%   |
| Değerleme Çarpanları         | * 2022            | * 2023                              | 2024T    | 2025T   |
| F/K                          | 8,3               | 4,7                                 | 8,6      | 6,4     |
| FD/FAVÖK                     | 8,7               | 6,0                                 | 9,7      | 7,0     |
| FD/Satışlar                  | 0,9               | 0,7                                 | 0,7      | 0,6     |
| F/DD                         | 4,5               | 3,2                                 | 3,4      | 2,4     |
| Getiri                       | 1A                | 3A                                  | YBB      | 12A     |
| TL Getiri (%)                | -4,3              | 12,1                                | 1,5      | 35,2    |
| \$ Getiri (%)                | -6,0              | 8,7                                 | 1,5      | 13,8    |
| BIST-100 Relatif (%)         | -6,7              | -1,0                                | -0,9     | -0,5    |



Kaynak: KAP, Ford Otosan, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.



## Tofaş (AL, Hedef Fiyat: 299,40 TL)

Getiri Potansiyeli: 43%

2024'te Zayıf Performans, Ancak Toparlanma Potansiyelini Koruyor...

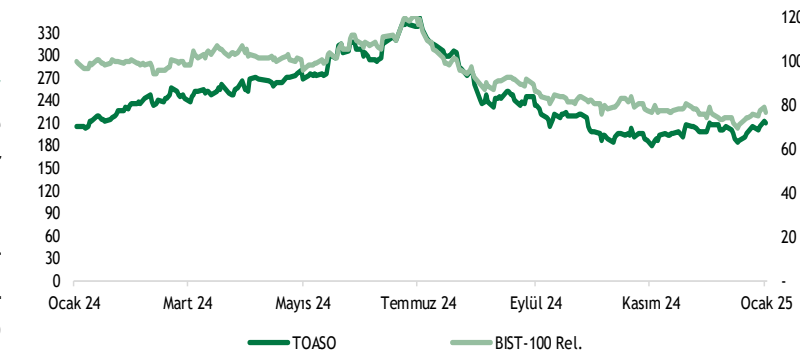
Şirket için hedef pay fiyatımızı modelimizde yaptığımız güncellemelerden dolayı 341,90 TL'den 299,40 TL'ye hafif aşağı yönlü revize ediyor; "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak Tofaş, 2025T 6.3x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 10.1x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %43'e işaret etmektedir.

Şirket'in al ya da öde anlaşmaları ile korunan finansal yapısını ve FCA'nın yarattığı marka gücünün etkisini olumlu buluyoruz. 2025 başından itibaren Stellantis işbirliği neticesinde beş marka için öngörülen yeni K0 modelinin hafif ticari araç ve Combi versiyonlarının Türkiye'de üretim ve satış hakkının Tofaş'a verilmesinin Şirket payları üzerinde orta-uzun vadede yukarı yönlü risk oluşturacağını düşünüyoruz. Şu an sadece Fiat için üretilen söz konusu araçların Türkiye'de dağıtım hakkı Tofaş'a verilmiş olup, Stellantis Otomotiv paylarının Tofaş tarafından devralınması durumunda, diğer Stellantis markalarının Türkiye'deki dağıtım hakkı da Tofaş'a geçecektir. Ayrıca; Stellantis Otomotiv Pazarlama'nın devralınması sürecinin devam etmesi ve olumlu sonuçlanması ihtimali de Şirket için katalizör etkisi görmektedir.

**Tofaş'ın istikrarlı temettü dağıtım politikasını takdir ediyoruz.** Şirket, 2005 yılından bu yana istikrarlı bir şekilde temettü dağıtmaktadır. Şirket için 2025 yılı için %4,0'lük bir temettü getirisi hesaplıyoruz.

**2024 & 2025 beklentileri:** Sonuç olarak; Şirket'in 2024 yılsonunda 125.6 milyar TL net satış geliri, 11.4 milyar TL FAVÖK ve 6.9 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz. 2025 yılında ise Şirket'in 209.4 milyar TL net satış geliri, 16.3 milyar TL FAVÖK ve 10.4 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.

| Kod                          | OASO T1/TOASO IS | Kapanış                             | 2024    | 2025T   |
|------------------------------|------------------|-------------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (mn TL)        | 104.700          | Son 12 Ay En Yüksek                 |         | 353,75  |
| Piyasa Değeri (mn \$)        | 2.968            | Son 12 Ay En Düşük                  |         | 179,50  |
| Firma Değeri (mn TL)         | 102.929          | Beta                                |         | 0,98    |
| Firma Değeri (mn \$)         | 2.917            | Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$) |         | 34,19   |
| Halka Açıklık Oranı (%)      | 24,5             | Yabancı Sahiplik Oranı (%)          |         | 25,47   |
| Anahtar Rakamlar (mn TL)     |                  |                                     |         |         |
|                              | * 2022           | * 2023                              | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri              | 179.057          | 184.229                             | 125.630 | 209.380 |
| Büyüme (%)                   |                  | 2,9%                                | -31,8%  | 66,7%   |
| FAVÖK                        | 23.886           | 25.910                              | 11.417  | 16.258  |
| FAVÖK Marjı (%)              | 13,3%            | 14,1%                               | 9,1%    | 7,8%    |
| Net Kar                      | 13.534           | 21.777                              | 6.897   | 10.363  |
| Pay Başına Kar               | 27,07            | 43,55                               | 13,79   | 20,73   |
| Temettü Verimi               | 3,4%             | 8,9%                                | 2,6%    | 4,0%    |
| Net Borç/FAVÖK (x)           | 0,62             | 0,73                                | -1,07   | -0,98   |
| Net Borç/Özsermaye (x)       | 0,40             | 0,35                                | -0,30   | -0,32   |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı |                  | 48,1%                               | 14,7%   | 22,7%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı     |                  | 19,8%                               | 7,0%    | 10,0%   |
| Değerleme Çarpanları         |                  |                                     |         |         |
|                              | * 2022           | * 2023                              | 2024T   | 2025T   |
| F/K                          | 7,7              | 4,8                                 | 15,2    | 10,1    |
| FD/FAVÖK                     | 4,3              | 4,0                                 | 9,0     | 6,3     |
| FD/Satışlar                  | 0,6              | 0,6                                 | 0,8     | 0,5     |
| F/DD                         | 2,8              | 2,0                                 | 2,6     | 2,1     |
| Getiri                       |                  |                                     |         |         |
|                              | 1A               | 3A                                  | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)                | 6,2              | 6,3                                 | 2,1     | 4,9     |
| Ş Getiri (%)                 | 4,4              | 3,0                                 | 2,0     | -11,7   |
| BIST-100 Relatif (%)         | 3,6              | -6,1                                | -0,4    | -22,8   |



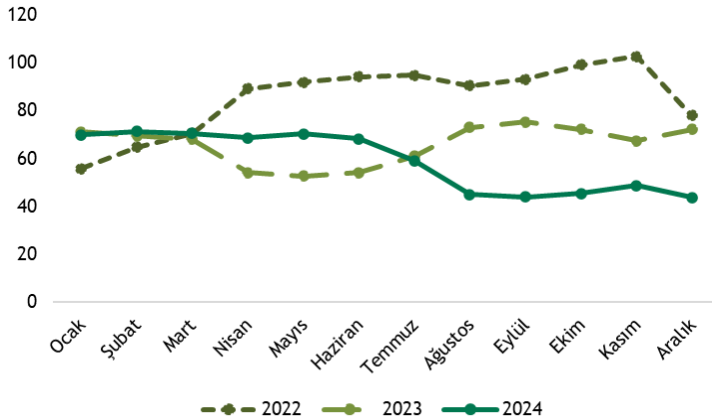
Kaynak: KAP, Tofaş, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Gıda Perakendeciliği

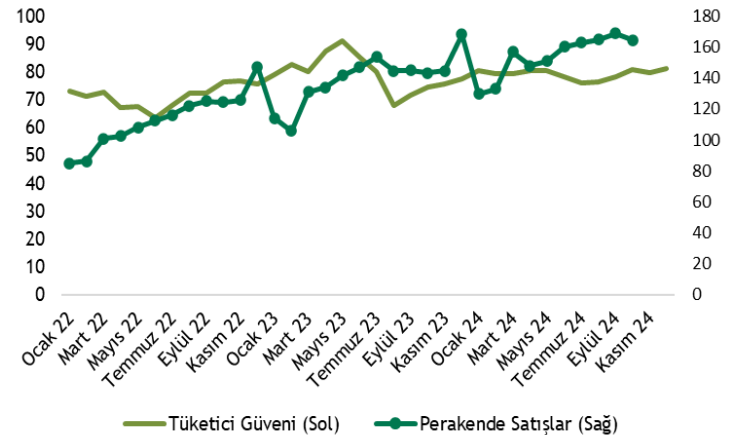
- Enflasyonist baskıların ana problem olduğu 2024 yılında gıda perakendeciliği sektörü, tüketicilerin tüketim sepetinin ağırlıklı olarak temel ihtiyaç ve gıda ürünleri yönünde şekillenmesiyle operasyonel açıdan büyümelerini devam ettirme imkânı bulmuşlardır. Yüksek enflasyonun tüketicilerin satın alma gücünde düşüşe neden olması ve yıl içinde asgari ücrette herhangi bir düzeltmenin yapılmaması, tüketicilerin daha ucuz ve indirimli perakende kanallarına yönelmesine yol açmıştır. Bu durum, perakende şirketlerini çeşitli satış kampanyaları, fiyat indirimleri ve özel markalı ürünlerle tüketici taleplerine karşılık vermeye yöneltmiştir. Tüketicilerin mağaza alışverişlerinde özel markalı ürünleri tercih etme oranının artması, temel tüketim malları ve gıda ürünlerine yönelik talebin canlı kalmasını sağlamıştır. Perakende şirketleri online satış, yemek servis hizmetleri ve paketlenmiş hazır yemek üretimi gibi kanallarla faaliyetlerini desteklemiş ve çok kanallı büyüme stratejilerini sürdürmüştür. Perakende sektörü şirketlerinin online satış kanallarına yatırım yapmaya devam etmesi; şirketler adına hem satış gelirlerinin büyümesine hem de müşteri tabanının genişlemesine ve karlılık oranlarına olumlu yansımaktadır. 2025 yılı için geçtiğimiz dönemlere kıyasla gıda ve hızlı tüketim ürünlerinde fiyat artış hızının yavaşlamasını bekliyor ve bu durumun, tüketici güveninin desteklenmesi açısından perakende şirketlerinin faaliyetlerine görece pozitif katkıda bulunabileceğini düşünüyoruz. Yurt içinde perakende sektörü oyuncularının müşteri trafiğindeki büyümeyi koruyabileceğini, mağaza açılışlarındaki kuvvetli seyrin devam edeceğini ve online kanallarla satışlarından desteklenmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Diğer taraftan; 2025 için asgari ücrete yapılan %30'luk artışın personel giderlerinde kısa dönemli sınırlı baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca; enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişler, artan enerji maliyetleri ve kira oranlarında yukarı yönlü güncellemeler sebebiyle yükselebilecek mağaza maliyetlerinin, perakende sektörü şirketleri için aşağı yönlü riskler olduğunu da ekliyoruz.

**Grafik 1: Gıda ve Alkolsüz İçecekler Enflasyonu (Yıllık %)**



Kaynak: TUIK

**Grafik 2: Tüketici Güveni ve Perakende Satışlar**



Kaynak: TÜİK

## BİM (AL, Hedef Fiyat: 766,10 TL)

Getiri Potansiyeli: 44%

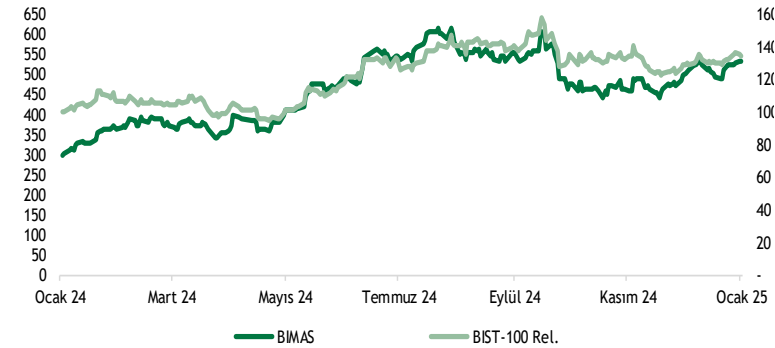
Sağlam finansal yapısı ve mağaza ağı büyümesi ile güçlü görünüm devam ediyor...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı modelimizde yaptığımız güncellemelerden ve 10 yıllık risksiz faiz ortalamamızı %18'e çektiğimizden dolayı 743,00 TL'den 766,10 TL'ye hafif yukarı yönlü revize ediyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak Bim, 2025T 9.4x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 11.7x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %44'e işaret etmektedir.

➤ Özel markalı ürün portföyü, mağaza açılışlarındaki kuvvetli seyir, enflasyonist ortamın tüketici alışkanlıklarında yol açtığı değişiklik sonucu mağaza sepet hacmindeki yükselişin Bim'in 2025 yılında da güçlü performans sergilemesindeki temel unsurlar olacağını düşünüyoruz.

