



2025
Strateji

Karanlık Şafağın Eşiğidir

17 Ocak 2025

Küresel Görünüm

BankacılıkAKBNK
ALBRK
GARAN
HALKB
ISCTR
TSKB
VAKBNOtomotivFROTO
OTKAR
TOASOYiyecek &İçecek
AEFES
CCOLA
ULKERRestoran

TABGD

Türkiye Makro Görünüm

HavacılıkPGSUS
TAVHL
THYAOPetrolAYGAZ
TUPRSDemir-ÇelikEREGL
KRDMD

BIST Görünüm

Sigorta &EmeklilikAGESA
AKGRT
ANHYT
TURSG HoldingAGHOL
ENKAIPerakendeBIMAS
MAVI
MGROS
SOKMTelekomTCELL
TTKOM

YKY Model Portföy

Yatırım

UNLU

Savunma

ASELS

Enerji

AKSEN

YKY İnceleme Kapsamı

Murat Berk
Mustafa Görkem Göker
Oğuzhan Vural
İnanç Güngör
Eren Erciş
Nuray Aparı Büyükkayayky_arastirma@yapikredi.com.tr
+90 212 319 79 49

2025 Strateji – Bir Bakışta...

KÜRESEL PİYASALAR

- ❑ Trump'ın özellikle tarifeler olmak üzere potansiyel politikaları küresel ekonomi ve piyasaları en çok etkileyecek unsur.
- ❑ Küresel hisse piyasalarında, özellikle ABD'de yatay/yukarı yönlü bir eğilimin ardından DXY ve ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin (%5'in üzerinde) 1Ç25'te zirve yaptıktan sonra riskli varlıklarda büyük bir düzeltmenin bir dip alım fırsatı yaratabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ Emtialar için daha iyi bir yıl öngörürken GOP'lara yönelik duruşumuz hafif olumlu.
- ❑ Altın, en beğendiğimiz varlık sınıflarında biri olmaya devam ediyor ve yapısal yükseliş tezinin hâlâ ikna edici olduğunu düşünüyoruz

BİST GÖRÜNÜMÜ

- ❑ TCMB'nin enflasyon beklentilerini düşürmeye yönelik adımlarının TL faizleri artırması BIST için 2024'te çitayı çok yukarı taşıdı. 2025'te de ana "yatırım hikayesi" halen dezenflasyon ve TCMB'nin faiz indirimleri İndirimlerin zamanlaması, hızı ve büyüklüğü endeksin görünümünün ana belirleyicisi olacak.
- ❑ İnceleme kapsamımızın çoğu -bilhassa bankalar- için, 2025'te, 2024'ün düşük bazı sayesinde daha iyi finansallar bekliyoruz ve bunun 2Y25'te düşen enflasyonla görülür olmasını bekliyoruz.
- ❑ Enflasyonu düşürme çabalarının amaçlanan sonuçları vermesini ve nihayetinde BIST'in tüm yıl getirisini desteklemesini bekliyoruz, ancak yükselişin inişli çıkışlı olması kuvvetle muhtemel. Aşağıdan yukarıya 12M endeks hedefimiz ~14.5K, TL cinsinden ~%50'lik bir artış sağlıyor.

TÜRKİYE MAKRO

- ❑ GSYH büyümesinin 2025'te %3,2 ile 2024'teki %2,9'a göre toparlanmasını bekliyoruz. Dezenflasyon için kritik öneme sahip iç talepteki soğuma eğilimine dair net bir işaret henüz görülmedi.
- ❑ Yüksek gıda fiyatları ve yapışkan hizmet enflasyonunun zorladığı TÜFE'nin 2025 yıl sonu %27,8'e düşmesini bekliyoruz.
- ❑ 2024'te para politikası, mali politikalardan yeterli destek almadı. Bunun 2025'te kısmen değişmesi muhtemel. Bütçe açığının 2024'teki %4,9'a kıyasla 2025'te %3,1 olmasını bekliyoruz.
- ❑ Zayıf ekonomik aktivite, daha düşük enerji fiyatları ve altın ithalatındaki azalmanın etkisiyle, cari açık 2024'te rekor daraldı. Bu etmenlerin 2025'te de GSYİH'nin %2,2'sinde kalmasında etkin olmasını bekliyoruz.

HİSSE TERCİHLERİ

- ❑ Türkiye'nin MSCI'daki ağırlığı 2022'deki ~%0,2'lerden 2025 başında ~%0,8'lere yükseldi. Mevcut tarihsel zirvelerin oldukça altında değerlemeler, kısa vadede, yüksek faizler nedeniyle cazip gözükmesine de, uzun vade için alım fırsatı sunmaktadır.
- ❑ Yüksek enflasyonla başa çıkabilen (fiyatlama gücü olan) finansalları yüksek faiz ve değerli TL'den faydalanan, net işletme sermaye ihtiyacı ve borçluluğu düşük şirketleri önceliklerimiz ışığında oluşturduğumuz Model Portföyümüzü TTKOM'un yerine **TCELL**'i eklememiz sonrası: **BIMAS, THYAO, AGHOL, AKSEN, MAVI, VAKBN, GARAN, TABGD, TSKB, TCELL** hisselerinden oluşmaktadır.

Küresel Görünüm

Türkiye Makro Görünüm

BIST Görünüm

YKY Model Portföy

YKY İnceleme Kapsamı

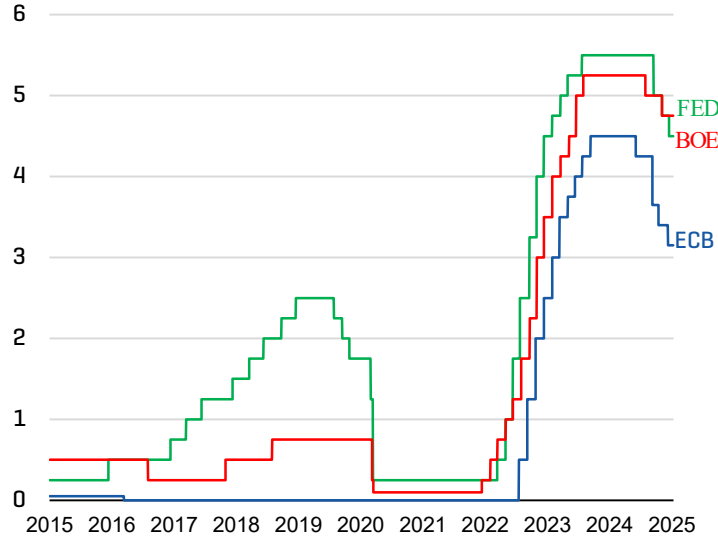
2025
Strateji

Küresel Görünüm



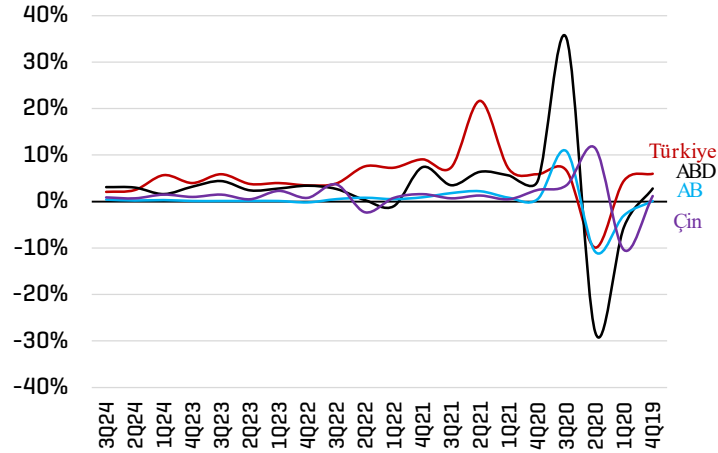
- 2025'te küresel ekonominin %2,5 civarında büyüyeceği öngörülüyor. Bunun, 2024 yılı performansına benzer olduğunu söyleyebiliriz. ABD'ye yönelik gelişmeleri yakından takip ediyoruz ancak ekonomik göstergeler henüz ciddi bir yavaşlamaya işaret etmiyor.
- Bizim görüşümüz, 2025 yılı başında, ABD başta, küresel borsalarda yatay/yükseliş eğiliminin görüleceği. Daha sonra DXY ve UST10Y'de 1Ç25'de (muhtemelen Ocak) %5 civarında bir zirve göreceğimize inanıyoruz. Bu, ilk etapta riskli varlıklar üzerinde büyük bir düzeltme yaratabilir, ancak ardından bir dip alım fırsatı sağlayabilir.
- Emtialar ve gelişmekte olan piyasalar için 2025'in daha iyi bir yıl olacağını düşünüyoruz ve ABD tahvil getirilerinin zirve yaptığı ortamda GOP'larda uzatılmış bir satış baskısı öngörüyoruz
- Yapısal yükseliş tezini hâlâ ikna edici bulduğumuz altın, en favori varlıklarımız arasında

Küresel Faiz Oranları



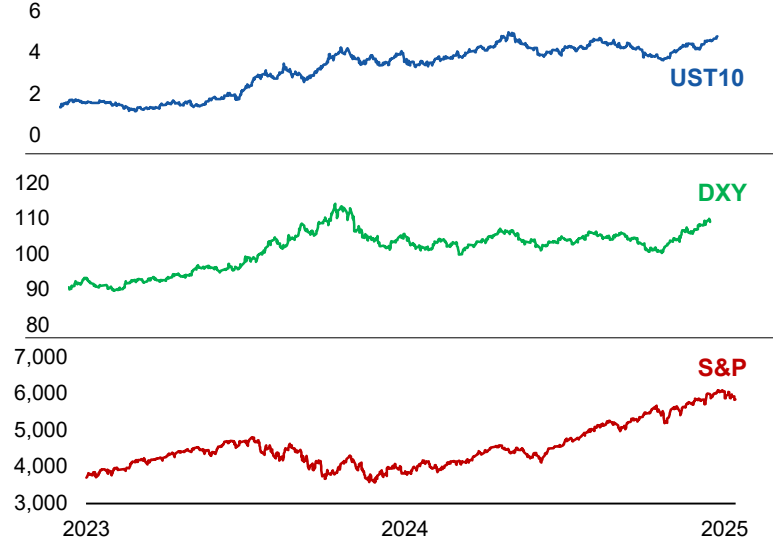
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Dünya GSYİH Büyüme



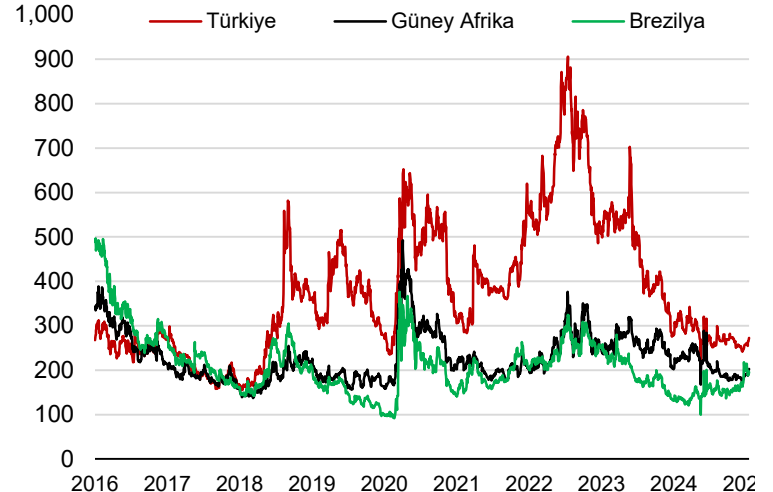
Kaynak: World Bank, YKY Araştırma

ABD 10 Y Tahvilleri, Dolar Endeksi, S&P



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

GOÜ CDS'leri



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Küresel Görünüm - 2025

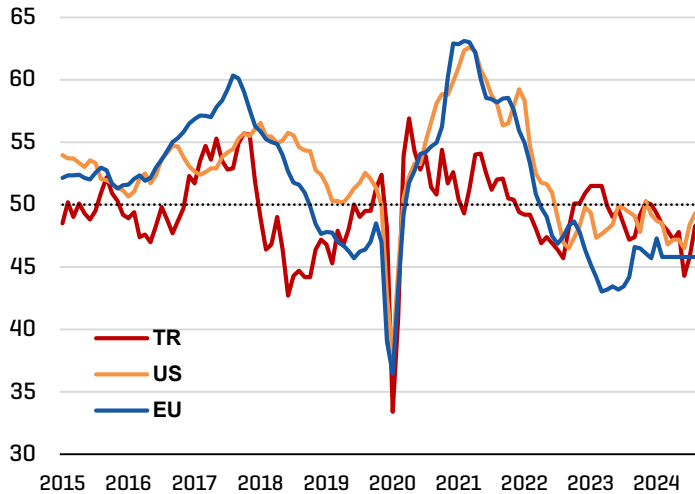
Merkez Bankalarının Faiz İndirimleri Sürecek

Küresel ekonominin 2025'te ~%2,5 oranında büyüyeceği tahmin ediliyor. Bu oran, 2024'teki performansa benzer bir seviye. ABD'deki gelişmeleri yakından izliyoruz, ancak ekonomik göstergeler önemli bir yavaşlamaya işaret etmiyor.

Genel olarak, hizmet sektörü küresel ekonominin beklenenden daha güçlü performans göstermesindeki temel itici güç oldu—küresel hizmetler PMI genişleme bölgesinde kalmaya devam ederken, imalat PMI genişleme ve daralma arasındaki eşik olan 50 seviyesine yakın bir zayıflık sergiledi. Hizmet üretiminin nispeten emek yoğun olması, sıkı işgücü piyasalarının ve sağlam tüketici gelirlerinin oluşmasına katkı sağladı. Bu da harcamaları destekleyen pozitif bir dinamik yarattı.