➤ Güçlü organik büyümesi ve sağlam finansal yapısı ile BİM, takdir ettiğimiz şirketler arasında yer almaktadır. Net kârda sürdürülebilir büyüme ve hedeflenen FAVÖK seviyelerinin korunması, yurt dışı operasyonların katkısı, yurt içi ve yurt dışında artan büyüme iştahı ve başarılı iş modeline paralel olarak Bim hisselerini olumlu değerlendiriyoruz. Borçsuz finansal yapısı, döviz riski taşımaması ve güçlü nakit akışına sahip olması nedeniyle BİM için "AL" önerimizi koruyoruz. Diğer taraftan; 2025 yılı için asgari ücrete yapılan tek seferlik %30'luk artışın kısa dönem için Şirket finansalları üzerinde hafif baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca; enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişler, artan enerji maliyetleri ve kurlarda meydana gelebilecek dalgalanmalar sebebiyle yükselebilecek mağaza inşaat maliyetlerinin, Şirket için aşağı yönlü riskler olduğunu da ekliyoruz. Şirket'in 2024 yılsonunda 521.6 milyar TL net satış geliri, 21.8 milyar TL FAVÖK ve 21.4 milyar TL net kâr; 2025 yılında ise Şirket'in 734.2 milyar TL net satış geliri, yaklaşık 36 milyar TL FAVÖK ve 27.5 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.

| Kod                          | BIMAS T1/BIMAS 1S | Kapanış                             | 531,00  |         |
|------------------------------|-------------------|-------------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (mn TL)        | 322.423           | Son 12 Ay En Yüksek                 | 620,95  |         |
| Piyasa Değeri (mn \$)        | 9.141             | Son 12 Ay En Düşük                  | 285,63  |         |
| Firma Değeri (mn TL)         | 336.872           | Beta                                | 0,91    |         |
| Firma Değeri (mn \$)         | 9.565             | Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 55,43   |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)      | 71,8              | Yabancı Sahiplik Oranı (%)          | 48,34   |         |
| Anahtar Rakamlar (mn TL)     |                   |                                     |         |         |
|                              | * 2022            | * 2023                              | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri              | 403.182           | 474.200                             | 521.623 | 734.202 |
| Büyüme (%)                   |                   | 17,6%                               | 10,0%   | 40,8%   |
| FAVÖK                        | 19.854            | 19.682                              | 21.847  | 35.985  |
| FAVÖK Marjı (%)              | 4,9%              | 4,2%                                | 4,2%    | 4,9%    |
| Net Kar                      | 23.961            | 22.294                              | 21.421  | 27.537  |
| Pay Başına Kar               | 39,46             | 36,72                               | 35,28   | 45,35   |
| Temettü Verimi               | 3,3%              | 3,0%                                | 2,0%    | 2,6%    |
| Net Borç /FAVÖK (x)          | -0,67             | -0,80                               | -0,84   | -0,59   |
| Net Borç /Özsermaye (x)      | -0,16             | -0,16                               | -0,17   | -0,14   |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı |                   | 24,1%                               | 20,7%   | 21,5%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı     |                   | 11,3%                               | 9,7%    | 10,2%   |
| Değerleme Çarpanları         |                   |                                     |         |         |
|                              | * 2022            | * 2023                              | 2024T   | 2025T   |
| F/K                          | 13,5              | 14,5                                | 15,1    | 11,7    |
| FD/FAVÖK                     | 17,0              | 17,1                                | 15,4    | 9,4     |
| FD/Satışlar                  | 0,8               | 0,7                                 | 0,6     | 0,5     |
| F/DD                         | 3,8               | 3,2                                 | 3,0     | 2,2     |
| Getiri                       |                   |                                     |         |         |
|                              | 1A                | 3A                                  | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)                | 6,6               | 12,1                                | 0,5     | 85,3    |
| Ş Getiri (%)                 | 4,8               | 8,6                                 | 0,4     | 55,9    |
| BIST-100 Relatif (%)         | 4,0               | -1,0                                | -2,0    | 36,3    |



Kaynak: KAP, Bim, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Migros (AL, Hedef Fiyat: 794,50 TL)

Getiri Potansiyeli: 50%

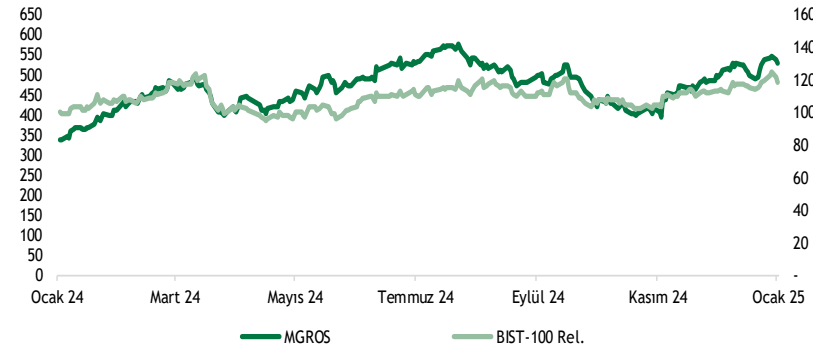
Net nakit pozisyonu & pazar payı gelişimiyle olumlu bakış açımızı koruyoruz...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı modelimizde yaptığımız güncellemelerden ve 10 yıllık risksiz faiz ortalamamızı %18'e çektiğimizden dolayı 685,00 TL'den 794,50 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor; "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak Bim, 2025T 4.6x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 9.2x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %50'ye işaret etmektedir.

➤ Migros'un yüksek enflasyon ortamında rekabetçi pazar koşullarına rağmen fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern ve toplam FMCG pazarındaki pazar payını yükseltebilmesini/koruyabilmesini olumlu buluyoruz. Online kanalları oldukça etkin şekilde kullanabilen Migros'un çeşitli iştirakleriyle yaratmış olduğu iş kollarının da ilerleyen dönemlerde katkılarının artarak devam edeceğini düşünüyoruz. Güçlü SNA yaratımı, reel satış büyümesi, artan FAVÖK marjı ve toplam finansal borcun önceki yıllara göre oldukça düşük seviyelerde olması; Şirket için olumlu görüşümüzü desteklemektedir. 2025 yılı için asgari ücrete yapılan %30,0'lik artışın kısa dönem için Şirket finansalları üzerinde hafif baskı oluşturabileceğini düşünüyor; enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişlerin, sektörde artan rekabet dolayısıyla yaşanabilecek pazar payı kaybının ve artan enerji maliyetlerinin Şirket için aşağı yönlü riskler olabileceğini de ekliyoruz.

➤ **2024&2025 Beklentileri:** Şirket'in 2024 yılsonunda 291.9 milyar TL net satış geliri, 14.2 milyar TL FAVÖK ve 6.9 milyar TL net kâr; 2025 yılında ise 392 milyar TL net satış geliri, 20 milyar TL FAVÖK ve 10.5 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.

| Kod                             | MGROS TI /MGROS IS | Kapanış                             | 2022    | 2023    | 2024T | 2025T  |
|---------------------------------|--------------------|-------------------------------------|---------|---------|-------|--------|
| Piyasa Değeri (mn TL)           | 95.868             | Son 12 Ay En Yüksek                 |         |         |       | 580,29 |
| Piyasa Değeri (mn \$)           | 2.718              | Son 12 Ay En Düşük                  |         |         |       | 325,73 |
| Firma Değeri (mn TL)            | 91.451             | Beta                                |         |         |       | 0,94   |
| Firma Değeri (mn \$)            | 2.589              | Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$) |         |         |       | 23,67  |
| Halka Açıklık Oranı (%)         | 50,8               | Yabancı Sahiplik Oranı (%)          |         |         |       | 28,84  |
| <b>Anahtar Rakamlar (mn TL)</b> |                    |                                     |         |         |       |        |
| Satış Gelirleri                 | 202.823            | 262.299                             | 291.868 | 392.163 |       |        |
| Büyüme (%)                      |                    | 29,3%                               | 11,3%   | 34,4%   |       |        |
| FAVÖK                           | 5.430              | 4.650                               | 14.215  | 20.010  |       |        |
| FAVÖK Marjı (%)                 | 2,7%               | 1,8%                                | 4,9%    | 5,1%    |       |        |
| Net Kar                         | 13.196             | 12.747                              | 6.864   | 10.472  |       |        |
| Pay Başına Kar                  | 72,88              | 70,40                               | 37,91   | 57,84   |       |        |
| Temettü Verimi                  | 1,6%               | 1,9%                                | 0,7%    | 1,1%    |       |        |
| Net Borç/FAVÖK (x)              | 0,53               | 1,15                                | 0,56    | 0,33    |       |        |
| Net Borç/Özsermaye (x)          | 0,07               | 0,10                                | 0,15    | 0,10    |       |        |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı    |                    | 27,8%                               | 13,2%   | 18,0%   |       |        |
| Ortalama Aktif Karlılığı        |                    | 10,2%                               | 4,9%    | 6,6%    |       |        |
| <b>Değerleme Çarpanları</b>     |                    |                                     |         |         |       |        |
| F/K                             | 7,3                | 7,5                                 | 14,0    | 9,2     |       |        |
| FD/FAVÖK                        | 16,8               | 19,7                                | 6,4     | 4,6     |       |        |
| FD/Satışlar                     | 0,5                | 0,3                                 | 0,3     | 0,2     |       |        |
| F/DD                            | 2,4                | 1,8                                 | 1,8     | 1,5     |       |        |
| <b>Getiri</b>                   |                    |                                     |         |         |       |        |
| TL Getiri (%)                   | 6,9                | 26,3                                | -3,2    | 62,3    |       |        |
| Ş Getiri (%)                    | 5,0                | 22,3                                | -3,3    | 36,6    |       |        |
| BIST-100 Relatif (%)            | 4,2                | 11,5                                | -5,5    | 19,4    |       |        |

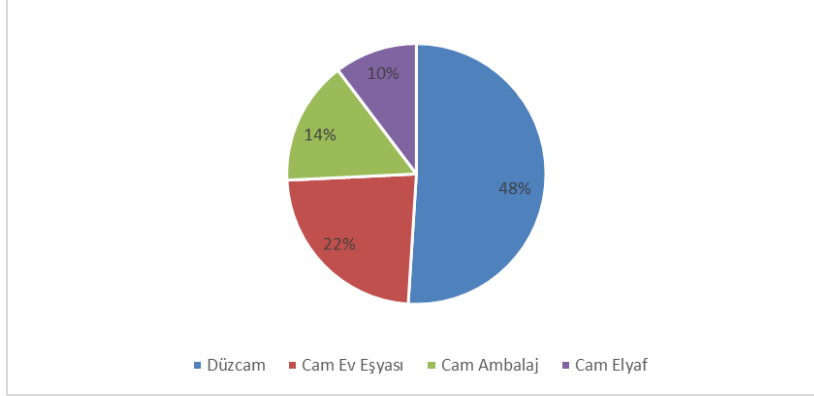


Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

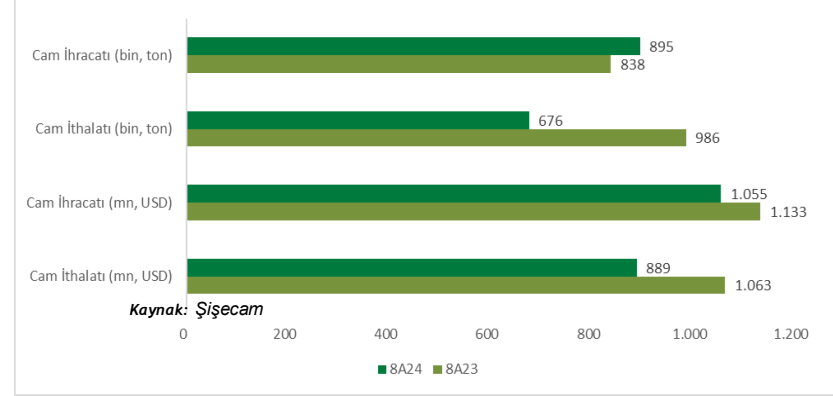
## Cam Sektörü

### Türkiye Cam İhracatı 8A2024 (değer Bazında)



Kaynak: Şişecam

### Türkiye Cam İthalatı ve İhracatı



Kaynak: Şişecam

Cam sektörü; ürettiği ürünlerle birçok sektörde faaliyet gösteren ana üreticilere cam tedarik eden temel sanayi alanlarından biri olup, ülke ekonomileri açısından büyük önem taşımaktadır. Cam sektörü, tedarikçisi olduğu; otomotiv, inşaat, beyaz eşya ve turizm gibi sektörleri etkileyen gelişmeler ve dinamiklerden de etkilenmektedir. Yılın ilk 9 ayında Türkiye ekonomisi yıllık bazda %3,2 oranında büyüme gerçekleştirmiştir. Türkiye cam dış ticaretinde 2024 yılının ilk sekiz ayında değer bakımından geçen senenin aynı dönemine göre ihracat ve ithalatta azalış göstermiştir. Cam ithalatı bu dönemde geçen yıl aynı döneme göre miktar bazında %32; değer bazında %16 azalmıştır. Türkiye'nin cam ihracatı da aynı dönemde geçen yıl aynı döneme göre miktar bazında %7 artmasına karşın; değer bazında %7 azalış kaydetmiştir.