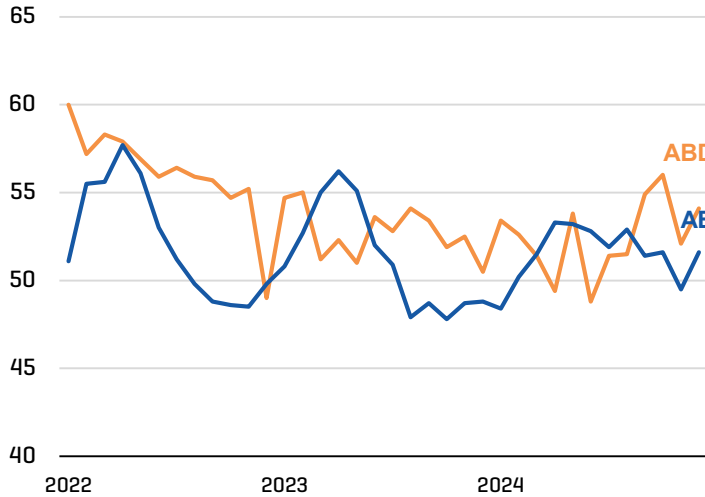
Küresel merkez bankaları tam kapsamlı bir faiz indirim döngüsü içinde ve daha fazla gevşeme için alan bulunuyor—ancak Fed, Trump Yönetimi'nin değişen politikalarını dikkatle izleyecek. Bu durum Fed'in daha fazla sıkılaşmayı gerektirebilirken, yurtdışındaki merkez bankalarının daha kolay para politikalarına yönelmesi gerekebilir. Tüm bu nedenlerle, ABD dolarının önümüzdeki aylarda değer kazanması muhtemel görünüyor

PMİ Birleşik Endeksi

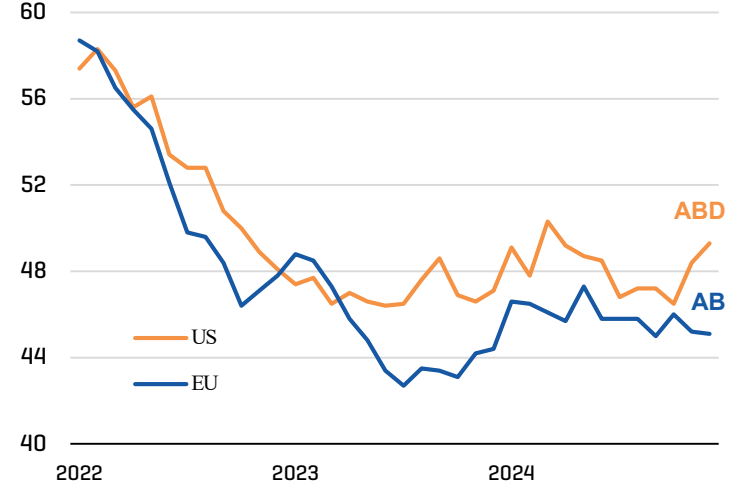


Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Hizmet PMI



İmalat PMI



www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Küresel Görünüm - 2025

Trump'ın politikaları, özellikle tarifeler, etkili olacak.

Donald Trump'ın seçim zaferi ve Cumhuriyetçilerin Kongre'deki zaferiyle, görünüm artık daha da belirsiz ve bu durum, küresel ekonomi ve finansal piyasalar için daha geniş bir sonuç yelpazesinin önünü açıyor.

- ❑ Yeni yönetimin öncelikli odağı büyümeyi artırmaksa, bu ABD için olumlu olabilir ve dünyanın başka yerlerine de yansiyabilir ama bu muhtemelen yasadışı göçmenlerin sınır dışı edilmesi gibi kampanya vaatlerine ve gümrük vergilerine daha az odaklanmayı gerektirecektir. Trump'ın öngörülemeliği, onun bu öncelikleri nasıl dengelediğini ancak göreve geldiğinde gerçek zamanlı olarak bileceğimiz anlamına geliyor.
- ❑ Agresif ticaret ve göç politikalarına daha fazla ağırlık verilirse ana aşağı yönlü risklerin ortaya çıkması daha olasıdır. Bu büyüme için olumsuz olabilir ve enflasyonu yukarı çekebilir. Bu, FED'in kesinti döngüsünü durdurmasına ve hatta muhtemelen tahvil getirileri üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecek faiz artırımlarını yeniden başlatmayı düşünmesine yol açabilir. Bunun ABD ve hatta dünyanın geri kalanı için sonuçları olabilir. Maksimalist bir Trump ticaret gündemi ve harekete geçmekle sınırlı kalan bir Avrupa. Yeni ABD yönetimi altında dünya ticaret ortamının değişmesi muhtemel görünüyor. Bunun da ekonomi ve merkez bankaları üzerinde yansımaları olabilir. Politika değişikliklerini ve sıralamasını tam olarak bilmeden, ana hatlarını bilmek zordur ancak bir şey açık görünüyor ki, dünyanın ekonomik olarak büyümesi 2025'te ek olumsuzluklarla karşı karşıya kalabilir
- ❑ Trump'ın daha önce de açıkladığı gibi ABD'nin gümrük vergilerini nasıl uygulayacağı sorusu bizce belirsizlik ve risklerin başında geliyor. Söz konusu gümrük tarifelerinin hangi ülkelere ve hangi oranlarda uygulanacağı, hangisi blöf hangisi değil gibi sorularla meşgul olacağız. Uygulamalar, ülkeler arasında farklı oranlarda gerçekleşebilir ve hem ABD ekonomisi hem de dünyanın geri kalanı için olumsuz etkiler yaratabilir. Tesellimiz bunun Trump'ın ilk döneminde büyük ölçüde gerçekleşmemiş olması çünkü Trump ilk döneminde, ciddi anlamda yıkıcı eylemlerden kaçındı

Ayrıca, daha önce ABD-Çin ticaret gerilimlerinde bir artış gördüğümüzü düşünüyoruz ancak bu sefer tarifelerin etkisinin daha yıkıcı olabileceğine inanmak için nedenlerin olduğunu söyleyebiliriz. Tarifeleri uygulamaya koymanın gerekçesi, sabit ekonomik dengesizliklerin ötesine geçmiş ve stratejik bir bakış açısını yansıtıyor gibi görüldüğünden, bir anlaşmaya varmak daha uzun sürebilir ve bu sefer daha da zorlaşabilir.

Küresel Görünüm - 2025

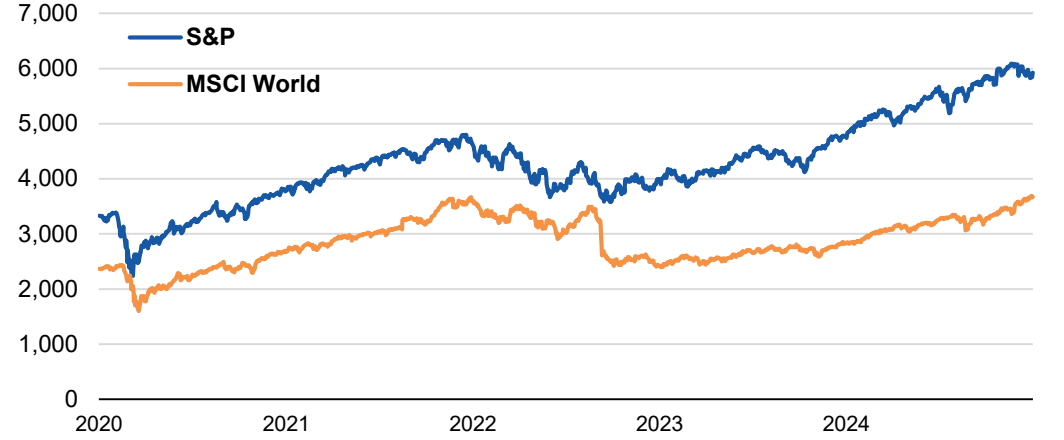
ABD ve Gelişen Piyasalar: Düzeltme ardından bir dip alım fırsatı görebiliriz.

Görüşümüz, 2025'in başlarında, özellikle ABD olmak üzere, küresel hisse senedi piyasalarında yatay/yukarı yönlü bir trend görüleceği yönünde. Ardından, DXY ve ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin yaklaşık %5 seviyesinde zirve yapacağını tahmin ediyoruz. Bu durum çoğunluk için sürpriz olacak, ancak DXY ve tahvil faizlerindeki zirveden sonra emtialar ve gelişmekte olan piyasalarda (GOP) daha iyi bir yıl bekliyoruz.

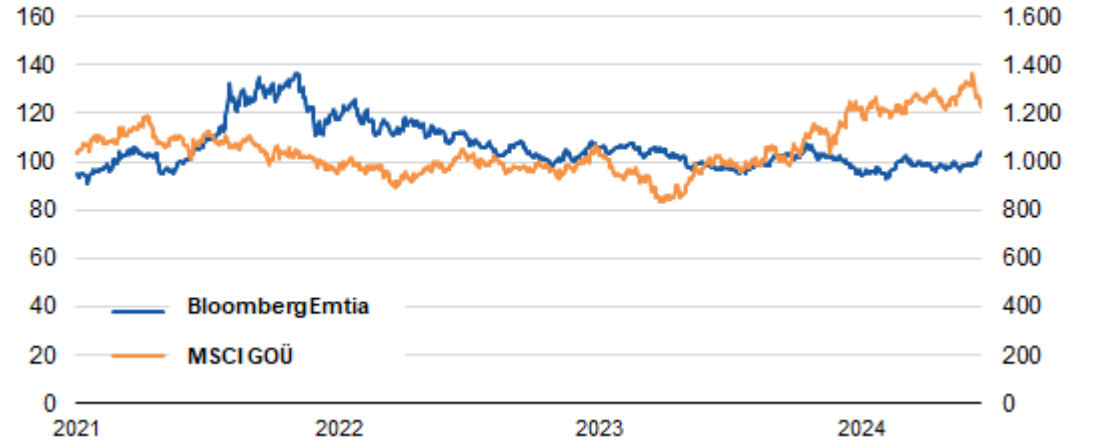
ABD hisse senetlerinde, uzayan değerlemeler ve volatilité baskılamaları, düzeltme riskini artırmaya başladı. 2024'ün ikinci yarısında da benzer bir arka plan, birkaç volatilité olayıyla kendini gösterdi. Bu modelin 2025'te de devam edebileceğini düşünüyoruz: Risk iştahının yüksek olduğu dönemlerde baskılanan volatilité, düzeltme dönemleriyle yer değiştiriyor. ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin %5'i aşmasıyla oluşacak potansiyel düzeltmenin, güçlü temel hikayelere sahip sektörler veya hisse senetleri için, özellikle GOP ve emtialar açısından, bir dip alım fırsatı yaratacağını düşünüyoruz.

2025 yılında GOP'lara yönelik hafif olumlu bir duruş sergiliyoruz. Daha güçlü bir ABD doları, yükselen tahvil getirileri ve artan tarife riskleri, yerel GOP'lar için zorlu bir makro ortam yaratıyor. Ancak, ABD reel getirilerinin zirve yaptığı bir ortamda GOP'larda uzatılmış bir satış baskısı yaşanması nadir bir durumdur. Bu bağlamda, GOP tahvillerine yönelik olumlu görüşümüz, 2024 yılında sıkışan spreadler ve iyileşen kredi kalitesi ile paralellik gösteriyor. Bununla birlikte, 2025 için GOP dış borçlanma araçlarında fazla değer görmüyoruz; spreadler çok yıllık düşük seviyelerde ve küresel faizlerin başlangıçta yüksek seyredeceğini öngörüyoruz.

S&P vs. MSCI Dünya Endeksi



Bloomberg Emtia Endeksi (BCOM) vs MSCI GOÜ



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Küresel Görünüm - 2025

Avrupa'da 2025 beklenenden daha iyi olabilir

Euro Bölgesi PMI'ları arttı ancak büyümede güçlü bir toparlanma sinyali vermedi. Euro Bölgesi ticarete açık olması nedeniyle özellikle Trump tarifelerine maruz kalıyor. Euro Bölgesi büyüme görünümüne bakıldığında ise karamsar bir görünüm söz konusu. Sürece, bu politika belirsizlikleri de eklendiğinde çoğu yatırımcının neden bu kadar endişeli görüldüğünü anlamak kolay. Sonuçta belirsizlik büyüme üzerinde önemli bir engel oluşturabilecek bir faktör. Almanya'da 23 Şubat'ta erken seçim yapılacak. Politika belirsizliğinin çözümünün büyümeyi artırabileceği bir durum ve bu yıla göre daha güçlü bir performans görebiliriz. Durumun böyle olup olmayacağı, büyük ölçüde yeni hükümetin hızla kurulmasına bağlı olacak. Dolayısıyla Avrupa'ya ilişkin nispeten daha az kötümser bakış açımız, ABD'nin Avrupa'ya yönelik yeni ticaret kısıtlamalarının sınırlı olacağı ve özellikle Almanya'da güçlü bir hükümetin kurulacağı varsayımına dayanıyor.

Ayrıca ECB'nin Aralık toplantısında beklenen dönüşü de gördük. Daha fazla faiz indirimi gelecek. Politika yapıcılar bir sonraki hedef olarak bir nötr politika duruşu belirlediler. Son dönemdeki Euro Bölgesi enflasyon verileri enflasyonda önemli bir zayıflamaya işaret ettiğinden bu oran seviyesine yaz ayına kadar ulaşılabilir. Çekirdek enflasyonun zayıf seyri ve genel olarak zayıf ekonomik ortam, ECB'nin daha fazla faiz indirimi yapmasının anahtarıdır ve bu muhtemelen gelecek yıl için Euro Bölgesi büyümesi için iyi bir haber olabilir.

Asya: Tüm ekonomik politika değişikliklerini yönlendirmek için bol miktarda kararlılığa ihtiyacı olacak.

Ticaret, ABD'nin yeni tarifelerden etkilenecek, ancak çoğu, tam olarak kimin hangi kısıtlamalarla karşılaşacağı gibi ayrıntılara bağlı. Çin için ABD ithalat tarifelerindeki yeni bir artış, yerel talebin çok daha zayıf olduğu, özellikle zor bir döneme denk geliyor. Bu durum, yurt içi talebin daha fazla teşvik edilmesi ihtimalini güçlendiriyor.

ASEAN için ABD-Çin ticaret gerilimleri geçmişte tartışmasız faydalı olmuş, ihracat kazanımlarına ve daha fazla yatırıma yol açmıştı ancak bu kez görünüm çok daha belirsiz. Ancak Asya'nın büyük bölümünde tüketici harcamalarının dirençli kalması gerekiyor. Japonya dışındaki faiz oranlarının düşürülmesi, ekonominin dengelenmesine yardımcı olabilir

MB Toplantı Takvimi	Ocak	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Eylül	Ekim	Aralık
FED	28-29	18-19	-	6-7	17-18	29-30	16-17	28-29	9-10
ECB	30	6	17	-	5	24	11	30	18

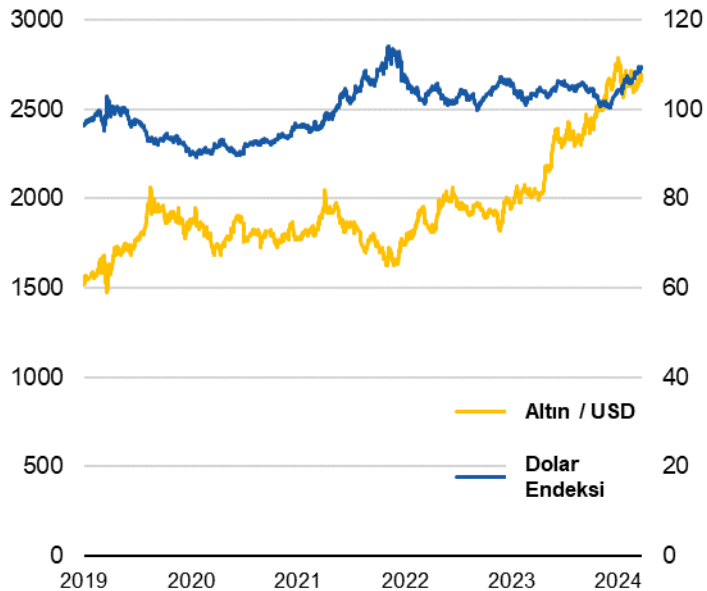
Küresel Görünüm - 2025

Altın favori varlıklarımız arasında kalmaya devam ediyor

Petrol için temel görünüm düşüş yönlü görünüyor; ABD, küresel talep artışını karşılamak için yeterli arz sağlıyor. Ancak, jeopolitik riskler sürmekte ve piyasa bu olumsuz görünümü bir ölçüde fiyatlamış gibi görünüyor. OPEC+'tan birkaç aylık arz artışını erteleyecek karar sinyalleri ya da jeopolitik riskler yukarı yönlü potansiyel yaratabilir..

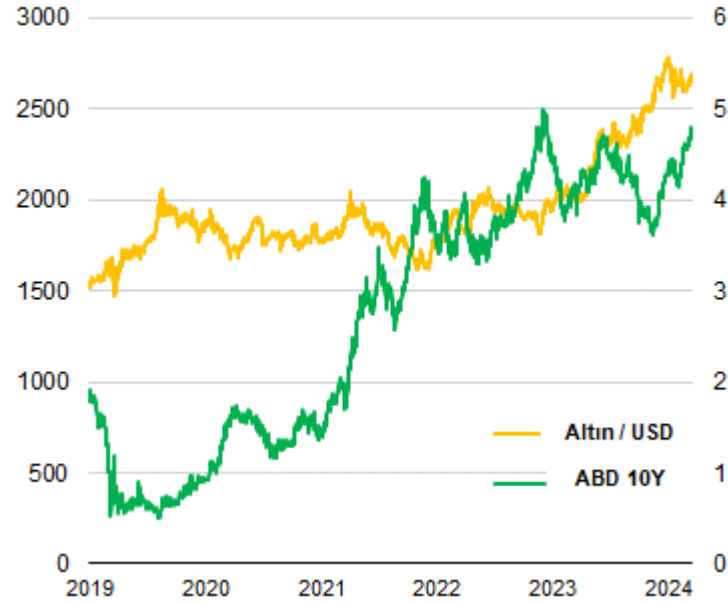
Altın için yapısal yükseliş tezi hâlâ ikna edici olmaya devam ediyor. Her şeyden önce, talebin daha büyük bir kısmı artık merkez bankaları gibi derin cepli ve uzun vadeli yatırımcılardan kaynaklanıyor. Örneğin, 2022'den bu yana Çin'in merkez bankası talebindeki payı artmış durumda. Ancak, 2025'in ilk çeyreğinde beklenen DXY ve ABD 10 yıllık tahvil faizlerindeki zirve öncesinde USD gücü ve yüksek faiz oranlarının altın üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratabileceği görüşündeyiz. Bununla birlikte, altın fiyatlarında derin bir düzeltme, uzun vadeli bir alım fırsatı temsil edecektir. İlginç ve dikkat çekici olan, altının, küresel merkez bankası faiz artırımlarının ve nispeten güçlü bir ABD dolarının olduğu bir yılda oldukça iyi performans göstermesidir. .

Altın ve Dolar Endeksi (DXY)



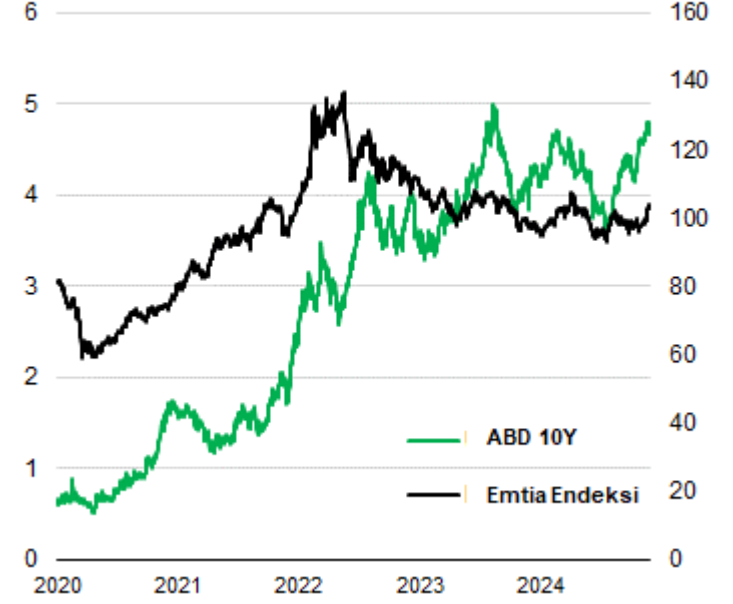
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

ABD10Y Tahvil ve Altın



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

ABD10Y Tahvil ve Bloomberg Emtia



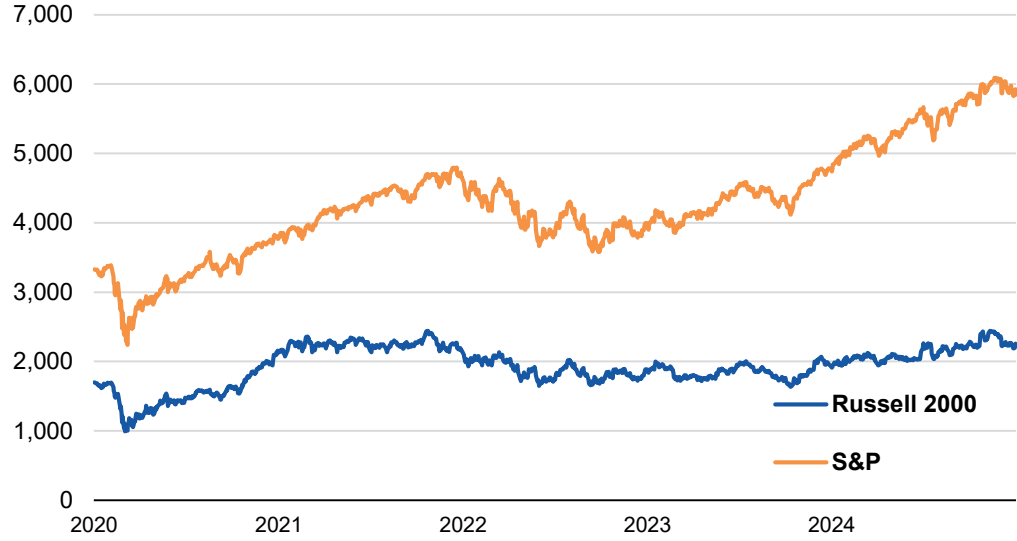
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma



www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

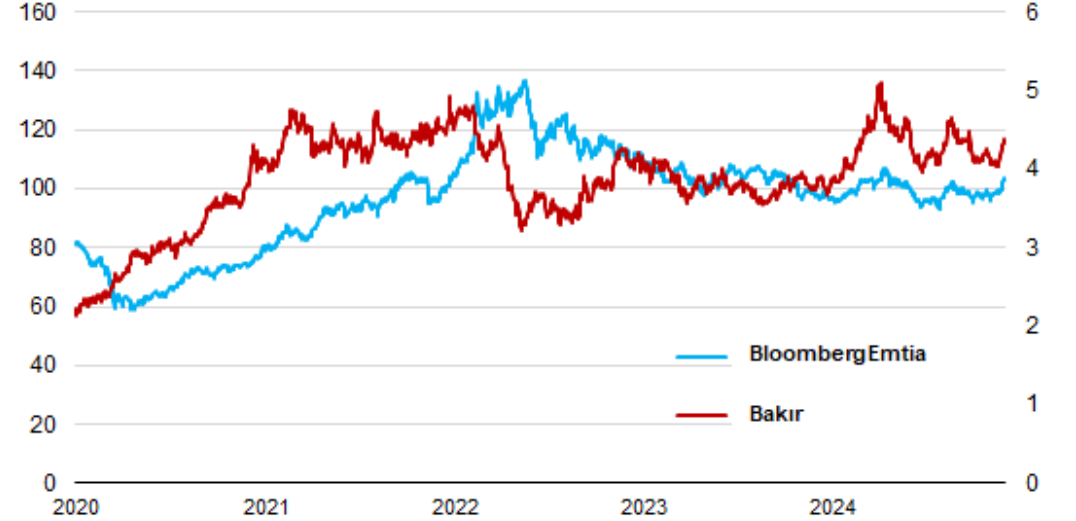
YapıKredi 35. YIL
Yatırım

Russel 2000 ve S&P



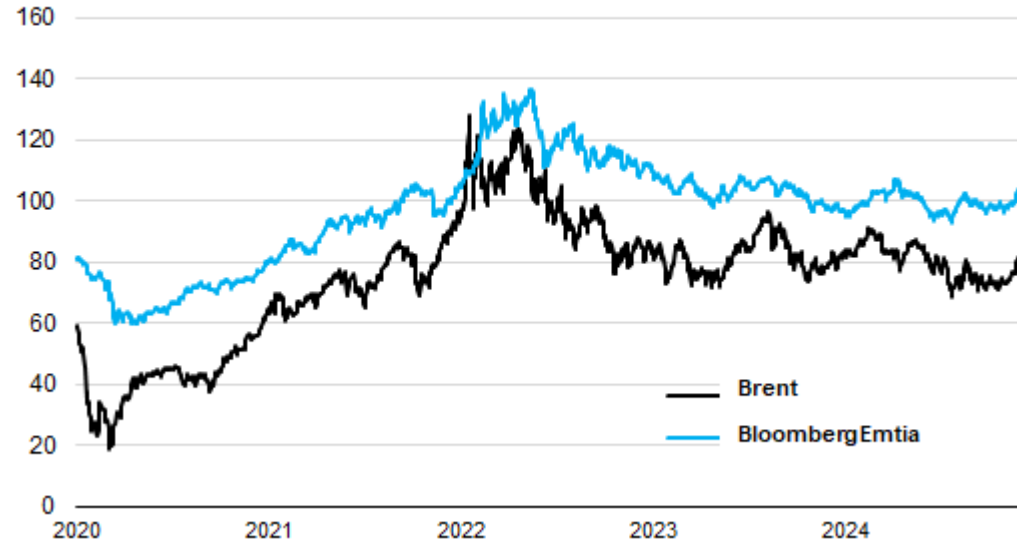
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Bloomberg Emtia Endeksi ve Bakır



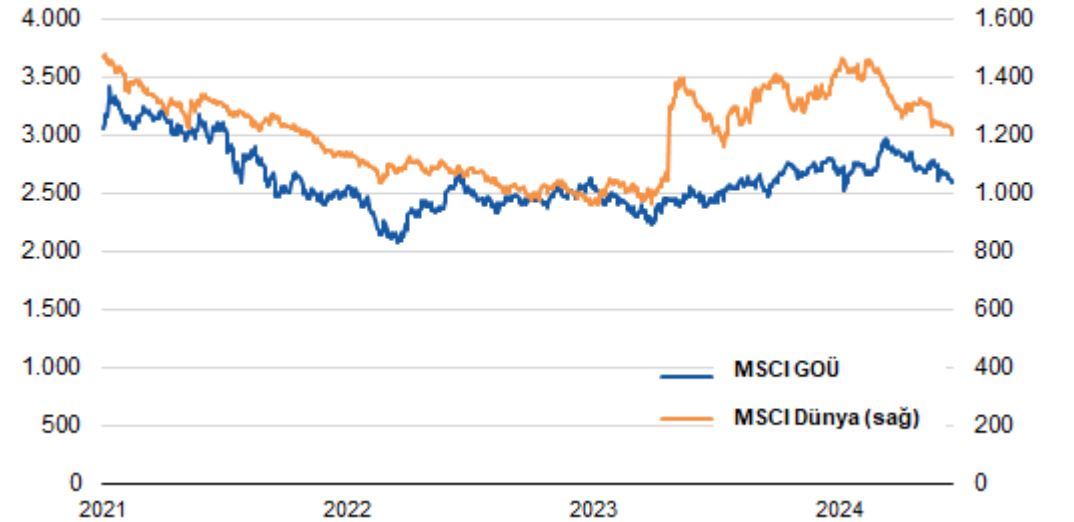
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Brent Petrol ve Bloomberg Emtia Endeksi