2024 yılı ilk sekiz ayı geçen yılın aynı dönemine göre kıyaslandığında; cam ithalatı miktar bazında %32 oranında azalışla 676bin ton olarak, değer bazında da %16 oranında azalışla 889mn USD olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde cam ihracatı ise miktar bazında %7 oranında artışla 895bin ton olarak, değer bazında da %7 oranında azalışla 1.055mn USD olarak gerçekleşmiştir. Diğer sektörlerde de olduğu gibi cam sektörünün de piyasalardaki dengesizlik ve enerji krizi gibi faktörlerden etkilenme ihtimali bulunmaktadır. Türkiye'de şu an için mevcut üretimin devam etmesi öngörülmekte olup küresel anlamda birçok enerji yoğun sanayide olduğu gibi cam sanayisinde de yenilebilir enerji kaynaklarına verilen önemin her geçen yıl daha da artması beklenmektedir. Bununla birlikte, 2025 yılında doğal gaz fiyatlarının, jeopolitik riskler haricinde karlılık üzerinde çok büyük bir baskı oluşturmayacağını düşünmekteyiz. 2024 yılında, sıkı para politikalarının etkisiyle özellikle girdi verilen cam sanayi ürünlerinde (inşaat, beyaz eşya, otomotiv ve turizm) gibi sektörlerde talepte azalma meydana geldi. Dolayısıyla bu sektörlerde tedarik sağlayan cam sektörü için de dolaylı bir risk unsuru oluşturdu. 2025 yılında ise 2024 yılının ikinci yarısında global tarafta başlayan faiz indirimleri, ECB ve sonrasında FED'den gelen faiz indirimlerinin 2025 yılında da devam etme beklentisi ve yurtiçi tarafta da parasal gevşeme sürecinin devam edecek olması ekonomik toparlanma için potansiyel bir sinyal olsa da cam sektörü, tedarikçisi olduğu; inşaat, beyaz eşya, otomotiv ve turizm gibi sektörlerde 2025 yılının ilk yarısında zayıf talep ortamının devam etmesini bekliyoruz. Buna karşın yılın ikinci yarısından sonra ekonomilerde güçlü bir toparlanma eğilimi olduğu takdirde cam sektörünün olumlu etkilenebileceğini düşünmekteyiz.



## Şişecam (AL, Hedef Fiyat: 60,70 TL)

## Getiri Potansiyeli: %43

Şirkete yönelik beklentilerimizde ve makro projeksiyonlarda yaptığımız değişiklikler sonucu hedef pay fiyatımızı 68,30 TL'den 60,70 TL'ye aşağı yönlü revize ederken "AL" olan önerimizi ise koruyoruz. Şirkete yönelik hedef pay fiyatımız ise 3 Ocak 2025 tarihinin pay fiyatına göre 43% getiri potansiyeli taşımaktadır. Şişecam'ın 2024 yılının ilk dokuz ayında net satış gelirleri %14 düşüşle 136 milyar TL gerçekleşmiştir. Bu dönemde toplam satışlar içerisindeki uluslararası satışların payı %59 seviyesinde gerçekleşirken, ihracat 730 milyon dolar olarak kaydedildi. Aynı dönemde cam üretimi yıllık bazda yaklaşık %9 oranında artışla 4,2mn ton seviyesine, soda üretimi yıllık bazda yaklaşık %1 oranında artışla 3,5mn ton seviyesine yükselirken, 2,8 milyon ton endüstriyel hammaddenin üretimi gerçekleştirilmiştir.

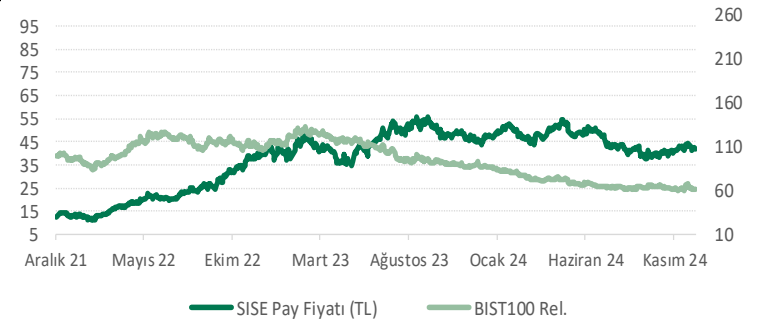
**Yılın ilk dokuz ayında zayıf talep koşulları nedeniyle daha düşük fiyatlandırma ortamı olmasına karşın yurtiçinde cam ambalaj ve mimari cam segmentinde hacim tarafı güçlü kaldı.** 3Ç24'te cam ambalaj işkolu yurt içi ve Rusya'daki olumlu talep ortamı sayesinde yıllık satış büyümesine katkıda bulundu ve cam ambalaj segmentinin toplam satış hacmi yıllık bazda %11 artış gösterdi. Mimari Cam segmenti gelirleri %2'lik hacim büyümesi gerçekleşti. 3Ç24'te Şişecam'ın konsolide soda külü üretimi, Wyoming tesisindeki planlı bakım çalışmaları nedeniyle, düşük bazın etkisiyle yıllık bazda %1 artarken, çeyrek bazda %6 artış gösterdi. Çin'deki ekonomiyi canlandırmak için uygulanan teşvik paketleri soda külü fiyatlarında dalgalanmalara neden olsa da, soda külü arzının fazla olması ve buna bağlı olarak artan stoklar nedeniyle marjlar baskı altında kalmaya devam etti. Özellikle yurtdışında girdi verilen sektörler arasında cam, inşaat ve otomotiv sektörü, 9A24'de sıkılaştırma politikalarının finansman üzerindeki etkileri hissedildi. Ancak, global tarafta başlayan faiz indirimlerinin 2025 yılında devam edeceği beklentisi ve yurtdışı tarafta da parasal gevşeme sürecinin devam edeceği olmasının ekonomik toparlanma için potansiyel bir sinyal olacağı düşünülmektedir. Bununla beraber, sektörün tedarikçisi olduğu; inşaat, beyaz eşya, otomotiv ve turizm gibi sektörlerde 2025 yılının ilk yarısında zayıf talep ortamının devam etmesini, yılın ikinci yarısında ise güçlü toparlanmanın önemli bir katalizör olacağını düşünüyoruz.

Şişecam'ın maliyetlerinin yansına yakın Türk Lirası bazında olurken, satış gelirlerinin içinde rezerv para cinsinden (EUR+USD) %47, Türk Lirası cinsinden ise %40 seviyesindedir. Bu bakımdan, yabancı para birimlerinin değerlendirilmesi Şirket gelirlerine pozitif etki etmektedir. Ancak 2025 yılına ilişkin makro tahminlerimiz kapsamında, Dolar ve Euro kurlarının Türk Lirası karşısındaki sınırlı ve dengeli yükseliş seyrine bu yıl da devam edeceğini düşünüyoruz.

2025 yılı içerisinde devreye alınması planlanan; Tarsus düzcam tesisindeki 7 milyon m2/yıl kapasiteli kaplamalı cam hattının, Kuzey İtalya düzcam tesisindeki 6,5 Milyon m2/yıl kapasiteli kaplamalı cam hattının, Bulgaristan düzcam tesisindeki 6 milyon m2/yıl kapasiteli kaplamalı cam hattının, işletme sermayesi dahil toplam 114 Milyon ABD doları yatırım bedeli ile tamamlanması ve Şişecam'ın tüm dünyadaki mimari camlar kaplama hattı sayısının 7'ye, halihazırda ortalama ürün karışımına göre 22 milyon m2/yıl olan kaplamalı cam kapasitesinin 41,5 milyon m2/yıla ulaşması hedeflenmektedir. Ayrıca, Mersin/Tarsus'ta hayata geçirilecek buzlu cam fırını yıllık üretim kapasitesinin brüt 288 Bin tona ve enerji camı hattı yıllık işleme kapasitesinin 26,6 milyon m2'ye yükseltilmesi hedeflenmektedir. Bu yatırımlar sonucunda, Şişecam'ın Türkiye'de kurulu buzlu cam üretim kapasitesinin, brüt 396 Bin ton/yıla ulaşacağı öngörülmektedir.

Şişecam, Amerika'daki soda külü yatırım ve operasyonlarında ortak olduğu Ciner Grubu'nun paylarının tamamını satın almak üzere 26 Aralık 2024 tarihinde anlaşma imzaladı. Diğer taraftan 2025 yılı içerisinde devreye alınması planlanan Tarsus düzcam (432 bin ton/yıl brüt kapasiteli hat) ve Macaristan cam ambalaj (toplam 396 bin ton/yıl brüt kapasiteli 2 fırın) yeşil saha yatırımları ile birlikte ABD'deki doğal soda külü kapasite artırımı yatırımının uzun vadeli büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. Ancak 2025 yılının ilk yarısında zayıf talep ortamının devam etmesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısından sonra talepte ve sektörde hızlı bir toparlanma oluştuğu takdirde hisse performansına pozitif katkı sunabileceğini öngörüyoruz.

| Kod                      | SISE.IS | Kapanış                         | 42,54   |         |
|--------------------------|---------|---------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 130.309 | Son 12 Ay En Yüksek             | 55,64   |         |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 3.695   | Son 12 Ay En Düşük              | 37,48   |         |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 206.561 | Beta                            | 0,91    |         |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 5.929   | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 49,0    |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 49,00   | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 14,7%   |         |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) |         |                                 |         |         |
|                          | 2022A*  | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri          | 246.390 | 219.447                         | 180.200 | 225.250 |
| Büyüme                   |         | -10,9%                          | -17,9%  | 25,0%   |
| FAVÖK                    | 48.768  | 40.657                          | 12.500  | 15.625  |
| FAVÖK Marjı              | 19,8%   | 18,5%                           | 6,9%    | 6,9%    |
| Net Kar (Mn TL)          | 32.830  | 24.720                          | 11.500  | 14.490  |
| Pay Başına Kar           | 10,72   | 8,07                            | 3,75    | 4,73    |
| Temettü Verimi           | 2,1%    | 2,0%                            | 0,8%    | 1,0%    |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 0,87    | 1,44                            | 6,12    | 5,54    |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,21    | 0,28                            | 0,37    | 0,42    |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |         | 12,0%                           | 5,6%    | 7,0%    |
| Ortalama Aktif Karlılığı |         | 5,9%                            | 2,7%    | 3,4%    |
| Değerleme Çarpanları     |         |                                 |         |         |
|                          | 2022A*  | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| F/K                      | 4,0     | 5,3                             | 11,3    | 9,0     |
| FD/FAVÖK                 | 1,1     | 5,1                             | 16,5    | 13,2    |
| FD/Satışlar              | 0,2     | 0,9                             | 1,1     | 0,9     |
| F/DD                     | 0,9     | 0,6                             | 0,6     | 0,6     |
| Getiri                   |         |                                 |         |         |
|                          | 1A      | 3A                              | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)            | 1,2     | 6,0                             | 1,5     | -6,7    |
| \$ Getiri (%)            | -0,5    | 2,5                             | 1,4     | -21,3   |
| BIST-100 Relatif (%)     | 1,2     | -4,3                            | -1,1    | -29,5   |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Çimento Sektörü

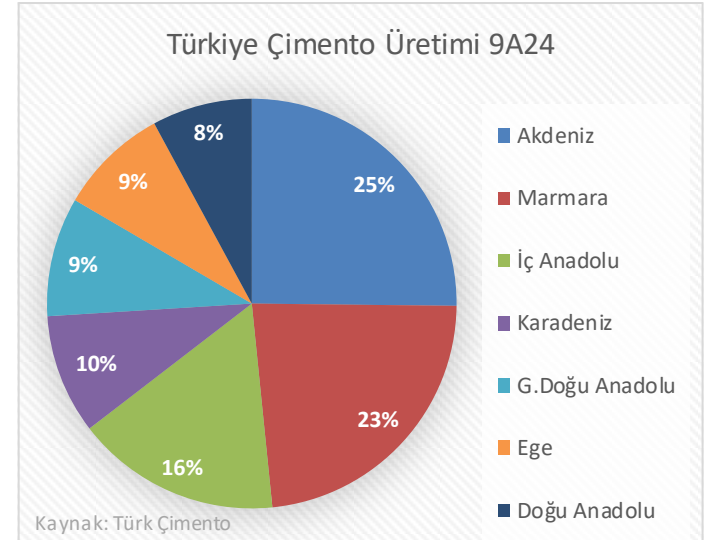
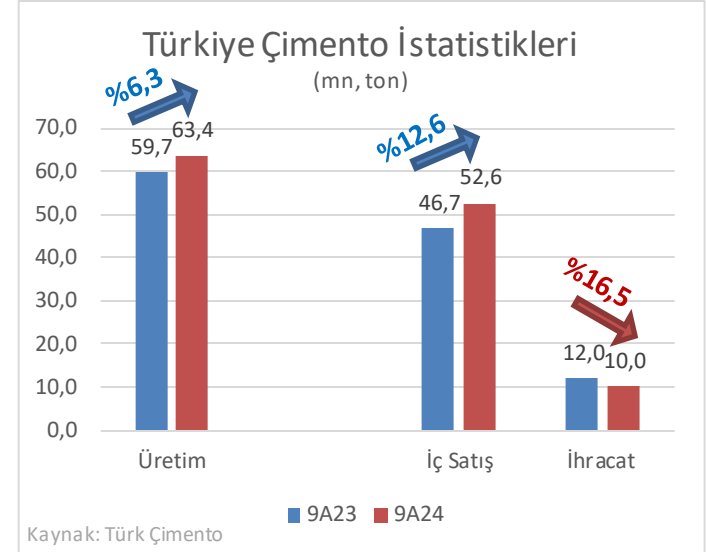
Türkiye genelinde 56 entegre ve 21 öğütme tesisinde, toplamda 120mn ton kapasiteye sahip olan Türk çimento sektörü uluslararası standartlara uygun üretimi sayesinde Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise beşinci büyük çimento üreticisi konumundadır. Çimento ve klinker ihracatında ise Türk çimento sektörü dünya ikinciliği konumundadır.

İnşaat sektörü, çimentonun en büyük tüketicisi konumunda olup, sektörün büyüme hızı, yatırım projeleri ve kentsel dönüşüm gibi dinamikler çimento talebini doğrudan şekillendirmektedir. Altyapı, konut ve endüstriyel tesis projeleri ise çimento sektörünün operasyonel performansında belirleyici rol oynamaktadır.