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

MSCI GOÜ ve MSCI Dünya Endeksi



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma



2025 Strateji

Küresel Görünüm

Türkiye Makro Görünüm

BIST Görünüm

YKY Model Portföy

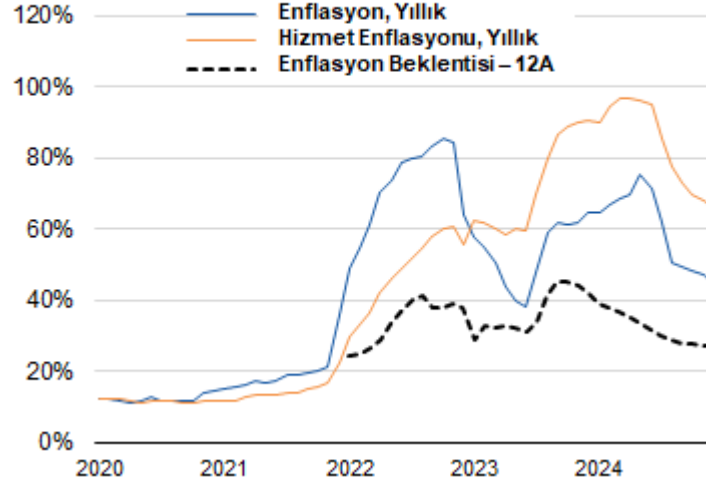
YKY İnceleme Kapsamı

Türkiye Makro Görünüm



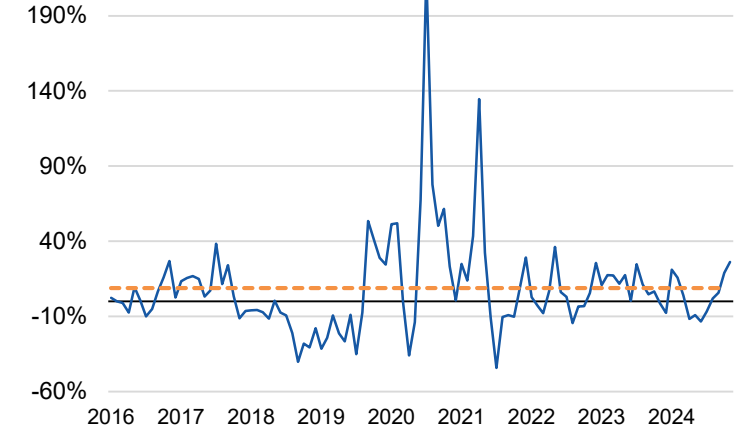
- 2025'te GSYH büyümesinin %3,2'ye yükselerek 2024 için beklenen %2,85 seviyesinden toparlanmasını bekliyoruz. Dezenflasyon süreci için kritik öneme sahip olan iç talepteki soğuma eğiliminin henüz net bir şekilde ortaya çıkmadığını görüyoruz.
- TÜFE'nin 2024 sonunda %44,38'den 2025 sonunda %27,8'e düşeceğini öngörüyoruz. Ancak, gıda fiyatları ve yapışkan hizmet enflasyonu süreci zorlaştırmaya devam edecek. Riskler yukarı yönlü görünüyor.
- Parasal politikası, 2024'te maliye politikalarından yeterli desteği alamadı. Bunun değişmesini bekliyoruz. Bütçe açığının 2024'te GSYH'nin %4,9'u seviyesinden 2025'te %3,1'e daralmasını öngörüyoruz.
- Zayıf ekonomik aktivite, düşük enerji fiyatları ve altın ithalatındaki azalma cari açığın 2024 yılında beklentilerin ötesinde daralmasını sağladı. Bunların 2025 yılında da destekleyici olmasını ve cari açığı GSYH'nin %2,2'si seviyesinde tutmasını bekliyoruz.

Enflasyon ve Beklentileri



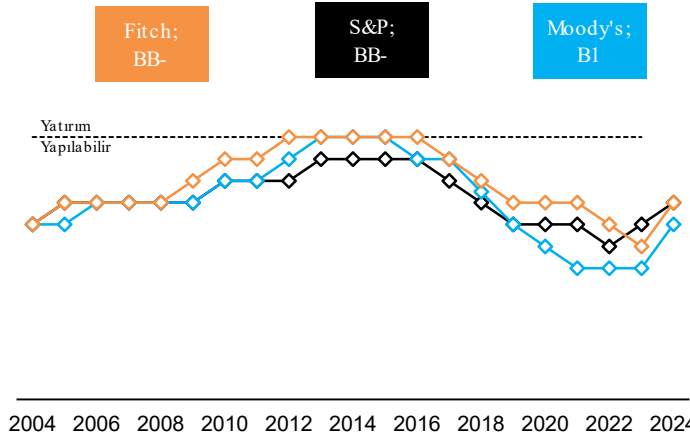
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

YKY İç Talep Endeksi



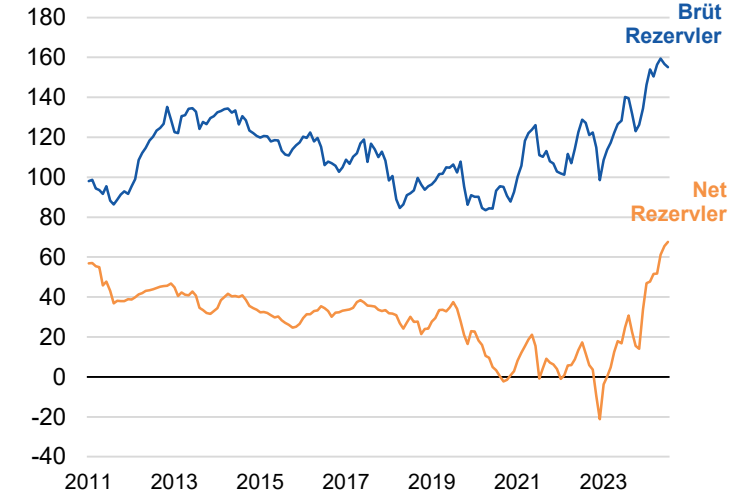
Kaynak: TÜİK, TUKRBEED, ODD, YKY Araştırma

Türkiye Kredi Derecelendirmesi



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, YKY Araştırma

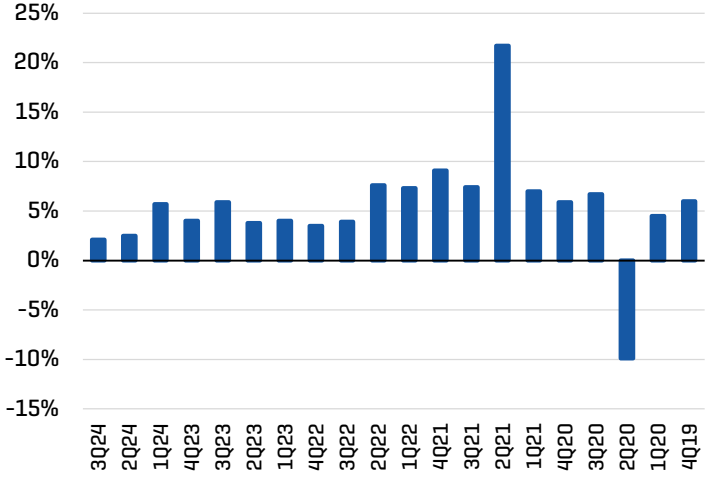
TCMB Rezervleri



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

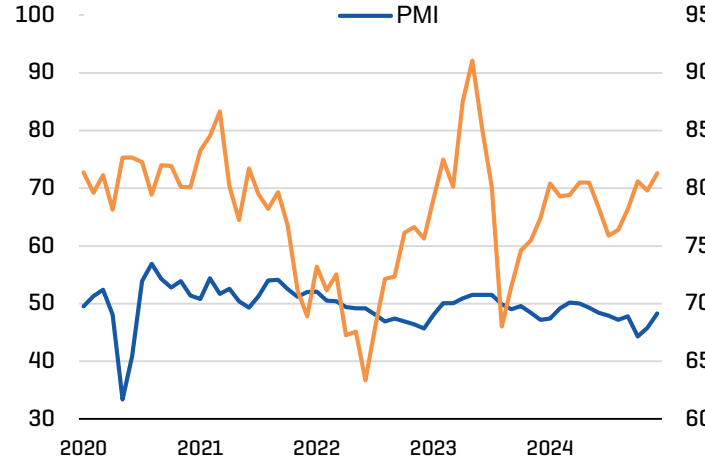
Türkiye Makro Görünüm - Büyüme

Türkiye GSYİH Büyümesi



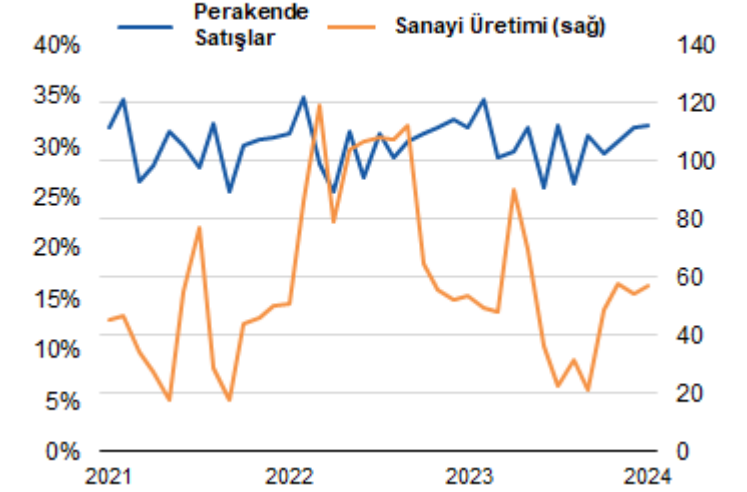
Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

PMI ve Tüketici Güven Endeksi



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Perakende Satışlar ve Sanayi Üretimi



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Tüketim ve hizmetler arasında belirgin bir ayrışma

2024 yılının 4. çeyreğine ait gelişmeler, ekonomik aktivite momentumunun yavaş yavaş yukarıya doğru dönmekte olduğunu doğrular niteliktedir. Daha sıkı finansal koşullar ve özel tüketimdeki normalleşme nedeniyle önceki iki çeyrekte daralma yaşayan aktivitenin, 4. çeyrekte çeyreklik bazda büyüme göstermesi muhtemel. İmalat PMI, Kasım ayında 45,8'den 48,3'e yükselmiş ancak eşik değer olan 50'nin altında kalmıştır. Şubat ve Mart 2024'teki 50,2 ve 50 seviyeleri hariç tutulduğunda, imalat PMI'nin Temmuz 2023'ten bu yana 50 eşiğinin altında olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, üretimdeki bu zayıflığa rağmen, tüketim trendinin sınırlı bir soğuma gösterdikten sonra yeniden artmaya başladığını gözlemliyoruz. Perakende satışlar ve tüketici beklentileri gibi göstergeler bu durumu doğrulamaktadır.

Bloomberg HT Tüketici Güven Endeksi, Kasım ayında aylık %4,9 artarak 72'ye yükselmiştir. TÜİK verilerine göre tüketici güveni Aralık ayında %1,9 artış göstermiştir. Buna bağlı olarak, büyüme görünümü ve dezenflasyon süreci için önemli olan iç talepte net bir soğuma eğilimi henüz belirginleşmemiştir.

2024 için %2,75 olarak öngördüğümüz ekonomik büyümenin, 2025 yılında %3,15'e toparlanmasını bekliyoruz.



www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Türkiye Makro Görünüm - Enflasyon

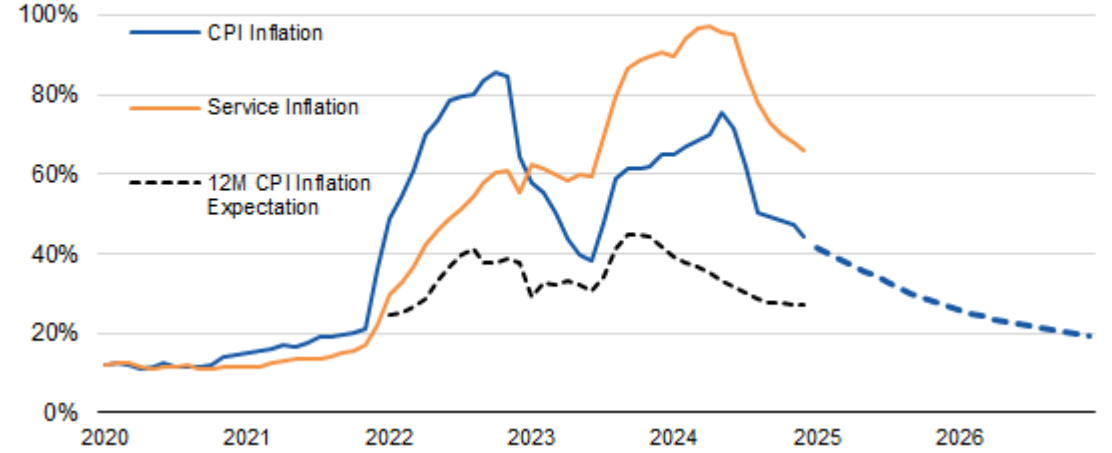
Enflasyon üzerindeki riskler yukarı yönlü görünüyor

2025 yılının enflasyonla mücadele açısından 2024'e kıyasla daha zorlu geçmesini bekliyoruz. 2024 yılında yıllık TÜFE, Mayıs ayında %75 ile zirve yaptıktan sonra, büyük ölçüde baz etkileri ve daha sıkı finansal koşullar nedeniyle yaz aylarında düşüşe geçmişti. Gıda fiyatlarındaki artış yüksek seviyelerde kalırken, bu kalem hariç tutulduğunda enflasyonda bir düşüş gözlemlendi. TCMB, gıda fiyatlarının seyri üzerinde politikanın etkisinin sınırlı olduğunu düşünüyor. Çok sayıda faktöre bağlı olarak gıda fiyatlarının, enflasyondaki düşüşe engel olmaya devam edeceği öngörülmektedir. Yapışkan hizmet enflasyonu ile birlikte, enflasyon üzerindeki riskler yukarı yönlüdür.

TCMB'den gelen sinyaller, dezenflasyonist kazanımların faiz indirimleri için yeterli görüldüğüne işaret ediyor. TCMB, hem 4. Çeyrek Enflasyon Raporu sunumunda hem de Kasım toplantısında, taze meyve ve sebze grubundaki yüksek fiyatların para politikasının etki alanının nispeten dışında olduğunu vurgulamıştır. Görüşümüz, TCMB'nin belirli bir reel faiz aralığında kalmayı hedefleyeceği yönündedir. TCMB'nin politika faizini, yıl sonunda %32,5 seviyesine indireceğini tahmin ediyoruz. Ancak, iç talebin yavaş yavaş soğuması, hizmet enflasyonundaki yapışkanlık, enflasyon beklentileri, jeopolitik riskler ve gıda fiyatlarının enflasyonist baskıları canlı tutmaya devam etmesi durumunda TCMB ek önlemler almaktan çekinmeyecek, faiz indirim döngüsünü uzatarak yavaşlatacaktır.

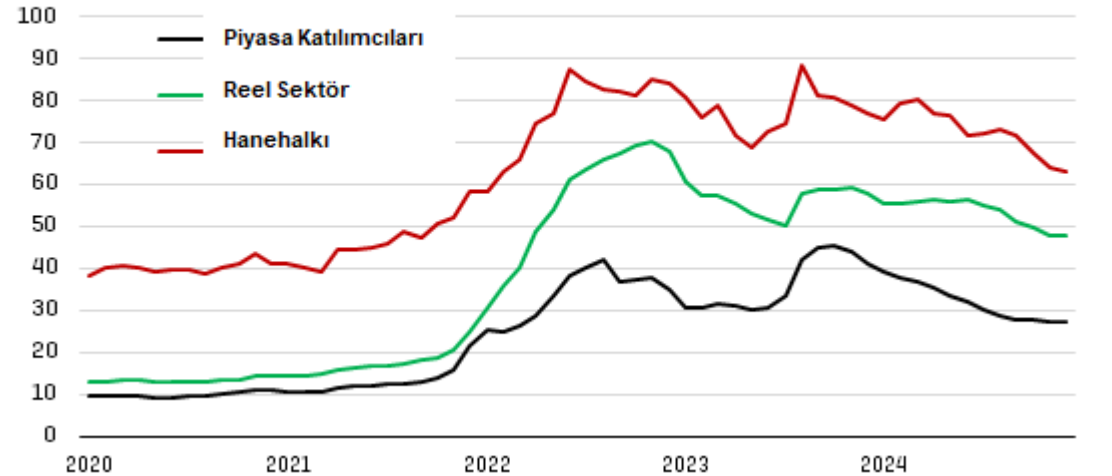
2024 sonunda %44 olarak tamamlanmasını beklediğimiz TÜFE'nin, 2025 sonunda %27'ye düşmesini öngörüyoruz.

Enflasyon ve Beklentiler



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

12A Enflasyon Beklentisi



Türkiye Makro Görünüm – Bütçe & Ödemeler Dengesi

Dezenflasyon için 2025'te mali bir destek muhtemel ve gerekli

2024 yılı bütçe performansı, dezenflasyon açısından çok destekleyici olmamıştır. Ayrıca, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın tahakkuk verileri ile nakit bütçe arasında farklılıklar devam etmiştir. Yılbaşından bu yana gelen veriler, harcamaların vergi gelirlerinin büyüme hızını aştığını göstermektedir.

Yılın, GSYH'nin yaklaşık %4,9'u seviyesinde bir bütçe açığıyla kapanmasını bekliyoruz. Yeni Orta Vadeli Program (OVP), bu yıl için anlamlı bir düzeltme öngörmektedir. Ancak, bunun ulaşılabilir olup olmadığı halen bir soru işaretidir.

2024 yılında, parasal politika gelir ve maliye politikalarından yeterli desteği alamamıştır. Bu durumun marjinal olarak değişmesini bekliyoruz. Tahminlerimiz, 2025 yılı için bir "mali destek" öngörmektedir.

2025 yılında bütçe açığının GSYH'nin %3,1'i seviyesinde olmasını bekliyoruz.

Düşük enerji fiyatları ve azalan altın ithalatı sayesinde rekor düşük açıklar

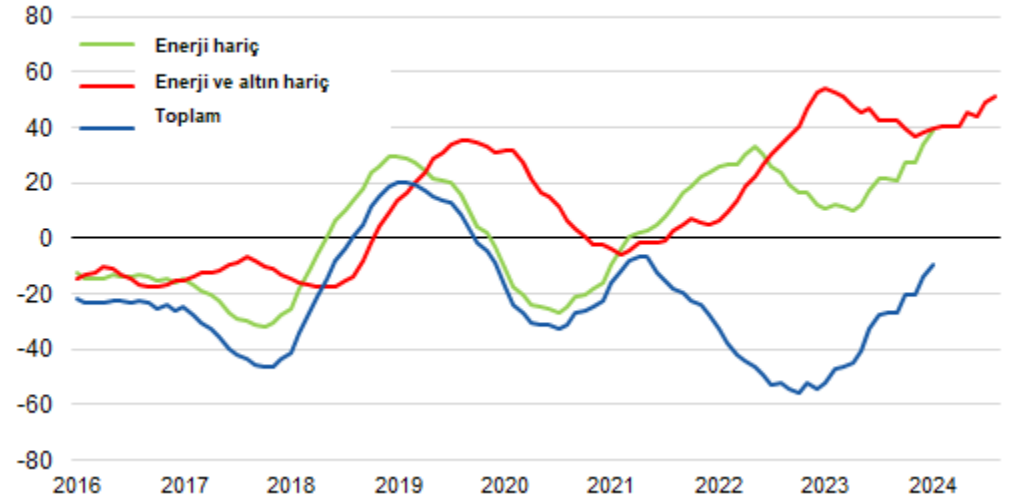
Zayıf ekonomik aktivite, düşük enerji fiyatları ve azalan altın ithalatı sayesinde, cari açık geçen yıl başlangıçtaki beklentilerden daha iyi bir performans göstermiş ve rekor düşük seviyelere gerilemiştir. Bu faktörlerin, cari açığı 2025'te de kontrol altında tutacağını öngörüyoruz. Enerji tarafında herhangi bir şok yaşanmayacağı ve düşük altın ithalatının sürdürüleceğini varsayıyoruz..

Dış ticaret açığında, büyük ölçüde ithalat kaynaklı bir düşüş gözlemlenmiş, ancak ihracatta anlamlı bir değişiklik olmamıştır.

İç talep koşullarındaki toparlanma ve dış talepte bir iyileşmenin yaşanmaması risk oluşturmaktadır. Trump döneminde tarifeler ve korumacılık, Türkiye'nin ana ticaret ortaklarını olumsuz etkileyebilir, ancak ABD ile ticaret hacmi nispeten küçük olduğu için bu etkiler sınırlı kalabilir.

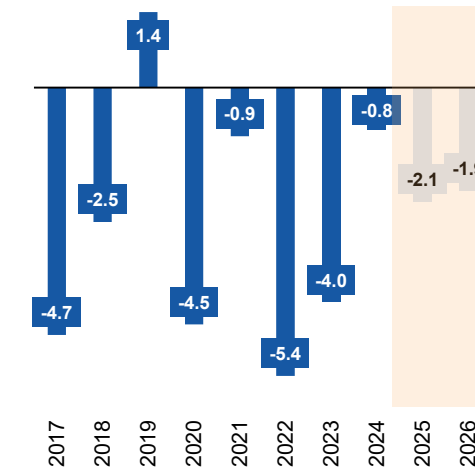
2025 yılında cari açığın GSYH'nin %2,2'si seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Cari Hesap Dengesi (milyar USD)

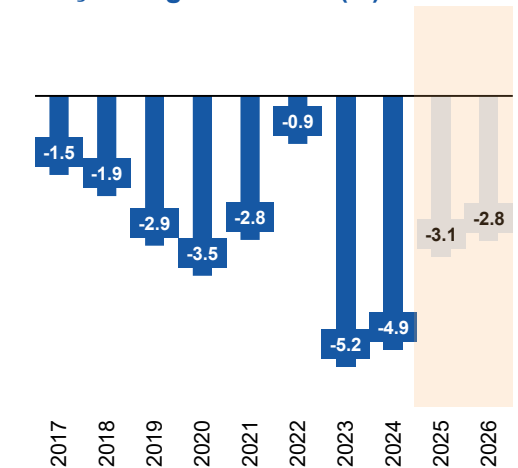


Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

Cari Denge / GSYİH (%)



Bütçe Dengesi / GSYİH (%)

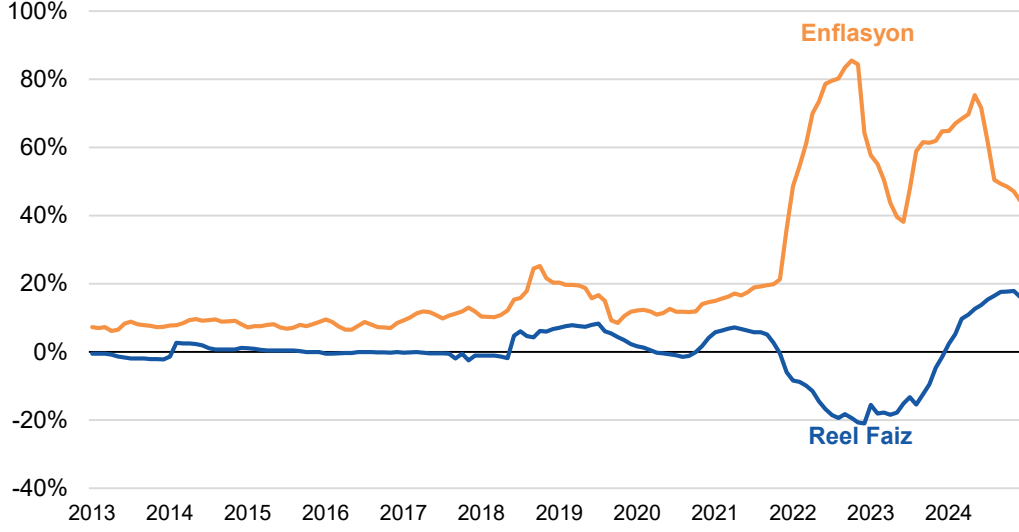


Türkiye Makro Görünüm – Strateji Etkileri

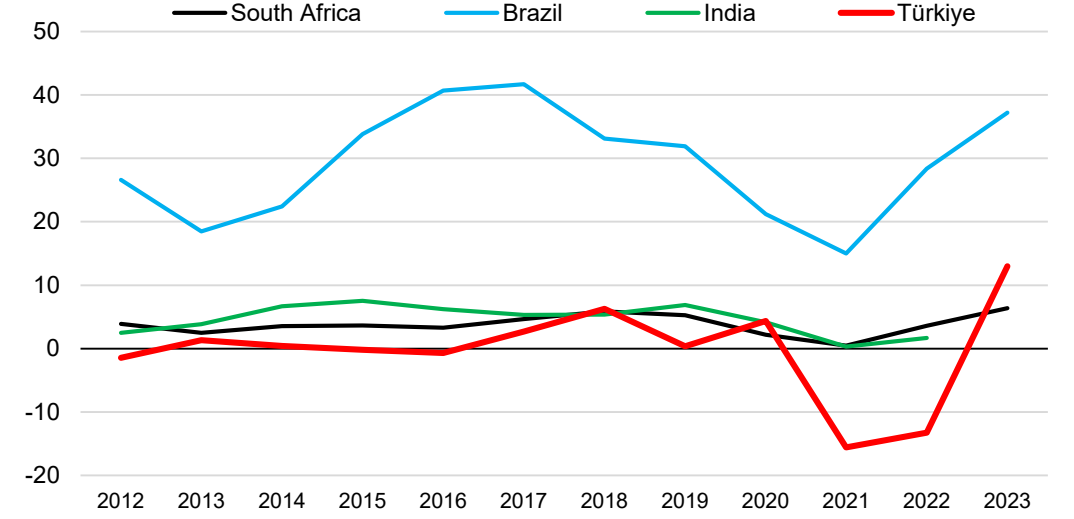
- TL'de reel değerlenme baskısı beklentisi, yüksek faiz oranları nedeniyle carry trade'lerin devam eden cazibesi ve TCMB'nin döviz pozisyonundaki önemli iyileşme gibi faktörler, Türk Lirası'ndaki reel değerlenme sürecinin kısa vadede sürdürülebileceğini gösteriyor. Bu, TL ve özellikle kısa vadeli yerel bonolar için olumlu.
- Ancak, döviz kurunun ve enflasyon açığının genişlemeye devam etmesi, bazı dış veya iç faktörlere bağlı olarak bir noktada Türk Lirası üzerinde baskılara da yol açabilir. Bu bağlamda, faiz oranı indirim sürecinin enflasyondaki düşüşe paralel olarak kademeli olarak uygulanması ve sürdürülmesi de kritik önem taşıyor. TL'nin reel değerlenmesine ek olarak, hizmet enflasyonundaki iyileşmenin desteğiyle TÜFE enflasyonunda kademeli bir düşüş devam edebilir.
- Türkiye dış borcuna (Eurobond) ilişkin görüşümüz nötr. Ülkenin risk priminde daha fazla iyileşme beklememize rağmen, spread daralması uzun bir yol kat etti. Daha da önemlisi, UST oranlarında bir artış bekliyoruz. Örneğin, görüşümüze göre, UST10Y getirilerinin düşmeden önce 1Ç'de %5'in üzerinde olması muhtemeldir. Bu nedenle, toplam getiri bazında, önümüzde daha iyi satın alma seviyeleri var gibi görünüyor.
- Türkiye'nin ana "yatırım hikayesi", enflasyonun düşmesi ve TCMB faiz indirimleri. Enflasyon muhasebesi resmi bulanıklaştırırsa da, Türk hisse senetleri dünyanın en düşük seviyelerinde işlem görüyor. Ayrıca, Batı ve özellikle ABD ile daha iyi ilişkiler olası görünüyor. Geçen yıl yabancılardan çıkışlar görüldü. Bunun tersini bu sene görebiliriz. Dolayısıyla, hisse senetlerinde, makro strateji bazında, karşıt bir duruş sergilediğimize inanıyoruz ve önümüzdeki yılın iyi olacağını düşünüyoruz.