Deprem bölgesinde devam eden yeniden imar faaliyetleri ve yerel seçimler öncesi kentsel dönüşüm ve diğer inşaat faaliyetlerindeki hareketlenmenin de etkisiyle inşaat sektörü 2024 yılı ilk çeyrekte %11,1 büyüme göstererek, 2017 yılı üçüncü çeyrekte sonraki en hızlı çeyrek dönem büyümesini kaydetmiştir. 2024 yılının ikinci çeyreğinde ise inşaat sektörü %6,9 büyümüştür. 2024 yılı üçüncü çeyrekte %9,2 büyüme gösteren inşaat sektörü böylelikle sekiz çeyrek üst üste büyüme göstermiştir. Özellikle altyapı yatırımlarındaki büyümeye paralel olarak 2024 yılı sonrasında inşaat sektörünün büyüme trendi içerisinde olacağı öngörülmektedir. İnşaat sektöründe gözlemlenen bu büyüme hareketliliği, çimento sektöründeki iç talebi de desteklemiştir.

2023 yılını %20 büyümeyle tamamlayan Türk çimento sektörü, 2023 yılındaki depremin yarattığı baz etkisi ve yerel seçimler sebebiyle, 2024 yılının ilk çeyreğinde yüksek büyüme yakalayarak iç pazarda artış kaydetti. Buna karşılık ihracatta ise düşüş görüldü. TÜRKÇİMENTO verilerine göre; yılın Ocak-Eylül arasındaki ilk dokuz aylık dönemde toplam çimento satışları yıllık bazda %6,6 oranında artışla 62,7mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde çimento ihracatı yıllık bazda %16,5 oranında düşüşle 10,0mn ton seviyesine gerilerken, çimento iç satışları ise yıllık bazda %12,6 oranında artışla 52,6mn ton seviyesine ulaşmıştır. 2023 yılının ilk dokuz aylık döneminde toplam satışların %20,1'i ihracata konu olurken bu oran 2024 yılında %15,8 seviyelerine kadar geriledi. 2024 yılının ilk dokuz aylık döneminde TÜRKÇİMENTO üyelerinin çimento üretimi yıllık bazda %6,3 oranında artışla 63,4mn ton seviyesinde, klinker üretimi ise yıllık bazda %7,3 oranında artışla 58,2mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ekonomi politikası uygulamalarının konut kredileri üzerindeki etkisinin, deprem bölgesinde devam eden yeniden imar çalışmalarının ve diğer bölgelerde hız kazanan kentsel dönüşüm faaliyetlerinin iç pazardaki dengeli büyümenin 2025 yılında devam etmesine pozitif etki edebileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan ihracat pazarında azalan payın, Suriye'deki rejim değişikliği sonrasında bölgenin yeniden inşası sürecinde Türk çimento sektörünün alacağı önemli rol neticesinde yıllara sarıh bir şekilde kademeli olarak telafi edilmeye başlayacağını öngörüyoruz. Bu beklentilere ek olarak alternatif yakıt kullanımının çimento sektöründeki şirketlerin maliyetlerinde sağlayacağı iyileşmenin, kar marjlarına olumlu yansıtacağı düşüncesindeyiz.





## Akçansa (AL, Hedef Fiyat: 251,20 TL)

## Getiri Potansiyeli: %41

Akçansa satış gelirleri 2024 yılının üçüncü çeyreğinde 5,4mlr TL, ilk dokuz aylık döneminde ise 15,6mlr TL olarak gerçekleşti. 9A24'te nominal satış gelirlerinin yıllık bazda %31,4 oranında artış göstermesine karşın, endekslenmiş satış gelirleri ise yıllık bazda %19,5 oranında düşüş kaydetti. Üçüncü çeyrek fiyatlandırmasının etkisiyle her ne kadar nominal satış gelirleri artış gösterse de; ilk çeyrekte fiyat artışlarının durdurulması ve düşük ihracat katkısı endekslenmiş satış gelirlerinde düşüşe neden oldu.

İhracat pazarlarında bir süredir devam eden daralmanın yanı sıra İsrail'e yapılan ihracatın da azalması nedeniyle çimento sektöründe ihracatın toplam gelirler içindeki payının düşmesine neden oldu. Buna karşın Akçansa'nın yaygın dağıtım ağına sahip olması ana pazardaki güçlü iç talepten faydalanmasına olanak sağladı. Hem çimento hem de hazır betonda güçlü iç talep sayesinde satış hacmi gözle görülür derecede artış kaydetti. 9A24'te çimento satış hacmi yıllık bazda yaklaşık %2,5 oranında artışla 5,42mn ton seviyesine, hazır beton satış hacmi de yıllık bazda yaklaşık %2,1 oranında artışla 2,16mn m<sup>3</sup> seviyesine ulaşmıştır.

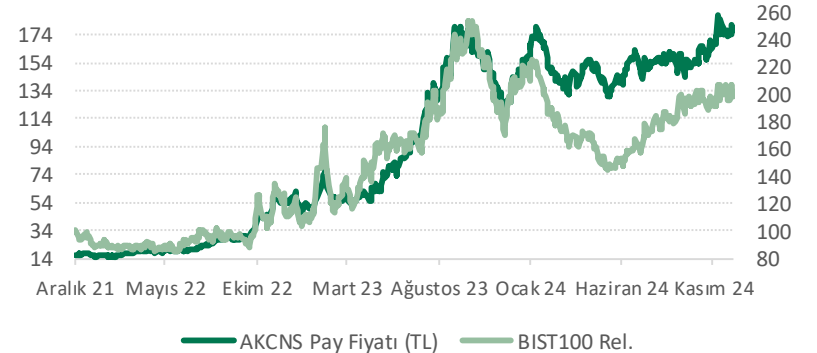
Şirket, yakıt ve elektrik maliyetlerini yerel kömür ve alternatif yakıt kullanımıyla dengelemeye çalışmaktadır. 9A24 itibarıyla alternatif yakıt kullanımı %21 seviyesindedir. Akçansa 9A24'te 1,14mlr TL FAVÖK elde ederken (9A23: 1,63mlr TL), FAVÖK marjı ise yıllık bazda 2,8 puan daralarak %21,2 olarak gerçekleşti (9A23: FAVÖK Marjı: %24,0). Alternatif yakıt kullanımı sayesinde enerji maliyeti ağırlığının azalması, buna ek olarak fiyatlandırma ve disiplinli maliyet yönetimi çeyreklik bazda FAVÖK marjının önceki yıl seviyelerine yaklaşmasını sağladı.

Ekonomi politikası uygulamalarının konut kredileri üzerindeki etkisinin ve inşaat sektörünün 2025 yılında da büyüme trendi içerisinde olacağı öngörüsünün desteğiyle iç pazardaki dengeli büyümenin 2025 yılında devam etmesini sağlayabileceğini düşünüyoruz. Yurt içi pazarda yaşanacak kuvvetli iç talepten Akçansa'nın güçlü dağıtım ağı sayesinde yararlanabileceğini düşünüyoruz. Enerji maliyetlerinde ise bir süredir düşüş trendinde olan fiyatların 2025 yılında dengeli bir düşüş trendini sürdürebileceği öngörülmektedir. Bununla birlikte alternatif yakıt kullanımının marjları destekleyerek karlılığa pozitif etki edebileceğini düşünüyoruz.

Şirket payları son bir yılda %27,6 oranında getiri sağlamıştır. Relatif olarak baktığımızda ise; son bir yılda BIST 100 endeksine göre %6,2 oranında daha düşük performans göstermiştir.

Bu beklentilere ek olarak makro tahminlerimizde yaptığımız revizyonla 210,60 TL seviyesinde olan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı **251,20 TL** seviyesine yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımızın 03 Ocak 2025 itibarıyla %41 oranında getiri potansiyeli taşıması nedeniyle "AL" önerimizi sürdürüyoruz.

| Kod                      | AKCNS.IS | Kapanış                         | 177,60 |        |
|--------------------------|----------|---------------------------------|--------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 34.001   | Son 12 Ay En Yüksek             | 189,59 |        |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 964      | Son 12 Ay En Düşük              | 128,00 |        |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 33.664   | Beta                            | 0,82   |        |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 954      | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 3,8    |        |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 19,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 20,3%  |        |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) |          |                                 |        |        |
|                          | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| Satış Gelirleri          | 24.088   | 27.034                          | 20.960 | 26.030 |
| Büyüme                   |          | 12,2%                           | -22,5% | 24,2%  |
| FAVÖK                    | 2.339    | 7.709                           | 3.683  | 6.221  |
| FAVÖK Marjı              | 9,7%     | 28,5%                           | 17,6%  | 23,9%  |
| Net Kar (Mn TL)          | 2.794    | 4.651                           | 1.935  | 3.893  |
| Pay Başına Kar           | 14,59    | 24,29                           | 10,11  | 20,34  |
| Temettü Verimi           | 2,7%     | 5,5%                            | 1,8%   | 3,7%   |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 0,39     | -0,17                           | 0,58   | 0,12   |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,06     | -0,07                           | 0,12   | 0,03   |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 25,6%                           | 10,2%  | 19,5%  |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 16,9%                           | 7,1%   | 13,0%  |
| Değerleme Çarpanları     |          |                                 |        |        |
|                          | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| F/K                      | 12,2     | 7,3                             | 17,6   | 8,7    |
| FD/FAVÖK                 | 1,7      | 4,4                             | 9,1    | 5,4    |
| FD/Satışlar              | 0,2      | 1,2                             | 1,6    | 1,3    |
| F/DD                     | 3,0      | 1,7                             | 1,9    | 1,6    |
| Getiri                   |          |                                 |        |        |
|                          | 1A       | 3A                              | YBB    | 12A    |
| TL Getiri (%)            | 6,3      | 21,8                            | -1,3   | 27,6   |
| \$ Getiri (%)            | 4,4      | 18,0                            | -1,4   | 7,3    |
| BIST-100 Relatif (%)     | 3,7      | 7,6                             | -3,7   | -6,2   |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 67,20 TL)

## Getiri Potansiyeli: %42

Çimsa, 2024 yılının ilk dokuz ayında da güçlü kapasite kullanımını sürdürürken, aynı dönemde satış hacminde yıllık %3,2 oranında artış sağladı. Devam eden yüksek kapasite kullanım oranı ve artan satış hacmine rağmen satış gelirlerinde daralma yaşandı. Satış gelirleri; 2024 yılının ilk dokuz ayında yıllık %7,7 oranında düşüşle 18,5mlr TL seviyesinde, 3Ç24'te de yıllık %6,3 oranında düşüşle 5,9mlr TL seviyesinde gerçekleşti.

Satış hacmindeki artış, proaktif maliyet yönetimi ve enerji maliyetlerindeki düşüşün de desteğiyle marjlarda iyileşme gözlemlendi. Şirket 9A24'te 3,9mlr TL tutarında FAVÖK elde etti (9A23: 3,4mlr TL). FAVÖK marjı ise yıllık bazda 4,1 puan iyileşerek %21,1 olarak gerçekleşti (9A23: FAVÖK Marjı: %17,0). Çimsa, çevresel sürdürülebilirlik stratejisi kapsamında 2021 yılında %12 seviyesinde bulunan alternatif yakıt kullanım oranını kademeli olarak arttırarak 2023 yılı itibarıyla %30 seviyelerine kadar çıkarabilmiştir. 2025 yılının ilk çeyreğinde devreye alınması planlanan Eskişehir Fabrikası güneş enerjisi santrali (GES) ve atık ısından elektrik üretimi yatırımının tamamen devreye girmesiyle birlikte Eskişehir Fabrikası'nın elektrik ihtiyacının yaklaşık %40'ının kendi ürettiği elektrikten karşılaması beklenmektedir. Alternatif yakıt kullanımı ve yenilenebilir enerji kaynaklarından üretilen elektrik enerjisinin kullanılması şirketin enerji verimliliği ve emisyon azaltım hedeflerinin bir parçası olurken, karlılıktaki artışı da desteklemiş olacağını bekliyoruz.

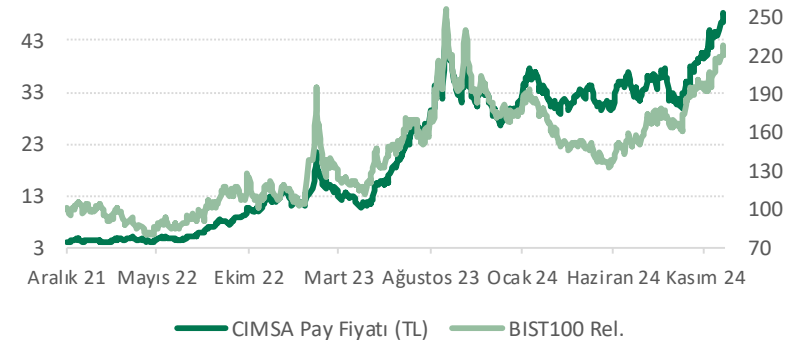
Çimsa, 2020 yılından itibaren ürün çeşitlendirmesi ve küresel genişleme stratejisiyle çeşitlendirilmiş yapı malzemelerine odaklanarak geleneksel çimento şirketinden küresel yapı malzemeleri şirketine dönüşmeye başlamıştı. Bu kapsamda şirket, karlı ve ihracata dayalı gelir sağlayan beyaz çimentoda küresel pazar payını %7,2'ye yükselterek dünyanın ikinci en büyük beyaz çimento üreticisi konumuna gelmiştir. Diğer taraftan, makroekonomik dalgalanmalara karşı istikrarlı ve yapı kimyasalları pazarında yüksek karlılığa sahip katma değerli bir ürün olan kalsiyum alüminat çimentoda (CAC) ise yatırımların devreye alınmasıyla dünyanın üçüncü en büyük üreticisi konumuna gelmiştir. Kalsiyum alüminat çimento kapasite artışının yüksek değerli özel bir ürün olması nedeniyle şirket karlılığına önemli bir katkısı olabileceğini düşünüyoruz. Şirketin sürdürülebilir yapı malzemeleri alanındaki büyüme stratejisi doğrultusunda Eylül 2024'te Mannok Holdings DAC'nin çoğunluk payları alınarak, İrlanda ve İngiltere pazarında prekast, çatı kaplama, yalıtım ve paketleme iş kolları eklendi. Böylelikle, faaliyet gösterilen coğrafya ve sektörler çeşitlendirilerek %60 seviyesinde bulunan döviz bazlı gelirlerin toplam hasılat içindeki payı %70 seviyelerinin üzerine çıkmış oldu. Çimsa'nın bu stratejik gelişme ve yatırımlarıyla önümüzdeki dönemlerde operasyonel performansını daha güçlü bir pozisyona taşıyacağını tahmin ediyoruz.