YKY Makro Tahminler	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Enflasyon (TÜFE), yılsonu (y/y %)	36,1	64,3	64,8	46,0	27,8	18,2
Enflasyon (TÜFE), ortalama (y/y %)	19,6	72,3	53,9	58,7	35,1	20,8
Döviz Kuru / EUR (yılsonu)	15,1	19,8	31,8	36,9	43,3	49,4
Döviz Kuru / EUR (ortalama)	10,4	17,4	25,7	35,5	39,9	46,5
Döviz Kuru / USD (yılsonu)	13,3	18,7	29,1	35,1	40,8	45,7
Döviz Kuru / USD (ortalama)	8,9	16,6	23,8	32,8	38,1	43,4
TCMB Politika Faizi basit, yılsonu (%)	14,0	9,0	42,5	48,0	32,5	20,5
TCMB Politika Faizi bileşik, yılsonu (%)	15,0	9,4	52,7	61,3	38,3	22,7
Cari Denge / GSHİY (%)	-0,9	-5,4	-4,0	-0,8	-2,1	-1,9
Bütçe Dengesi / GSHİY (%)	-2,8	-0,9	-5,2	-4,9	-3,1	-2,8

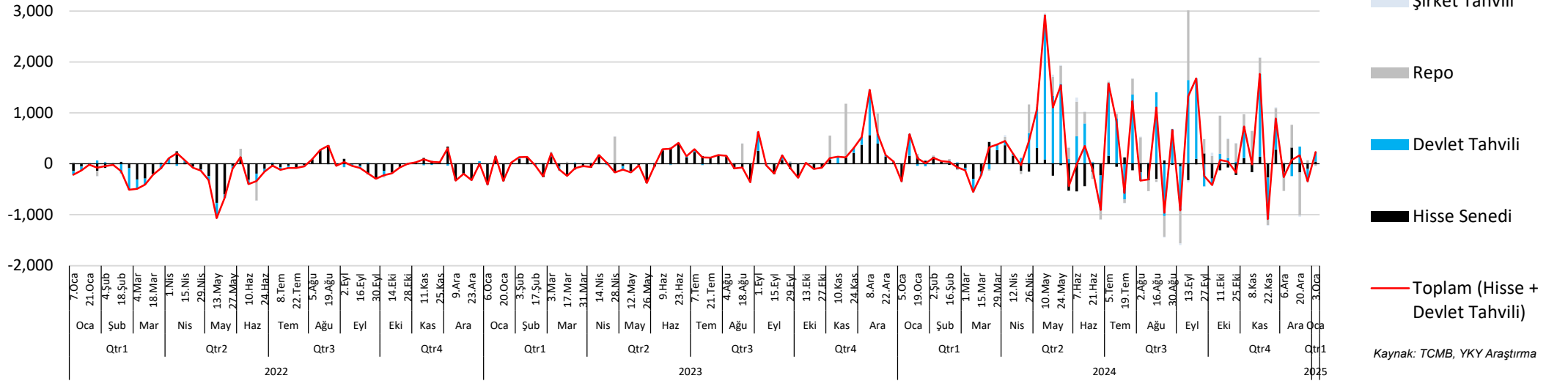
Türkiye Reel Faiz Oranı (ex ante) ve Enflasyon



Reel Faiz Oranları



Hisse ve Tahvillere Yabancı Girişi



2025 Strateji

Küresel Görünüm

Türkiye Makro Görünüm

BIST Görünüm

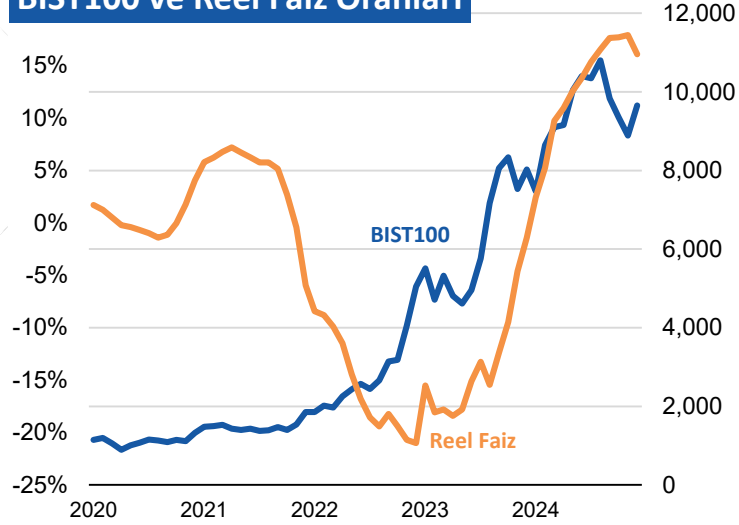
YKY Model Portföy

YKY İnceleme Kapsamı



- TCMB'nin enflasyon beklentilerini düşürmeye yönelik adımlarının TL faizleri artırması BIST için 2024'te çitayı çok yukarı taşıdı.
- 2025'te de ana "yatırım hikayesi" halen dezenflasyon ve TCMB'nin faiz indirimleri İndirimlerin zamanlaması, hızı ve büyüklüğü endeksin görünümünün ana belirleyicisi olacak.
- İnceleme kapsamımızın çoğu -bilhassa bankalar- için, 2025'te, 2024'ün düşük bazı sayesinde daha iyi finansallar bekliyoruz ve bunun 2Y25'te düşen enflasyonla görülür olmasını bekliyoruz.
- Enflasyonu düşürme çabalarının amaçlanan sonuçları vermesini ve nihayetinde BIST'in tüm yıl getirisini desteklemesini bekliyoruz, ancak yükselişin inişli çıkışlı olması kuvvetle muhtemel. Aşağıdan yukarıya 12M endeks hedefimiz ~14.5K, TL cinsinden ~%50'lik bir artış potansiyeli barındırıyor.

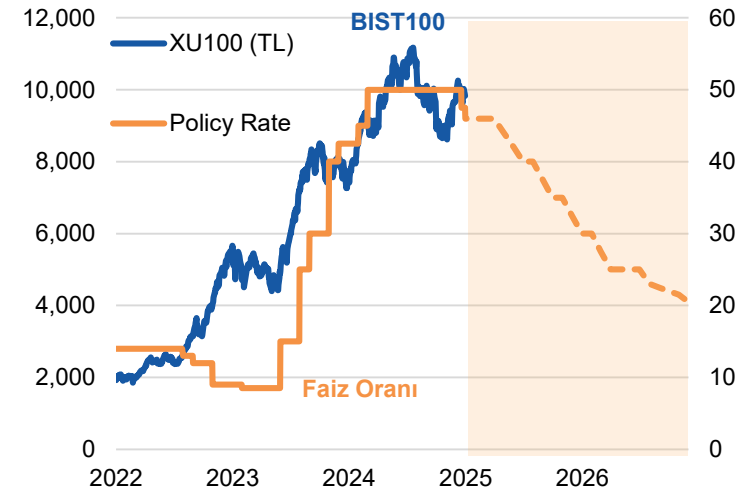
BIST100 ve Reel Faiz Oranları



BIST100 ve CDS



BIST 100 ve Faiz Oranı



YKY İnceleme Kapsamı Potansiyeli

Bankalar	36%
Sanayi	57%
Toplam	52%

BİST Görünüm – Bir Bakışta

GELİŞMELER

- TCMB'nin dezenflasyon çabaları, makroekonomik güvenilirliği artırmış ve dış kırılganlıkları azaltmıştır. Bu durum, FX rezervlerinde iyileşme, CDS düşüşleri ve kredi notu artışlarına yol açarken, yüksek TL faiz oranları ve fonlama maliyeti, iç talebi baskılamış, kredi büyümesini sınırlamış, yatırımları engelleyerek zayıf bir GSYH büyümesine ve finansallara yol açmıştır.
- Yüksek TL faiz oranları, yerli tasarrufları sabit getirili ürünlere yönlendirirken, ve zayıf yabancı talep ile birlikte BİST, 2024 yılında %32 getiri sağlamış, TÜFE'nin %7 gerisinde kalmıştır
- Güçlü TL'den fayda sağlayan, başlıca bankalar ve sigorta şirketleri gibi sektörler piyasaya liderlik ederken, döngüsel sektörler ve ihracatçılar zorluk yaşamaktadır.

BEKLENTİLER

- Türkiye'nin ana "yatırım hikayesi" dezenflasyon ve TCMB'nin faiz indirim sürecidir. Bu süreç, BİST görünümü için en önemli katalizör olmaya devam etmektedir.
- Türkiye'nin risk priminde daha fazla iyileşme öngörmekteyiz; ancak CDS sıkışmasının büyük ölçüde gerçekleşmiş olduğunu da kabul ediyoruz. Yüksek sermaye maliyetleri (COE) kısa vadede hisse senetleri için önemli bir engel olmaya devam edecektir; ancak uzun vadede en kötüsünün geride kaldığını düşünüyoruz
- Enflasyonu düşürme çabalarının amaçlanan sonuçları vermesini ve nihayetinde BİST'in tüm yıl getirisini desteklemesini bekliyoruz, ancak yükselişin inişli çıkışlı olması kuvvetle muhtemel. . Aşağıdan yukarıya 12M endeks hedefimiz ~14.5K, TL cinsinden ~%50'lik bir artış sağlıyor

RİSKLER

- Yapısal reformların ertelenmesi veya erken bir politika tersine dönüşü, yatırımcı güvenini zedeleyebilir, TL'yi istikrarsızlaştırabilir ve yeniden enflasyonist baskılara yol açabilir.
- TCMB'nin beklentileri sabitlemekte başarısız olması durumunda, hizmet enflasyonu yapışkan kalabilir ve bu durumun tersine çevrilmesi zor olabilir. Faiz indirim sürecinin, enflasyondaki düşüşle paralel bir şekilde, kademeli olarak uygulanması kritik öneme sahiptir.
- Yabancı girişlerinin yakalanamaması riski devam etmektedir. Türkiye'nin değerlendirme iskontosunu seçici yatırımcılar için cazip olsa da, daha geniş bir katılım için jeopolitik istikrar, tutarlı politika uygulamaları ve iyileşen karlılık görünümü gereklidir.

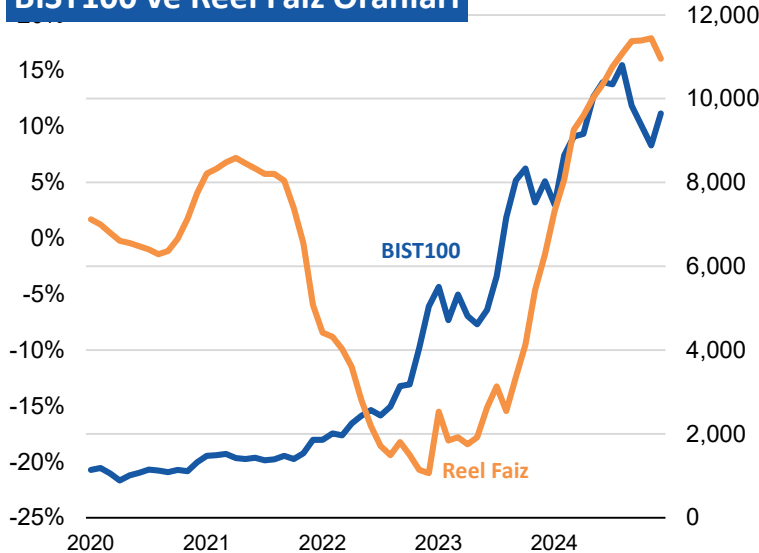
FIRSATLAR

- Türkiye'nin MSCI'daki ağırlığı 2022'deki ~%0,2'lerden 2025 başında ~%0,8'lere yükseldi. Mevcut tarihsel zirvelerin oldukça altında değerlemeler, kısa vadede, yüksek faizler nedeniyle cazip gözükmesine rağmen, uzun vade için alım fırsatı sunmaktadır.
- Yüksek enflasyonla başa çıkabilen (fiyatlama gücü olan) finansalları yüksek faiz ve değerli TL'den faydalanan, net işletme sermaye ihtiyacı ve borçluluğu düşük şirketleri önceliklerimiz ışığında oluşturduğumuz Model Portföyümüzü TTKOM'un yerine **TCELL**'i eklememiz sonrası: **BIMAS, THYAO, AGHOL, AKSEN, MAVI, TTKOM, VAKBN, GARAN, TABGD, TSKB** hisselerinden oluşmaktadır.

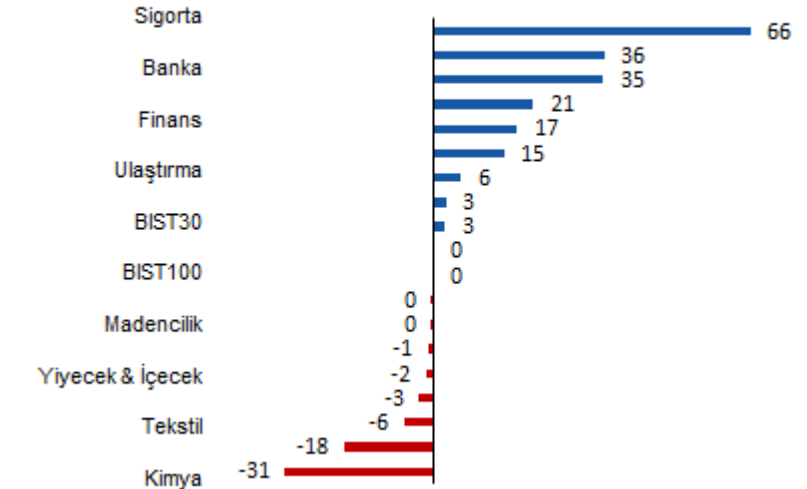
BİST Görünüm – 2024'ten kalanlar

- TCMB'nin enflasyon beklentilerini sabitlemeye yönelik parasal sıkılaştırması, anlamlı bir reel getiri sağlamış ve bu durum, BIST için çitayı oldukça yükseltmiştir.
- Yüksek TL faiz oranları, yerli tasarrufları sabit getirili ürünlere yönlendirirken, bireysel yatırımcıların hisse senetlerine katılımını sınırlamış ve yabancı talep zayıf kalmıştır.
- Enflasyon muhasebesiyle gölgelenen finansallar, çoğu hisse için destekleyici olmaktan uzak kalmıştır. IAS29'a tabi kapsamımızın, 2024 mali tablolarında toplam bazda yaklaşık %15 daha düşük FAVÖK ve yaklaşık %40 daha düşük kazanç bildirmesini öngörüyoruz. 2023'ün büyük ertelenmiş vergi kazançları, esas olarak enflasyon muhasebesi nedeniyle 2024 için yüksek baz sunması da kazanç daralmasını etkiledi. Vergi öncesi seviyede yaklaşık %30 daralma hesaplıyoruz
- Buna bağlı olarak, 2024 yılında gösterge endeks (BIST100) TL bazında %32 artarken (veya USD bazında %10), TÜFE'nin üst üste ikinci yıl gerisinde kalmıştır.

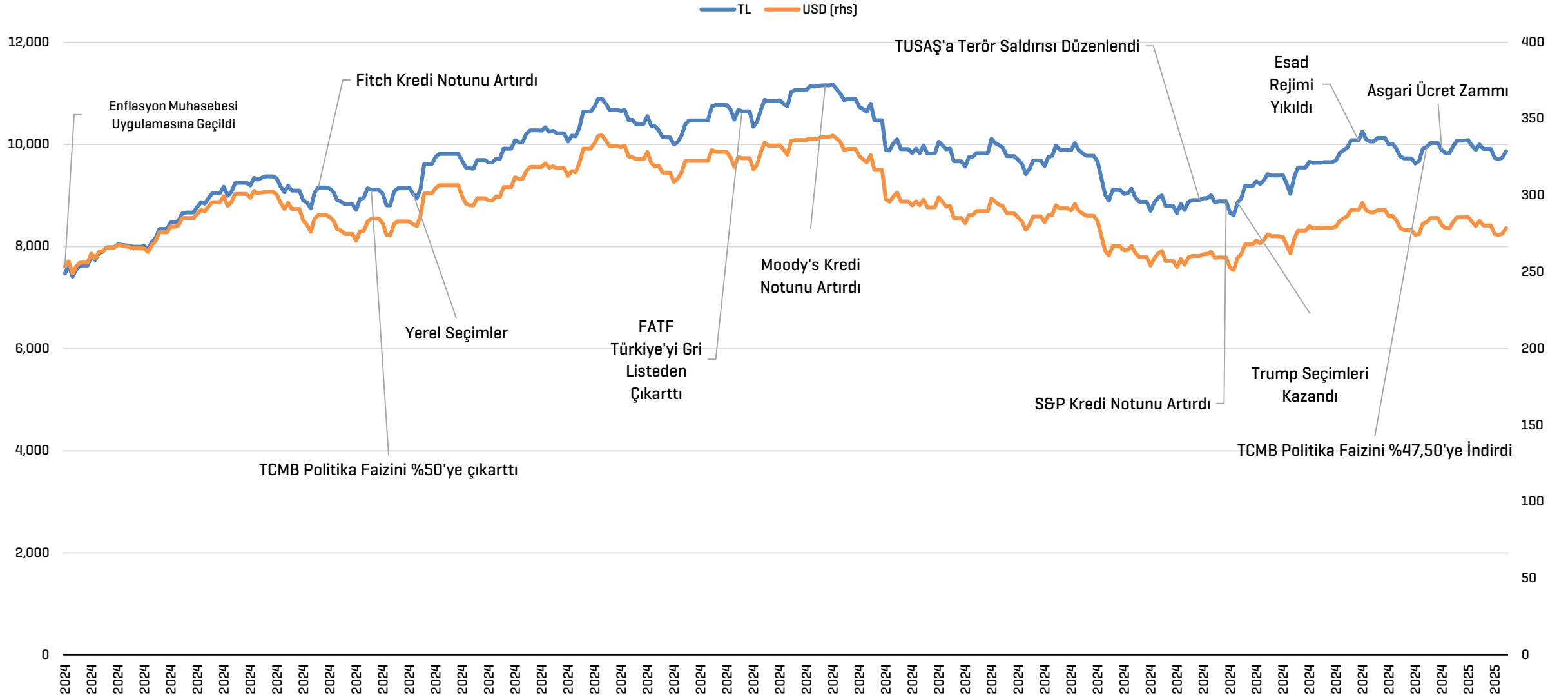
BIST100 ve Reel Faiz Oranları



Göreceli Sektör Getirileri (2024)



BİST Görünüm – 2024'te Ne Oldu?



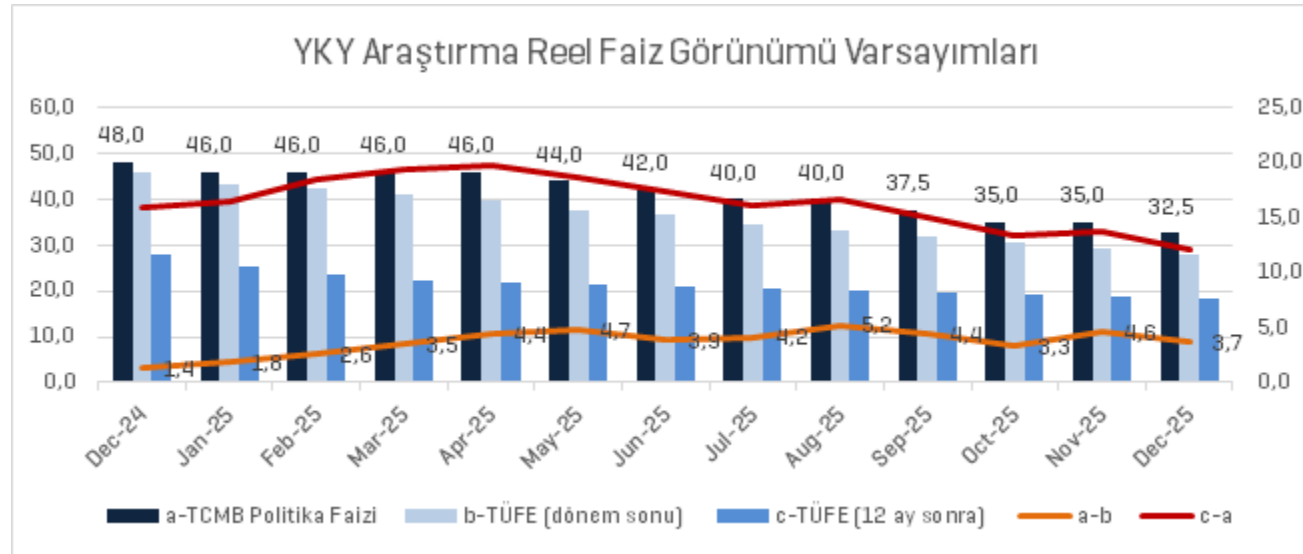
BİST Görünüm – 2025'in Ana Temaları

- ❑ **2025'in ana "yatırım hikayesi" dezenflasyon ve TCMB faiz indirim sürecidir.** Türkiye, 2025 yılına makroekonomik istikrarın ortodoks para politikaları ile görece sağlandığı ancak kalıcı yapısal zorlukların devam ettiği hassas bir denge ile girmektedir. Enflasyon, dış denge ve döviz rezervlerinde yaşanan iyileşmeler güveni artırmıştır. Ancak, yüksek reel faiz oranları ve kısıtlı iç likidite, önemli engeller olarak kalmaktadır. BİST, dezenflasyon dinamiklerinde iyileşmeden, nispeten gevşeyen para politikalarından ve potansiyel not artırımlarından fayda sağlayabilir. Bu bağlamda, TCMB'nin faiz indirimlerinin hızı ve başarısı, 2025 boyunca belirleyici olacaktır.
- ❑ **Değerlemeler fırsatlar sunuyor ancak sabır gerektiriyor.** BİST şu anda ileriye dönük fiyat/kazanç oranı (F/K) ~4,9x seviyesinde işlem görmekte olup, emsallerine kıyasla ciddi şekilde iskontolu durumdadır. Mevcut fiyatlamalar, tarihsel ortalamaların oldukça altında kalsa da, kısa vadeli yüksek faiz oranları, BİST'in cazibesini sınırlamaktadır. Ancak, dezenflasyonun beklenen sonuçlarını vermeye başlaması halinde (sürdürülebilir makroekonomik istikrar, daha düşük enflasyon ve risk primleri, iyileşen finansallar), çarpanlardaki genişleme daha anlamlı olacaktır.
- ❑ **2Y25 itibarıyla finansallarda toparlanma.** Genel olarak, düşük maliyetli fonlama, iyileşen kredi ortamı, azalan parasal kayıplar ve 2024'ün düşük baz etkisinin desteğiyle, 2025 yılında finansalların yıllık bazda 2024'e göre daha iyi gelmesini öngörüyoruz. Özellikle 1Y24'ün yüksek bir baz oluşturduğu göz önüne alındığında, bu iyileşmenin daha belirgin hale gelmesinin büyük ölçüde 2025'in ikinci yarısında olmasını bekliyoruz.
- ❑ **Öne çıkan sektörler: faiz duyarlı, defansif ve TL'den faydalanan.** 2024'teki en iyi performans gösteren sektörler bankalar, sigorta, telekom ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) olmuştur. Bu sektörler, daha güçlü bir TL'den, azalan enflasyondan en çok fayda sağlayanlar arasında yer alan ve genel olarak defansif bir yapıya sahiptir. Mevcut makro görünümde, özellikle de enflasyonun seyri netleşmeden önce (1Y25'te) bu sektörlerin finansal görünümleri, döngüsel sektörler veya ihracatçılara kıyasla halen daha güçlü ve daha çekici olmaya devam etmektedir.
- ❑ **Yabancı girişleri hâlâ zayıf.** Yabancı katılım, BİST'te (~%35 serbest dolaşım) tarihsel seviyelere (~%60) kıyasla düşük seviyede seyretmektedir. Ancak, enflasyon tarafında potansiyel pozitif gelişmelerin ortaya çıkması ve kredi notu artırımlarının devam etmesiyle yıl sonuna doğru bir momentum kazanılması beklenmektedir.

BİST Görünüm – Ana hikaye TCMB'nin faiz indirimleri

2025'in ana "yatırım hikayesi" dezenflasyon ve TCMB faiz indirim sürecidir. Aralık 2024'te, TCMB faiz indirim döngüsüne, politika faizini 250 baz puan düşürerek %47,5'e indirerek başlamıştır. Banka, enflasyon risklerini ekonomik aktiviteyi destekleme ihtiyacı ile dengeleyen temkinli bir yaklaşım vurgulamıştır. TCMB'nin faiz indirimlerinin zamanlaması ve hızı, 2025 BIST görünümünün en önemli belirleyici unsuru olacaktır. TCMB, hedeflerine ne kadar hızlı ulaşırsa, BIST getirileri reel TL sabit getirilerine kıyasla o kadar hızlı çekici hale gelecek ve ilk etapta yerli ardından yabancı ilgisini çekecektir.

Baz senaryomuzda, faiz indirimlerinin 2025'te devam edeceğini ve politika faizinin yıl sonunda %32,5'e düşeceğini öngörüyoruz. Enflasyon beklentilerimizle uyumlu olarak, 2 yıllık ve 10 yıllık tahvil getirilerinde ve mevduat faizlerinde daha hızlı bir düşüş öngörüyoruz. Bu durum, sabit TL getirilerinin cazibesini azaltacak ve nihayetinde BIST'i sermaye maliyetlerinin (COE) düşüşü ile destekleyecektir. Ancak, enflasyonun beklenenden daha yapışkan olması, TCMB'nin faiz indirim döngüsünü yavaşlatabilir ve mevcut değerlendirme hedeflerimizi riske atabilir.



BİST Görünüm – Finansallarda baz etkisiyle iyileşme

2Y25 itibarıyla finansallarda toparlanma. Hiperenfasyon ortamında, finansalların şirketlerin değer yaratma kabiliyeti büyük darbe yemektedir. Buna belli ölçüde çare olması beklenen ve 2023 finansallarıyla uygulamaya başlanan TMS29 muhasebe standardı, analiz sürecini iyileştirmek yerine, özellikle düzeltmelere ilişkin ek bilgi veya destekleyici dipnotların eksikliği nedeniyle, karmaşıklaştırmıştır. Özellikle manşet değerler üzerinden yapılan analizlere daha da dikkatle yaklaşılması gerekmektedir.

2025'te inceleme kapsamımızdaki şirketler için gelir ve marj performansı açısından 2024 yılına kıyasla daha güçlü finansallar bekliyoruz. Bu beklentimizi düşen fonlama maliyeti, kademeli olarak iyileşen kredi ortamı, azalan parasal kayıplar ve 2024'ün düşük baz etkisine dayandırıyoruz. Özellikle 1Y25 için yüksek bir baz etkisinin olduğu göz önüne alındığında, iyileşmenin daha çok 2Y25 itibarıyla görünür hale gelmesini bekliyoruz.

Bu süreçte, USD/TL'nin her çeyrekte TÜFE'den daha az değer kazanacağı beklendiğinden, IAS29'un ihracatçıların finansalları üzerindeki olumsuz etkisinin 2025 yılında da devam edeceğini, ancak 2024'e kıyasla daha sınırlı olacağını tahmin ediyoruz

Sektörler	2023			2024E			2025E			2026E		
	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar
YKY İnceleme Kapsamı (TMS29)*	1%	8%	28%	-1%	-13%	-40%	2%	6%	16%	4%	8%	14%
Otomotiv	22%	35%	69%	-9%	-47%	-56%	15%	20%	22%	15%	18%	18%
Holding	18%	11%	61%	10%	26%	3%	7%	7%	0%	7%	8%	2%
Savunma	10%	14%	469%	11%	22%	21%	4%	6%	115%	13%	21%	24%
Enerji	-60%	-36%	-2%	-47%	-33%	-60%	3%	13%	-3%	4%	39%	85%
Yiyecek & İçecek	6%	16%	52%	5%	4%	-12%	-1%	-3%	-8%	0%	0%	4%
Petrol	-24%	-11%	-13%	-16%	-51%	-66%	-15%	-8%	8%	-8%	8%	18%
Restoran İşletmeciliği	20%	83%	33%	10%	7%	-35%	7%	9%	40%	7%	7%	7%
Perakende	21%	21%	-13%	9%	14%	-22%	8%	28%	7%	6%	14%	-11%
Telekom	12%	6%	110%	8%	16%	-38%	6%	4%	39%	3%	4%	39%
Beyaz Eşya	0%	25%	20%	13%	-24%	n.m.	0%	22%	n.m.	1%	1%	n.m.