Şirketin 2025 yılında da yüksek kapasite kullanımını sürdürebileceğini ve konut kredilerindeki düşüşle birlikte inşaat sektöründeki toparlanma beklentimize paralel güçlü iç talepten pay alabileceğini ve satış hacmini arttırabileceğini öngörüyoruz. Proaktif maliyet yönetimi, alternatif yakıt kullanımı ve yeni devreye alınan enerji üretim yatırımlarının marjları genişletebileceğini ve şirketin operasyonel verimliliğini arttıracağını tahmin ediyoruz. 2024 yılında çoğunluk payları satın alınan Mannok Holdings DAC'nin 2025 yılında tam konsolide olmasıyla özellikle döviz bazlı gelirlerde gözle görülür bir artış sağlayacağını öngörüyoruz.

Şirket payları son bir yılda %69,8 oranında getiri sağlamıştır. Relatif olarak baktığımızda ise; son bir yılda BIST 100 endeksine göre %24,9 oranında daha yüksek performans göstermiştir.

Şirket değerlememizi ve makro tahminlerimizi gözden geçirerek Çimsa için 41,94 TL seviyesinde olan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 67,20 TL seviyesine yukarı yönlü revize ediyoruz. Hedef fiyatımızın 03 Ocak 2025 itibarıyla %42 oranında getiri potansiyeli taşıması nedeniyle "AL" önerimizi sürdürüyoruz.

| Kod                      | CIMSA.IS | Kapanış                         | 47,26  |        |
|--------------------------|----------|---------------------------------|--------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 44.689   | Son 12 Ay En Yüksek             | 48,96  |        |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 1.267    | Son 12 Ay En Düşük              | 27,26  |        |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 47.839   | Beta                            | 1,00   |        |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 1.359    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 12,2   |        |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 45,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 17,4%  |        |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| Satış Gelirleri          | 30.060   | 29.604                          | 24.915 | 37.444 |
| Büyüme                   |          | -1,5%                           | -15,8% | 50,3%  |
| FAVÖK                    | 3.080    | 7.179                           | 5.672  | 9.412  |
| FAVÖK Marjı              | 10,2%    | 24,2%                           | 22,8%  | 25,1%  |
| Net Kar (Mn TL)          | 5.887    | 4.886                           | 4.030  | 8.178  |
| Pay Başına Kar           | 43,58    | 5,17                            | 4,26   | 8,65   |
| Temettü Verimi           | 3,8%     | 4,7%                            | 1,8%   | 4,4%   |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 0,59     | 0,47                            | -0,70  | -0,83  |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,08     | 0,13                            | -0,48  | -0,59  |
| Ort. Özsermaye Karlılığı | 19,7%    | 22,9%                           | 75,0%  | 75,0%  |
| Ortalama Aktif Karlılığı | 8,9%     | 9,6%                            | 24,7%  | 24,7%  |
| Değerleme Çarpanları     | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| F/K                      | 7,6      | 9,1                             | 11,1   | 5,5    |
| FD/FAVÖK                 | 1,7      | 6,7                             | 8,4    | 5,1    |
| FD/Satışlar              | 0,2      | 1,6                             | 1,9    | 1,3    |
| F/DD                     | 2,8      | 1,7                             | 5,3    | 3,3    |
| Getiri                   | 1A       | 3A                              | YBB    | 12A    |
| TL Getiri (%)            | 18,1     | 50,6                            | 1,4    | 69,8   |
| \$ Getiri (%)            | 16,0     | 45,9                            | 1,3    | 42,9   |
| BIST-100 Relatif (%):    | 15,2     | 33,0                            | -1,0   | 24,9   |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Beyaz Eşya Sektörü

## Yılın ikinci yarısında daha parlak bir görünüm olabilir

2024 yılında beyaz eşya sektörü, iç pazarda yüksek faiz/ düşük alım gücü, taksit kısıtları, geçmişte öne çekilen talebe bağlı olarak zayıf bir performans sergiledi. İhracat pazarlarında ise yine yüksek faiz/düşük alım gücü ortamına bağlı olarak 2023 yılında başlayan daralma boyutu azalsa da sürdü. TÜRKBESE verilerine göre 11A24'de iç talep %7 artarken, global pazarlardaki zayıflığın etkisiyle ihracat geçen yıla kıyasla %3 geriledi. Böylelikle yılın ilk 10 ayında toplam satış geçen yıla paralel seyretti. Bu dönemde üretim %2 azaldı.

İç talep seçim öncesi öne çekilen talep, katı enflasyon beklentileri dolayısıyla öne çekilen talep ve bayilerin sene sonu gerçekleştirdiği alımlar nedeniyle 2024'de dinamizmini korudu. Global beyaz eşya talebi ise beklentimize paralel olarak 2023'ün düşük baz etkisiyle daha düşük oranda olsa da daralmaya devam etti.

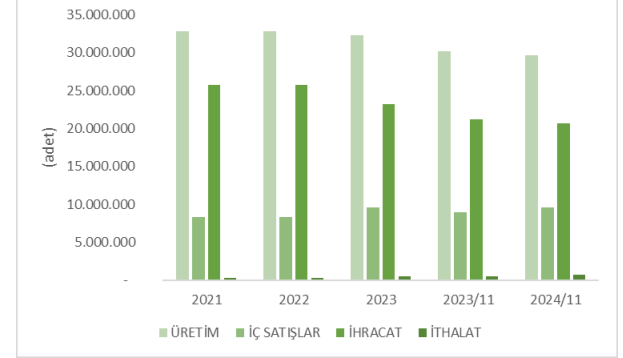
Diğer taraftan 2024'de hammadde maliyetleri görece dengeli seyreterek marjların dengesini korumasına destek oldu.

İhracat pazarlarında faiz indirimleri başlamasına rağmen talep zayıf seyrini koruyor. Faiz indirimleri hız kazanana ve alım gücünde toparlanma görülene dek dış talebin sınırlı katkı sunmasını ancak düşük baz etkisi dolayısıyla sınırlı zayıflamasını bekliyoruz. İç pazarda ise TCMB'nin faiz indirimleri hız kazandığı ve dezenflasyon süreci alım gücünü desteklediği ölçüde talebin kademeli bir biçimde toparlanacağını düşünüyoruz. Bununla beraber olası ekstra taksit kısıtları ve beklentimizden daha uzun süre yüksek faiz ortamı beklentilerimizde aşağı yönlü risk oluşturuşor.

Hammadde maliyetlerinin ise ticaret savaşları nedeniyle dalgalı bir seyir izlese de marjları destekleyecek seviyelerde bulunmasını bekliyoruz. Diğer taraftan sektörde döviz cinsi gelirler ağırlıklı Euro cinsinden gerçekleşirken, hammadde maliyetleri Dolar cinsinden değerlendirildiğinden, EuroDolar paritesinde düşüşleri aşağı yönlü bir risk unsuru olarak takip ediyoruz.

2023'de %5 büyüyen global ev aletleri sektörünün 2024'de de benzer bir büyüme yakalaması bekleniyor. Yüksek enflasyona bağlı faiz artırımı süreci ile alım gücünde zayıflama ve yüksek faizin baskıladığı talep, sektörel görünümü negatif etkilemektedir. Faiz indirimleri sonrası global ekonomik büyümenin tekrar canlanması ve sektöre ilişkin talepte de tekrar canlanma beklenmektedir. Global beyaz eşya pazarının 2024-2029 yılları arasında Dolar bazında yıllık ortalama %5 oranında büyümesi öngörülmektedir. 2024 yılında pazarın hacim bazında %1,7 büyümesi beklenmektedir

## Beyaz Eşya Sektörü Yurt İçi Verileri



6 Ana Ürün (Buzdolabı, Çamaşır Mak., Bulaşık Mak., Fırın, Derin Dondurucu, Kurutucu)

| (adet)      | Ocak-Kasım 23 | Ocak-Kasım 24 | Değişim |
|-------------|---------------|---------------|---------|
| ÜRETİM      | 30.147.820    | 29.694.014    | -2%     |
| İÇ SATIŞLAR | 8.918.433     | 9.563.571     | 7%      |
| İHRACAT     | 21.250.829    | 20.697.687    | -3%     |
| İTHALAT     | 495.901       | 689.984       | 39%     |

Kaynak: TÜRKBESE (Türk Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği)

## Küresel Ev Aletleri Sektörü Beklentileri



Kaynak: Statista

## Arçelik (AL, Hedef Fiyat: 235,52 TL)

## Getiri Potansiyeli: %62

Avrupa'da toparlanma ve Whirlpool'a ilişkin maliyet dönüşüm süreci özellikle yılın ikinci yarısı için destekleyici olabilir

9A24'de Arçelik sektörel görünümüne paralel olarak ihracat pazarlarında zayıf taleple, iç pazarda yılın ilk aylarında güçlü taleple karşılaştı. Buna rağmen gelirlerini geçen yılın aynı dönemine göre %14 artırmayı başaran şirket, enflasyon muhasebesinin karlılık üzerindeki olumsuz etkileri, Whirlpool birleşmesinin yarattığı maliyet dezavantajları dolayısıyla geçtiğimiz yıla kıyasla daha düşük operasyonel marjlarla çalıştı (9A23'deki %8,6 FAVÖK marjına kıyasla 9A24'de %5,5 FAVÖK marjı).

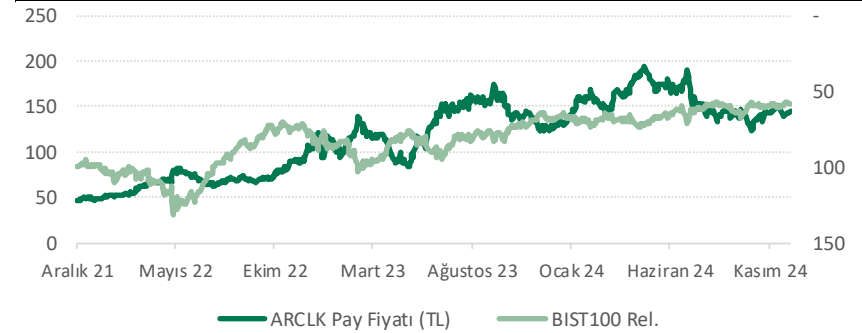
Whirlpool birleşmesi 1 Nisan 2024'de finansallara yansımaya başladı: Whirlpool'un ve Arçelik'in Avrupa'daki operasyonları Beko çatısı altında finansallara yansımaya başladı. Devralma sonrası atıl duruma geçen fabrika/ofis operasyonları ise birleşme sonrası şirketin karlılığı üzerinde negatif etki yarattı. İngiltere fabrikası bu yıl içerisinde kapatılırken 2025 yılı içerisinde 3 Polonya fabrikasının ve 2025 sonrasında 3 İtalya fabrikasının kapatılması, toplamda 6.000 civarı çalışanla yolların ayrılması bekleniyor. Atıl fabrikaların ve ofis operasyonlarının kapatılmasıyla birleşmeye bağlı maliyet kaynaklı sinerjilerin kademeli bir biçimde ortaya çıkması bekleniyor. Birleşme ile beraber Arçelik finansallarına yıllık 3mr Euro ciro yansımamı bekliyoruz.

**Şirketin 2024 beklentileri:** Şirket 2024 yılında yurt içinde sabit reel büyüme ve uluslararası tarafta gelirlerin YP bazında yaklaşık %50+ büyümesini bekliyor. FAVÖK marjı beklentisi yaklaşık %5,8-6,0 seviyesinde bulunurken. Yaklaşık 400mn Euro yatırım harcaması bekleniyor. Bizim beklentimiz %17 reel gelir büyümesi ve %5,2 FAVÖK marjı gerçekleşmesi şeklindedir.

**2025'de ne bekliyoruz?** 2025'de yılın ilk yarısının 2024 yılına paralel geçmesini, yılın ikinci yarısında ise hem yurt içi hem de başta ana Pazar olan Avrupa olmak üzere ihracat pazarlarında faiz indirimleri sonrası sektörün toparlanmasını, Arçelik'in de sektörel dinamiklere paralel hareket etmesini bekliyoruz. Bununla beraber yıl içerisinde Whirlpool operasyonlarına ilişkin atıl operasyonların kapatılmasıyla maliyet yönetiminin etkinleşeceğini ve marjların kademeli bir biçimde toparlanacağını düşünüyoruz. Böylelikle hem satış gelirlerinde hem operasyonel karlılıkta iyileşme bekliyoruz. Özetle yılın ikinci yarısında Arçelik için daha iyi sonuçlar görebiliriz. 2025 yılında 582.404mn TL gelir, %7,4 FAVÖK marjı bekliyoruz.

**Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu hedef fiyatımızı 267,50 TL'den 235,52 TL seviyesine revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 3 Ocak 2025 kapanışına göre %62 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.**

| Kod                      | ARCLK.IS | Kapanış                         | 145,00  |         |       |
|--------------------------|----------|---------------------------------|---------|---------|-------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 97.981   | Son 12 Ay En Yüksek             | 196,10  |         |       |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 2.778    | Son 12 Ay En Düşük              | 123,00  |         |       |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 193.590  | Beta                            | 0,98    |         |       |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 5.580    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 15,3    |         |       |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 15,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 15,4%   |         |       |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) |          | 2022A*                          | 2023A*  | 2024T   | 2025T |
| Satış Gelirleri          | 371.302  | 371.203                         | 434.110 | 582.404 |       |
| Büyüme                   |          | 0,0%                            | 16,9%   | 34,2%   |       |
| FAVÖK                    | 23.419   | 29.354                          | 22.628  | 43.188  |       |
| FAVÖK Marjı              | 6,3%     | 7,9%                            | 5,2%    | 7,4%    |       |
| Net Kar (Mn TL)          | 9.075    | 11.070                          | -1.126  | 3.038   |       |
| Pay Başına Kar           | 13,43    | 16,38                           | -1,67   | 4,50    |       |
| Temettü Verimi           | 3,3%     | 0,0%                            | 0,0%    | 0,0%    |       |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 2,73     | 2,61                            | 5,26    | 3,34    |       |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,84     | 1,00                            | 1,59    | 1,53    |       |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 14,5%                           | -1,5%   | 3,6%    |       |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 3,1%                            | -0,3%   | 0,6%    |       |
| Değerleme Çarpanları     |          | 2022A*                          | 2023A*  | 2024T   | 2025T |
| F/K                      | 10,8     | 8,9                             |         | 32,3    |       |
| FD/FAVÖK                 | 2,1      | 6,6                             | 8,6     | 4,5     |       |
| FD/Satışlar              | 0,1      | 0,5                             | 0,4     | 0,3     |       |
| F/DD                     | 1,9      | 1,3                             | 1,3     | 1,0     |       |
| Getiri                   |          | 1A                              | 3A      | YBB     | 12A   |
| TL Getiri (%)            | 1,5      | 4,5                             | 2,1     | 15,0    |       |
| Ş Getiri (%)             | -0,2     | 1,3                             | 2,0     | -3,2    |       |
| BIST-100 Relatif (%):    | -1,0     | -7,7                            | -0,4    | -15,4   |       |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Vestel Beyaz Eşya (AL, Hedef Fiyat: 26,64 TL) Getiri Potansiyeli: %57

Avrupa'da ekonomik görünümün toparlanmasıyla büyüme ivmelenebilir

2024'de ihracat pazarlarındaki zayıf talep görünümü, ortalama %70 ihracat gerçekleştiren şirket açısından zayıf performansa neden oldu. Özellikle yılın ilk iki çeyreğinde ihracat pazarlarındaki zayıf seyir 3. Çeyrekteki toparlanma ile nispeten dengelense de 9A24'de ihracatın toplam satışlar içindeki payı 9A23'deki %69'a kıyasla %66'ya geriledi. Sıkı para politikasının sonucu olarak, hem yurt içinde hem yurt dışı pazarlarda alım gücündeki daralma, talep elastikiyeti yüksek dayanıklı tüketim sektöründe görünümü olumsuz etkiledi. Bunun bir sonucu olarak 9A24'de satışlar adet bazında %4 geriledi. Şirketin ihracatçı yapısı nedeniyle EuroDolar paritesinde gerileme ve TL'nin reel olarak değerli görünümü de gelirler üzerinde baskılayıcı oldu.

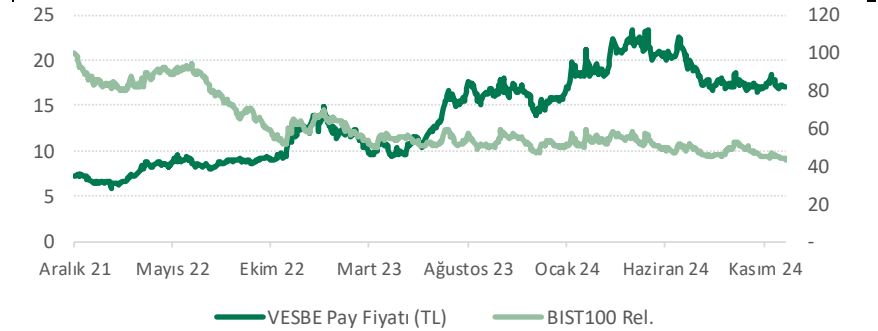
Yeni bulaşık makinası fabrikası devreye alındı: Vestel Beyaz, planlandığı gibi yeni bulaşık makinesi fabrikasının bina yatırımını 1 Nisan 2024 tarihi itibarıyla devreye aldı. Böylelikle 16,2 milyon adet yıllık üretim kapasitesine ulaşıldı.

2025 yılının en azından ilk yarısının 2024'e paralel bir seyir izlemesini bekliyoruz. Hem Avrupa'da hem yurt içinde parasal gevşeme süreci başlamış olmasına karşın alım gücünde toparlanma ve beyaz eşya talebinin kademeli bir biçimde gecikmeli olarak görüleceğini ve yılın ikinci yarısında daha iyi finansallar görmeyi bekliyoruz.

Şirketin yurt dışında açtığı yeni mağazalar, yeni markalarla anlaşmalar ve üretim kapasitesini artırma yatırımlarının da şirketin inorganik büyümesine katkı sunmasını bekliyoruz.

**Makroekonomik değişkenler ve şirkete yönelik beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu Vestel Beyaz Eşya (VESBE) hissesi için 12 aylık hedef fiyatımız pay başına 30,55 TL'den 26,64 TL'ye revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 3 Ocak 2025 kapanışına göre %57 yükseliş potansiyeli taşıırken, hisse için tavsiyemiz AL.**

| Kod                      | VESBE.IS | Kapanış                         | 16,99  |        |
|--------------------------|----------|---------------------------------|--------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 27.184   | Son 12 Ay En Yüksek             | 23,95  |        |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 771      | Son 12 Ay En Düşük              | 15,08  |        |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 37.416   | Beta                            | 0,75   |        |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 1.071    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 5,9    |        |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 19,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 13,0%  |        |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| Satış Gelirleri          | 86.025   | 88.172                          | 79.376 | 96.214 |
| Büyüme                   |          | 2,5%                            | -10,0% | 21,2%  |
| FAVÖK                    | 4.157    | 11.400                          | 7.369  | 10.777 |
| FAVÖK Marjı              | 4,8%     | 12,9%                           | 9,3%   | 11,2%  |
| Net Kar (Mn TL)          | 306      | 6.820                           | 1.080  | 4.418  |
| Pay Başına Kar           | 0,19     | 4,26                            | 0,67   | 2,76   |
| Temettü Verimi           | 2,1%     | 5,9%                            | 1,0%   | 3,3%   |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 3,20     | 0,49                            | 1,39   | 0,81   |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,68     | 0,18                            | 0,36   | 0,26   |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 26,9%                           | 3,6%   | 14,3%  |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 9,8%                            | 1,5%   | 6,4%   |
| Değerleme Çarpanları     | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T  | 2025T  |
| F/K                      | 88,9     | 4,0                             | 25,2   | 6,2    |
| FD/FAVÖK                 | 3,3      | 3,3                             | 5,1    | 3,5    |
| FD/Satışlar              | 0,2      | 0,4                             | 0,5    | 0,4    |
| F/DD                     | 2,0      | 0,9                             | 1,0    | 0,8    |
| Getiri                   | 1A       | 3A                              | YBB    | 12A    |
| TL Getiri (%)            | -0,6     | 0,2                             | 0,2    | 11,7   |
| Ş Getiri (%)             | -2,4     | -2,9                            | 0,2    | -6,0   |
| BIST-100 Relatif (%):    | -3,1     | -11,5                           | -2,2   | -17,9  |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Diğer Şirketler

Ocak 2025



## Aselsan (AL, Hedef Fiyat: 102.00 TL)

## Getiri Potansiyeli: %36

ASELSAN'ın bakiye siparişlerinde büyümesini sürdürmesini ve ihracat performansının önümüzdeki dönemde artış trendi içerisinde olmasını bekliyoruz. Öte yandan artan jeopolitik tansiyonlar ile savunma harcamalarının global çapta artış göstermesinin şirketin büyümesine ivme kazandıracığını düşünmekteyiz. **ASELSAN payları ile ilgili olarak 72.00 TL olan hedef fiyatımızı 102.00 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor; ve AL önerimizi sürdürüyoruz.**

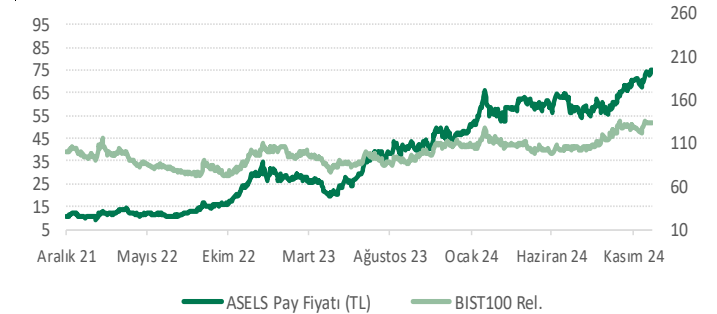
**Aselsan'ın 2024 yılını 13 milyar dolar üzerinde backlog ile tamamlamasını bekliyoruz.** Şirketin toplam sipariş tutarı yılın ilk 9 ayında 12,6 mlr dolar gerçekleşti. (1Y24: 12,3 mlr dolar, YS23: 10,9 mlr dolar). Kamuya açıklanan siparişler göz önüne alındığında şirket 9A24 itibarıyla 3,2 mlr USD yeni proje üstlendi (1Ç24:1 mlr dolar, 2Ç24:1,6 mlr dolar, 3Ç24 toplamı: 0,6 mlr dolar). Şirket ayrıca 9A24 itibarı ile yurtdışından 535 mn dolar tutarında sipariş aldı. Şirket'in 9A24 itibarıyla toplam sipariş tutarının %95'i savunma, %5'i savunma-dışı projelerden oluşmaktadır. Ayrıca 9A24 itibarıyla toplam siparişlerin %49'u Dolar cinsinden oluşurken, %33'ü Euro ve %18'i TL cinsinden oluştuğundan dolayı döviz kurlarındaki artış şirket'in finansallarına pozitif katkı sağlamaktadır. Mevcut teçhizatının modernizasyonu, buna ek olarak yeni uygulamaların geliştirilmesi konusunda tüm kullanılan ekipmanlarının büyük çoğunluğunu yurtiçinden sağlayan Tüm dünyada savunma şirketlerinden gözlemlendiği gibi Türkiye'de ASELSAN'ın en büyük müşterisi TSK'dır. Buna bağlı olarak, önümüzdeki dönemlerde savunma sanayii harcamaları ile ilgili alınan ve alınacak tüm kararlar Aselsan'ı olumlu etkilemesini beklemekteyiz. Diğer yandan, Savunma Sanayi Başkanlığı, Savunma Sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelere kefalet desteği ve ödemesiz dönem imkanıyla kredi kullandırılarak işletmelerin nakit akışlarının etkinliğinin artırılmasını hedeflemektedir. Dolayısıyla alınan bu destek ASELSAN'ın önümüzdeki süreçte nakit akışlarının daha etkili bir şekilde yönetilmesini sağlayabilir.

ASELSAN, 40 Milyon Dolartık yatırımla hayata geçirdiği Elektro-Optik FLIR Üretim Tesisi ile önemli bir kapasite artışı sağlamaktadır. Tesis 7 bin metrekarelik üretim alanına sahiptir. Tesiste, ASEFLIR, TOYGUN ve KARAT ürün aileleri başta olmak üzere hava araçları için geliştirilen elektro-optik sistemlerin üretimi gerçekleştirilecektir. ASELSAN'da yürütülen aselsaneXt Dönüşüm Programının 5 ana hedefinden birisi seri üretimi artırmaktır. Bu doğrultuda, FLIR üretim tesisine önümüzdeki 3 yıl içinde 30 Milyon Dolar daha yatırım yapılması planlanmaktadır. Kilogram başına ihracat değeri 20 Bin Doları aşan bu yüksek teknoloji ürünlerinin seri üretimi, ASELSAN'ın küresel rekabet gücünü artıracak, nitelikli istihdamı destekleyecek ve şirketin sürdürülebilir büyüme hedeflerine ulaşmasında kritik bir rol oynamasını beklemekteyiz.

**Şirket'in net borç pozisyonunda artış sürüyor.** Net borç pozisyonu şirketin seri üretim alt yapılarına ve Ar-Ge harcamalarına yönelik yapmış olduğu yatırımlar nedeniyle 9A24 itibarıyla 29.788 mln TL seviyesine yükseldi (TMS-29 etkisi dahil 1Y24: 27.196 mln TL, YS23: 18.099 mln TL). Halen yurt dışı rakiplerinin ortalamasının altında yer almaktadır.

**2025 Beklentileri** -Aselsan'ın 2024 yılını 121.128 milyon TL net satış geliri ve 29.500 milyon TL FAVÖK rakamı ile tamamlamasını bekliyoruz. Şirket'in 2025 yılında net satış gelirlerinin proje teslimatlarına paralel %14 büyüme ile 138.085 milyon TL seviyesine yükselmesini ve FAVÖK rakamının da 39.825 milyon TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirket'in 2024 yılını 11.728 milyon TL net kar rakamı ile tamamlamasını beklerken, 2025 yılında 14.967 milyon TL net kar açıklayacağını tahmin ediyoruz.

| Kod                      | ASELS.IS | Kapanış                         | 74,85   |         |
|--------------------------|----------|---------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 341.316  | Son 12 Ay En Yüksek             | 75,35   |         |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 9.677    | Son 12 Ay En Düşük              | 46,14   |         |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 371.104  | Beta                            | 0,92    |         |
| Firma Değeri(Mn \$)      | 10.550   | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 71,9    |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 26,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 31,9%   |         |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) |          |                                 |         |         |
|                          | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri          | 96.532   | 106.252                         | 121.128 | 138.085 |
| Büyüme                   |          | 10,1%                           | 14,0%   | 14,0%   |
| FAVÖK                    | 20.271   | 23.140                          | 29.500  | 39.825  |
| FAVÖK Marjı              | 21,0%    | 21,8%                           | 24,4%   | 28,8%   |
| Net Kar (Mn TL)          | 1.851    | 10.526                          | 11.728  | 14.967  |
| Pay Başına Kar           | 0,81     | 2,31                            | 2,57    | 3,28    |
| Temettü Verimi           | 0,4%     | 0,3%                            | 0,4%    | 0,4%    |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | 0,60     | 0,83                            | 1,02    | 0,81    |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,11     | 0,15                            | 0,23    | 0,23    |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 8,7%                            | 9,1%    | 10,9%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 4,9%                            | 5,4%    | 6,7%    |
| Değerleme Çarpanları     |          |                                 |         |         |
|                          | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| F/K                      | 184,4    | 32,4                            | 29,1    | 22,8    |
| FD/FAVÖK                 | 2,5      | 16,0                            | 12,6    | 9,3     |
| FD/Satışlar              | 0,5      | 3,5                             | 3,1     | 2,7     |
| F/DD                     | 4,3      | 2,7                             | 2,6     | 2,4     |
| Getiri                   |          |                                 |         |         |
|                          | 1A       | 3A                              | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)            | 5,3      | 22,8                            | 3,4     | 58,2    |
| \$ Getiri (%)            | 3,5      | 18,8                            | 3,3     | 33,5    |
| BIST-100 Relatif (%):    | 5,2      | 10,9                            | 0,8     | 19,7    |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.



## Coca-Cola İçecek (AL, Hedef Fiyat: 78,30 TL)

Getiri Potansiyeli: 32%

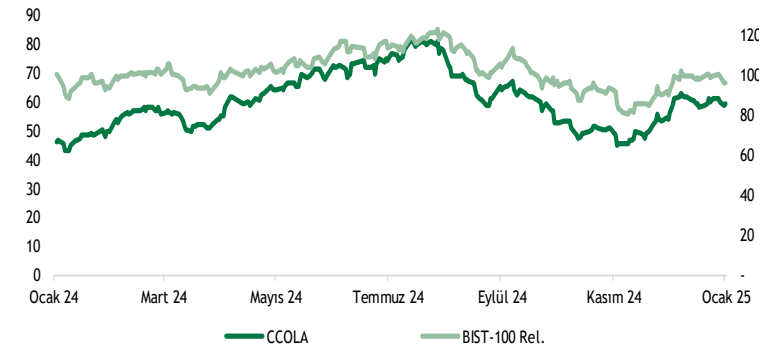
## Ana Pazarlardaki Kırılganlıklar 2024 Performansını Baskıladı...

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı modelimizde yaptığımız güncellemelerden ve 10 yıllık risksiz faiz ortalamamızı %18'e çektiğimizden dolayı 76,60 TL'den 78,30 TL'ye hafif yukarı yönlü revize ediyor; "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz. 03 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak CCI, 2025T 6.5x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 8.9x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %32'ye işaret etmektedir.

➤ Orta Doğu'daki jeopolitik problemlerin artması, Pakistan operasyonlarının makroekonomik zorluklardan kaynaklı daralmaya devam etmesi, TR operasyonlarında yüksek enflasyondan negatif etkilenen tüketici talebine paralel olarak sene içinde ek bir asgari ücret artışına gidilmemesi ve yaz aylarında TR'ye gelen turist sayısının sınırlı büyümesinden kaynaklı olarak CCI'nın toplam konsolide satış hacmi 9A24'te yıllık %4,1 daralma göstermiştir. 9A24'te TR operasyonlarında yıllık %3,2'lik satış hacmi daralması meydana gelirken uluslararası operasyonlarda ise yıllık %4,6'luk daralma yaşanmıştır. 2025 yılında mevcut konjonktürün bir nebze yumuşamasını, karlılık marjlarının yatay seyretmesini bekliyoruz. 2025 yılında konsolide satış hacmi büyümesi tahminimize paralel olarak; 2025 yılsonunda CCI'nın satış gelirlerinin yıllık enflasyon beklentilerinin hafif üzerinde yıllık +%30,1'lik 132.8 milyar TL olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. FAVÖK rakamı beklentimiz ise 2025 yılı için 29.3 milyar TL olarak şekillenmiştir. CCI'nin 2025 yılında 18.6 milyar TL net kar rakamı elde edeceğini hesaplıyoruz. CCI'nin FAVÖK marjının 2025 yılsonunda 0.7 yp düşeceğini öngörüyoruz.

➤ **Değerlememize yönelik ana riskler** - Yukarı yönlü riskler; beklenenden yüksek hacim artışı, elverişli hava koşulları, güçlü turizm faaliyetleri ve yeni uluslararası operasyonların dahil edilmesi. Aşağı yönlü riskler; hammadde fiyatlarında artış, tüketici güveninde düşüş, hammadde temininde tedarik zinciri sorunları ve TL'nin USD karşısında daha da zayıflaması.

| Kod                          | CCOLA TI/CCOLA IS | Kapanış                             | 59,10   |
|------------------------------|-------------------|-------------------------------------|---------|
| Piyasa Değeri (mn TL)        | 165.366           | Son 12 Ay En Yüksek                 | 83,82   |
| Piyasa Değeri (mn \$)        | 4.688             | Son 12 Ay En Düşük                  | 42,53   |
| Firma Değeri (mn TL)         | 190.083           | Beta                                | 0,69    |
| Firma Değeri (mn \$)         | 5.413             | Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 13,78   |
| Halka Açıklık Oranı (%)      | 29,7              | Yabancı Sahiplik Oranı (%)          | 79,55   |
| Anahtar Rakamlar (mn TL)     |                   |                                     |         |
|                              | * 2022            | * 2023                              | 2024T   |
| Satış Gelirleri              | 134.546           | 145.884                             | 132.791 |
| Büyüme (%)                   |                   | 8,4%                                | -9,0%   |
| FAVÖK                        | 22.318            | 26.222                              | 23.501  |
| FAVÖK Marjı (%)              | 16,6%             | 18,0%                               | 17,7%   |
| Net Kar                      | 20.035            | 29.713                              | 14.314  |
| Pay Başına Kar               | 78,76             | 116,81                              | 56,27   |
| Temettü Verimi               | 1,4%              | 1,4%                                | 0,9%    |
| Net Borç/FAVÖK (x)           | -0,65             | -0,82                               | -1,30   |
| Net Borç/Özsermaye (x)       | -0,25             | -0,38                               | -0,65   |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı |                   | 51,4%                               | 27,6%   |
| Ortalama Aktif Karlılığı     |                   | 18,9%                               | 9,5%    |
| Değerleme Çarpanları         |                   |                                     |         |
|                              | * 2022            | * 2023                              | 2024T   |
| F/K                          | 8,3               | 5,6                                 | 11,6    |
| FD/FAVÖK                     | 8,5               | 7,2                                 | 8,1     |
| FD/Satışlar                  | 1,4               | 1,3                                 | 1,4     |
| F/DD                         | 2,8               | 2,9                                 | 3,5     |
| Getiri                       |                   |                                     |         |
|                              | 1A                | 3A                                  | YBB     |
| TL Getiri (%)                | 9,1               | 11,8                                | -1,4    |
| \$ Getiri (%)                | 7,3               | 8,3                                 | -1,5    |
| BIST-100 Relatif (%)         | 6,5               | -1,2                                | -3,8    |



Kaynak: KAP, Coca-Cola İçecek, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Koç Holding (AL, Hedef Fiyat: 299,18 TL)

## Getiri Potansiyeli: %60

9A24'de Koç Holding enflasyon muhasebesi uygulanmış sonuçlara göre 1.765mr TL gelir, 2.024mn TL konsolide zarar elde etti. Net kara enerji ve otomotiv segmentleri pozitif katkıda bulunurken dayanıklı tüketim, finans ve diğer segmentleri negatif katkıda bulundu. Finans segmenti 12.082mn TL zarar ile enflasyon muhasebesi düzenlemesinde yüksek nakit pozisyonunun negatif etkilerini yansıtarak konsolide kara en negatif katkıda bulunan sektör oldu.

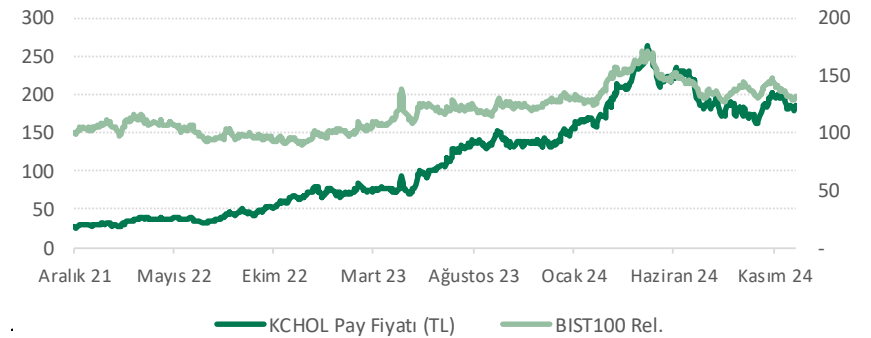
Koç Holding'in yapılanması içerisinde Net Aktif Değeri'nin %20'sini Enerji, %37'sini Otomotiv, %6'sini Dayanıklı Tüketim, %22'sini Finans ve %14'ünü Diğer segmenti oluşturuyor. Gelirlerin ise %37'si enerji, %26'sı otomotiv, %13'ü dayanıklı tüketim, %20'si finans ve %4'ü diğer segmentinden geliyor. (09/2024 sonu itibarıyla).

Düzenli temettü ödüyor: Koç Holding 2010 yılından bu yana kesintisiz her yıl temettü ödedi. 2024 yılında %28 temettü dağıtım oranı ile pay başına brüt 8,00 TL (net 7,20 TL) ödeme yapıldı. Temettü verimi %3,7 seviyesinde gerçekleşti. Ayrıca iştiraklerin güçlü temettü verimi sayesinde nakit yapısı besleniyor. 9A24'de Holding, iştiraklerinde 29,7 milyar TL temettü geliri elde etti. 4Ç24'de elde edilen temettülerle bunun 38,5 milyar TL'ye ulaşması bekleniyor. 09/2024 sonu itibarıyla Holding solo net nakdi 650mn \$'ı dövizden oluşmak üzere 853mn\$ seviyesinde gerçekleşirken, net borç/FAVÖK 0,9x gibi düşük bir seviyede gerçekleşti.

2025 yılında, sanayi kolunda faaliyet gösteren iştiraklerin ihracatçı yapısı nedeniyle, başta Avrupa olmak üzere ihracat pazarlarındaki ekonomik koşulların Holding'in gelirleri üzerinde önemli yapı taşlarından biri olacağını düşünüyoruz. (Toplam gelirin içerisinde yabancı para cinsinden/ yurtdışı kaynaklı gelirlerin oranı %48 seviyesindedir.) Avrupa'da süregelen faiz indirimlerine karşın ekonomik toparlanma henüz verilere yansımazken, en azından yılın ilk çeyreğinde toparlanma beklemiyoruz. Finansal tarafta ise banka ve sigortacılık faaliyet kolları yüksek nakit yapısı nedeniyle enflasyon muhasebesinden negatif etkilenen sektörlerin başında geliyor. Enflasyon muhasebesinin 2025 yılında da uygulanacak olması nedeniyle finansal hizmetler segmentinden net kara zayıf katkının süreceğini düşünüyoruz. Bununla beraber hissenin yabancı takas oranı göz önüne alındığında, BİST'e yönelik yabancı yatırımcı ilgisi arttığında, Koç Holding'in ilgi gören ilk hisselerden biri olacağını düşünüyoruz.

**İştirak değerlerinde yaptığımız değişiklikler sonrası, Koç Holding (KCHOL) için hedef fiyatımızı 308,72 TL'den 299,18 TL'ye aşağı revize ediyoruz. Hedef fiyatımız 3 Ocak 2025 kapanışına göre %60 yükseliş potansiyeli taşırken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.**

| Kod                       | KCHOL.IS  | Kapanış                         | 186,50    |           |
|---------------------------|-----------|---------------------------------|-----------|-----------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)     | 472.945   | Son 12 Ay En Yüksek             | 270,75    |           |
| Piyasa Değeri (Mn \$)     | 13.409    | Son 12 Ay En Düşük              | 133,47    |           |
| Firma Değeri (Mn TL)      | 899.828   | Beta                            | 1,26      |           |
| Firma Değeri (Mn \$)      | 25.920    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 93,0      |           |
| Halka Açıklık Oranı (%)   | 22,00     | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 50,7%     |           |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL)  | 2022A*    | 2023A*                          | 2023/09A* | 2024/09A  |
| Satış Gelirleri           | 2.020.540 | 1.760.010                       | 1.294.935 | 1.233.165 |
| Finans Sektörü Hasılatı   | 456.915   | 556.759                         | 399.238   | 531.464   |
| Toplam Satış Gelirleri    | 2.477.456 | 2.316.770                       | 1.694.173 | 1.764.629 |
| <i>Büyüme</i>             |           | -6,5%                           | 0,0%      | 4,2%      |
| Konsolide Net Kar (Mn TL) | 104.909   | 104.285                         | 56.182    | -2.024    |
| Pay Başına Kar            | 41,37     | 41,12                           | 22,15     | -0,80     |
| Temettü Verimi            | 2,8%      | 7,7%                            |           |           |
| Net Borç / Özsermaye (x)  | 0,91      | 0,69                            |           | 0,84      |
| Ort. Özsermaye Karlılığı  |           | 18,7%                           |           |           |
| Ortalama Aktif Karlılığı  |           | 2,5%                            |           |           |
| Değerleme Çarpanları      | 2022A*    | 2023A*                          | 2023/09A* | 2024/09A  |
| F/K                       | 4,5       | 4,5                             |           | 10,3      |
| FD/Satışlar               | 0,1       | 0,5                             |           | 0,7       |
| F/DD                      | 1,3       | 0,8                             |           | 0,9       |
| Getiri                    | 1A        | 3A                              | YBB       | 12A       |
| TL Getiri (%)             | -4,2      | 8,7                             | 4,4       | 39,6      |
| \$ Getiri (%)             | -5,9      | 5,4                             | 4,3       | 17,5      |
| BIST-100 Relatif (%):     | -6,6      | -4,0                            | 1,9       | 2,7       |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022, 2023 ve 2023/09 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Sabancı Holding (AL, Hedef Fiyat: 164,00 TL)

## Getiri Potansiyeli: %61

NAD içerisinde yüksek bankacılık payı 2025'te de hisse performansını destekleyebilir.

Sabancı Holding 9A24'de 144.057mn TL gelir elde ederken, başta bankacılık segmentinden ve diğer segmentinden gelen zararın negatif etkisiyle 11.826mn TL konsolide zarar açıkladı.

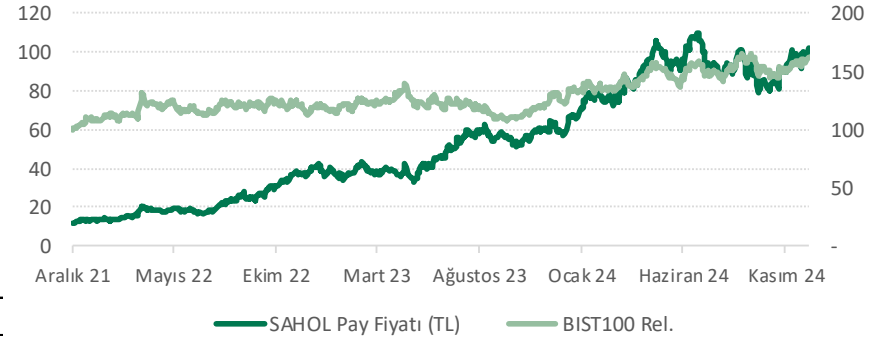
Sabancı Holding'in net aktif değerinin %42'si bankacılık ve finansal hizmetler, %33'ü enerji ve iklim teknolojileri, %14'ü malzeme teknolojileri, %6'sı dijital teknolojiler ve diğer, %5'i mobilite çözümleri segmentlerinden oluşuyor. Gelirlerin ise %58'i bankacılık ve finansal hizmetler, %20'si enerji, %4'ü mobilite çözümleri, %7'si malzeme teknolojileri, %6'sı dijital hizmetler ve %5'i diğer segmentlerinden geliyor.

**2025 beklentilerimiz:** Holding'in gelirleri içerisinde %58 gibi önemli bir paya sahip bankacılık ve finansal hizmetler segmentinin, 2025'de faiz indirimlerinden pozitif etkileneceğini ancak yüksek nakit pozisyonu nedeniyle enflasyon muhasebesinden negatif etkilenmeyi sürdüreceğini düşünüyoruz.

**Enerjisa Üretim 2025'te Halka Arz Edilebilir:** Bloomberg'de Ekim ayında yer alan bir habere göre Bloomberg'de yer alan habere göre Sabancı Holding, Alman enerji şirketi E.ON SE ile eşit oranda pay sahibi olduğu Enerjisa Üretim'in halka arzı için Citigroup, JPMorgan ve Morgan Stanley'e yetki verdi. Habere göre hisse satışının 2025 yılı ilkbahar aylarında planlandığı belirtildi. Halka arz kararının, uluslararası yatırımcıların ilgisine bağlı olacağını, buna göre, enerjisa Üretim'in halka arzının 2025 yılının ikinci yarısında gerçekleştirilebileceğini düşünüyoruz.

**İştirak değerlerinde yaptığımız değişiklikler sonrası, Sabancı Holding (SAHOL) için hedef fiyatımızı 146,55 TL'den 164,00 TL seviyesine yükseltiyoruz. Hedef fiyatımızı 3 Ocak 2025 kapanışına göre %61 yükseliş potansiyeli taşıırken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.**

| Kod                       | SAHOL.IS | Kapanış                         | 102,10    |          |
|---------------------------|----------|---------------------------------|-----------|----------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)     | 214.448  | Son 12 Ay En Yüksek             | 111,00    |          |
| Piyasa Değeri (Mn \$)     | 6.080    | Son 12 Ay En Düşük              | 56,83     |          |
| Firma Değeri (Mn TL)      | 273.203  | Beta                            | 1,12      |          |
| Firma Değeri (Mn \$)      | 7.802    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 59,4      |          |
| Halka Açıklık Oranı (%)   | 51,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 39,5%     |          |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL)  |          |                                 |           |          |
|                           | 2022A*   | 2023A*                          | 2023/09A* | 2024/09A |
| Satış Gelirleri           | 178.442  | 197.812                         | 147.779   | 144.057  |
| Finans Sektörü Hasılatı   |          |                                 |           |          |
| Toplam Satış Gelirleri    | 629.308  | 766.313                         | 553.230   | 664.725  |
| Büyüme                    |          | 10,9%                           | 0,0%      | -2,5%    |
| Konsolide Net Kar (Mn TL) | 56.916   | 22.274                          | 2.918     | -11.826  |
| Pay Başına Kar            | 27,89    | 10,92                           | 1,43      | -5,63    |
| Temettü Verimi            | 5,0%     | 6,5%                            | 0,0%      | 0,0%     |
| Net Borç / Özsermaye (x)  | 0,08     | 0,10                            | -         | 0,21     |
| Ort. Özsermaye Karlılığı  |          | 7,0%                            | 0,0%      | 0,0%     |
| Ortalama Aktif Karlılığı  |          | 0,7%                            | 0,0%      | 0,0%     |
| Değerleme Çarpanları      |          |                                 |           |          |
|                           | 2022A*   | 2023A*                          | 2023/09A* | 2024/09A |
| F/K                       | 3,8      | 9,6                             |           | 28,5     |
| FD/Satışlar               | 0,2      | 1,4                             |           | 1,9      |
| F/DD                      | 1,0      | 0,7                             |           | 0,7      |
| Getiri                    |          |                                 |           |          |
|                           | 1A       | 3A                              | YBB       | 12A      |
| TL Getiri (%)             | 9,3      | 17,2                            | 6,4       | 78,9     |
| Ş Getiri (%)              | 7,4      | 13,6                            | 6,3       | 50,6     |
| BIST-100 Relatif (%):     | 6,6      | 3,5                             | 3,8       | 31,6     |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022, 2023 ve 2023/09 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Selçuk Ecza Deposu (TUT, Hedef Fiyat: 92.00 TL) Getiri Potansiyeli: 12%

## İlaç fiyatlarındaki artış öncülüğünde satış gelirlerinde büyüme

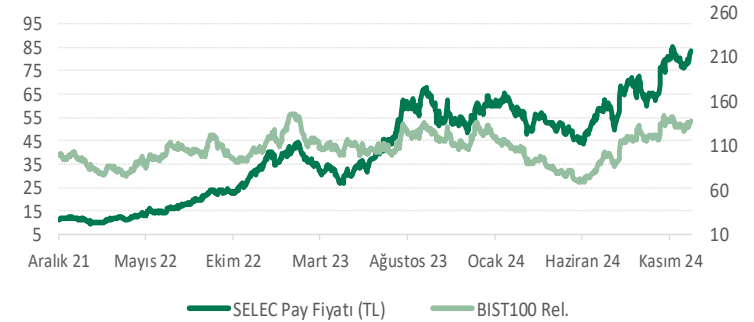
**Şirket payları ile ilgili TUT önerimizi sürdürüyoruz** - Selçuk Ecza'nın hedef pay fiyatımızı makro tahminlerimiz ve risksiz getiri oranındaki güncellemeye paralel 84.50 TL seviyesinden 92.00 TL seviyesine revize ediyoruz.

**İlaç dağıtım sektöründe pazar payı %36,25 seviyesinde** - Türkiye ilaç sektöründe 9A24 itibarıyla TL bazında %36,25 (YS23:%37,64) pazar payına sahip olan Selçuk Ecza Deposu, 26 ana depo ve 85 bölgesel şube olmak üzere toplam 111 deposu ile yaklaşık 26 binden fazla eczaneye ilaç satışı gerçekleştirmektedir.

**Artan ilaç fiyatları net satış gelirlerine olumu yansıyor** - Şirket ilaç fiyatlarında yapılan ayarlamalardan etkilenmektedir. İlaç dağıtım sektöründe de kar marjları yönetmeliğe göre belirlenmekte olup, ilaç fiyat aralıklarına göre sabit kar marjları uygulanmaktadır. Ayrıca kârlılığı etkileyen diğer bir etmen fiyat değişikliklerinin açıklandığı dönemlerde elde edilen stok karları olmaktadır. Hatırlanacağı üzere, beşeri tıbbi ürünlerin fiyatlandırılmasında kullanılacak Türk lirasının Euro değeri 25 Ekim 2024 itibarıyla 17,5483 TL'den %23,50 artırılarak 21,6721 TL'ye çıkarılmıştır. Türkiye ilaç fiyatları 2023 Aralık ayında %25, Temmuz ayında %30,5, 2023'te ise %36,77 artırılmıştı. İlaç fiyatları için 2024 EUR/TL referans oranı 21,67 TL seviyesinde bulunmaktadır. Döviz kurunun cari kurun oldukça altında olması, ilaç piyasasındaki sorunların devam etmesine bağlı olarak 2025 yılında yeni fiyat artışlarının gelebileceğini düşünüyoruz. İlaç fiyatlarında yaşanacak artış şirketin net satış gelirlerine 2025 yılında da pozitif yansımaları olacağını düşünüyoruz.

**2025 Beklentileri** - Şirket'in 2024 yılını 125.400 milyon TL net satış geliri ve 5.875 milyon TL FAVÖK rakamı ile tamamlamasını bekliyoruz. Şirket'in 2025 yılında net satış gelirinin 156.500 milyon TL seviyesine yükselmesini ve FAVÖK rakamının da 7.500 milyon TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirket'in 2024 yılını 880 milyon TL net kar rakamı ile tamamlamasını beklerken, 2025 yılında 1.500 milyon TL net kar açıklayacağını tahmin ediyoruz.

| Kod                      | SELEC.IS | Kapanış                         | 82,20   |         |
|--------------------------|----------|---------------------------------|---------|---------|
| Piyasa Değeri (Mn TL)    | 51.046   | Son 12 Ay En Yüksek             | 85,25   |         |
| Piyasa Değeri (Mn \$)    | 1.447    | Son 12 Ay En Düşük              | 42,78   |         |
| Firma Değeri (Mn TL)     | 45.069   | Beta                            | 0,65    |         |
| Firma Değeri (Mn \$)     | 1.272    | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 3,8     |         |
| Halka Açıklık Oranı (%)  | 15,00    | Yabancı Sahiplik Oranı (%)      | 16,3%   |         |
| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| Satış Gelirleri          | 123.006  | 141.086                         | 125.400 | 156.500 |
| Büyüme                   |          | 14,7%                           | -11,1%  | 24,8%   |
| FAVÖK                    | 7.388    | 9.659                           | 5.875   | 7.500   |
| FAVÖK Marjı              | 6,0%     | 6,8%                            | 4,7%    | 4,8%    |
| Net Kar (Mn TL)          | 918      | 322                             | 880     | 1.500   |
| Pay Başına Kar           | 1,48     | 0,52                            | 1,42    | 2,42    |
| Temettü Verimi           | 0,8%     | 0,5%                            | 0,9%    | 0,9%    |
| Net Borç / FAVÖK (x)     | -0,20    | -0,50                           | -0,37   | -0,28   |
| Net Borç / Özsermaye (x) | -0,07    | -0,22                           | -0,10   | -0,09   |
| Ort. Özsermaye Karlılığı |          | 1,5%                            | 4,0%    | 6,8%    |
| Ortalama Aktif Karlılığı |          | 0,5%                            | 1,3%    | 2,0%    |
| Değerleme Çarpanları     | 2022A*   | 2023A*                          | 2024T   | 2025T   |
| F/K                      | 55,6     | 158,4                           | 58,0    | 34,0    |
| FD/FAVÖK                 | 0,8      | 4,7                             | 7,7     | 6,0     |
| FD/Satışlar              | 0,0      | 0,3                             | 0,4     | 0,3     |
| F/DD                     | 3,4      | 2,3                             | 2,3     | 2,3     |
| Getiri                   | 1A       | 3A                              | YBB     | 12A     |
| TL Getiri (%)            | -0,5     | 18,5                            | 4,4     | 45,3    |
| \$ Getiri (%)            | -2,2     | 14,6                            | 4,3     | 22,6    |
| BIST-100 Relatif (%):    | -0,6     | 7,0                             | 1,8     | 9,9     |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Şeker Yatırım

### UYARI NOTU:

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

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekilde ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. - Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL  
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)