Kaynak: YKY Araştırma* PGSUS, TAVHL, THYAO, EREGL, ENKAI hariç



www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

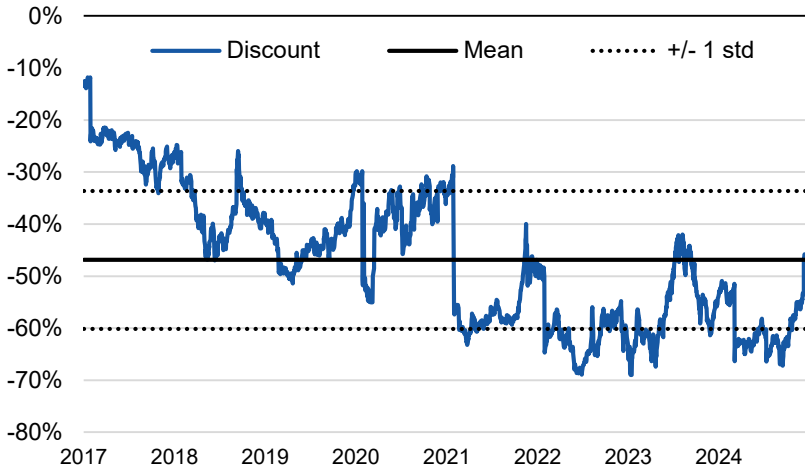
BİST Görünüm – Değerlemeler sabır gerektiriyor

Değerlemeler fırsatlar sunuyor ancak sabır gerektiriyor. BİST, şu anda 5.5x seviyesinde geriye dönük manşet F/K ile işlem görmektedir. Bu oran, tarihsel ortalaması ve gelişmekte olan piyasa (GOP) emsallerinin 9x çarpanına göre önemli ölçüde düşük kalmaktadır. İleriye dönük olarak, BİST100'ün 2025e F/K oranı 4x seviyesindedir ve tarihsel ortalamasının gerisinde kalarak emsallerine kıyasla %47 iskontolu işlem görmektedir. MSCI Türkiye için de benzer bir durum geçerlidir; endeks, MSCI GOP'un %50 ve MSCI Dünya'nın %70 gerisindedir.

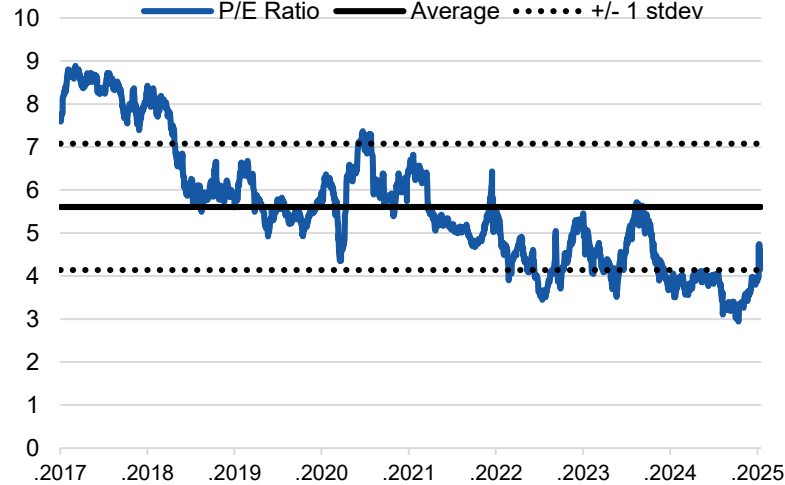
Bu tür tarihsel ve ileriye dönük karşılaştırmaların dezavantajları göz ardı edilemez olsa da, mevcut seviyelerin uzun vadeli bir perspektiften talepkâr olmadığı görüşündeyiz. Ancak, kısa vadede, özellikle sabit yüksek getiriler azalmadan önce, BİST'in cazibesi daha tartışmalı görünüyor.

Dezenflasyonun beklenen sonuçlarını (örneğin, sürdürülebilir makro istikrar, düşen enflasyon ve risk primleri, iyileşen kurumsal finansallar) vermesi durumunda, çarpanların yeniden değerlendirilmesi daha anlamlı olacaktır

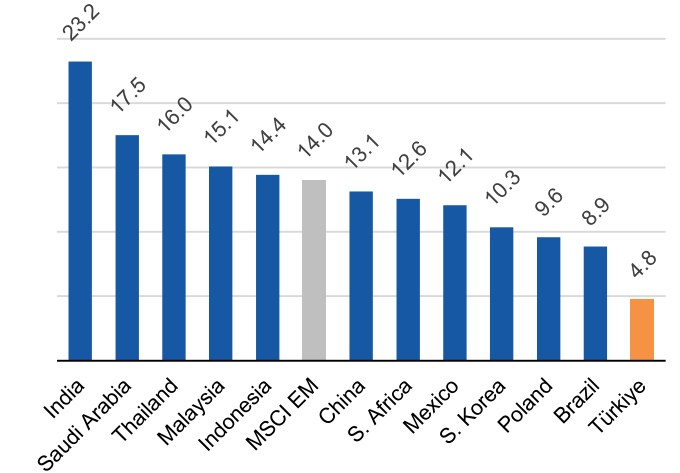
MSCI GOÜ'ye Göre İskonto



BİST İleriye Dönük F/K Çarpanı



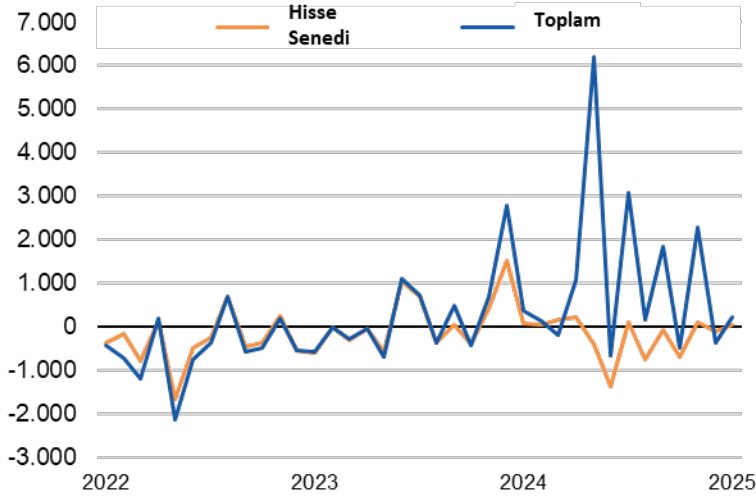
Küresel Endeks F/K Çarpanları



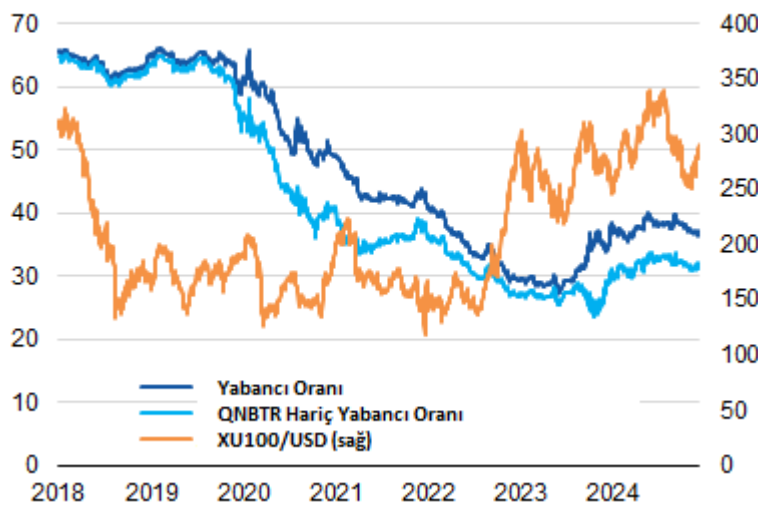
BİST Görünüm – Yabancı ilgisi en önemli katalizör

Yabancı girişleri hâlâ zayıf seyrediyor; BİST'teki yabancı katılım (şu anda serbest dolaşımın ~%35'i) tarihsel seviyelerden (~%60) oldukça düşük kalmaktadır. Ancak, enflasyon tarafındaki olumlu gelişmelerin ortaya çıkması ve kredi notu artışlarının sürmesiyle birlikte, yıl sonuna doğru iyileşmesini bekliyoruz. Bu iyileşme, tarihi seviyelere yükseltecek kadar dramatik olmasa da, son dönemlerdeki çıkışları durduracak boyutta olacağını düşünüyoruz. Böyle bir değişimin daha çok büyük sermayeli şirketlerin, özellikle de sahiplik oranının yerlilere geçişi sırasında daha fazla etkilenen bankaların lehine olmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, daha fazla yabancı ilgisi çeken hisselerle öncelik verme eğilimindeyiz

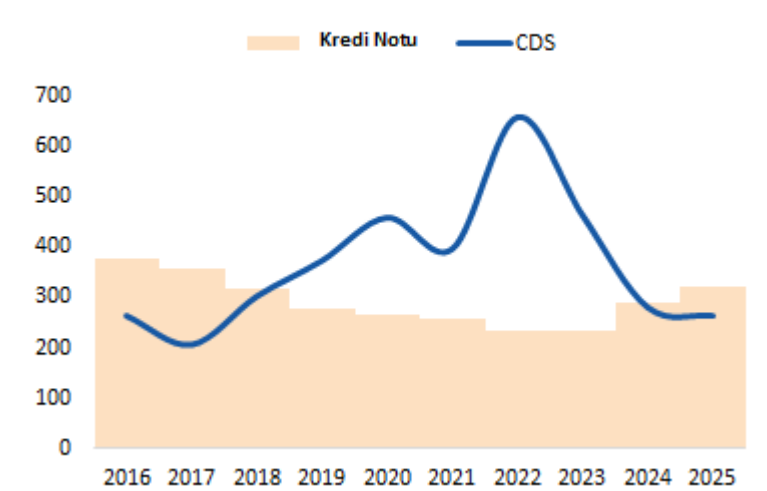
Yabancı Girişi



Yabancı Payı



CDS ve Türkiye'nin Kredi Notu



2025 Strateji

Küresel Görünüm

Türkiye Makro Görünüm

BIST Görünüm

YKY Model Portföy

YKY İnceleme Kapsamı

YKY Model Portföy

Şirket	Kod	Piyasa Değeri (TLmn)	3 Aylık Ort. İşlem Hacmi (TLmn)	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	311,190	2,209	512.50	844.00	65%
Türk Hava Yolları	THYAO	407,100	7,464	295.00	500.00	69%
Ağ Anadolu Grubu Holding	AGHOL	72,999	258	299.75	532.00	77%
Aksa Enerji	AKSEN	48,686	159	39.70	67.49	70%
Mavi Giyim	MAVI	29,457	390	74.15	126.00	70%
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	240,957	623	24.30	34.00	40%
Garanti Bankası	GARAN	538,860	2,705	128.30	173.00	35%
Tab Gıda Sanayi	TABGD	41,833	155	160.10	274.00	71%
T.S.K.B.	TSKB	35,728	263	12.76	21.00	65%
Turkcell	TCELL	210,980	2,168	95.90	160.29	67%

Kaynak: YKY Araştırma, Rasyonet

Şirket	Kod	Portföy Giriş Tarihi	Giriş Fiyatı	Cari Fiyat	Nominal Getiri	BIST-100 Göreceli Getiri
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	16.01.2023	121.00	512.50	323.6%	121.6%
Türk Hava Yolları	THYAO	16.01.2023	140.48	295.00	110.0%	9.9%
Ağ Anadolu Grubu Holding	AGHOL	12.05.2023	105.97	299.75	182.9%	40.0%
Aksa Enerji	AKSEN	16.01.2024	32.74	39.70	21.2%	0.1%
Mavi Giyim	MAVI	16.01.2024	62.17	74.15	19.3%	-1.6%
Türk Telekom	TTKOM	16.01.2024	29.06	44.72	53.9%	27.0%
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	24.04.2024	18.31	24.30	32.8%	32.0%
Garanti Bankası	GARAN	01.08.2024	129.00	128.30	-0.5%	9.4%
Tab Gıda Sanayi	TABGD	11.11.2024	141.60	160.10	13.1%	7.2%
T.S.K.B.	TSKB	06.12.2024	12.87	12.76	-0.9%	1.9%

Model Portföy Getiri (Başlangıçtan İtibaren) (*)

Model Portföy Getiri (2023)

Model Portföy Getiri (2024)

BIST-100 Getiri (*)

BIST-100 Getiri (2023)

BIST-100 Getiri (2024)

4406.9%

236.4%

49.2%

13.6%

0.5%

1.4%

1042.1%

28.9%

27.7%

Kaynak: YKY Araştırma, Rasyonet; * 21/01/2013'den itibaren



Garanti <GARANTİ> - Olumlu görünüm devam etmekte



AL

Hedef Fiyat	TL173.00
Potansiyel Getiri	35%

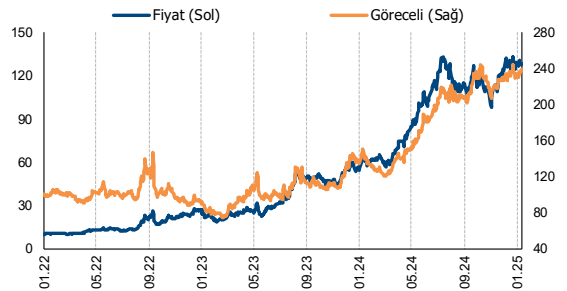
Fiyat Bilgileri

Kodu	GARAN.TI / GARAN.IS	
Kapanış Fiyatı	TL128.30	
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	538,860 / 15,209	
Hisse Sayısı (mn)	4200	
Saklama Oranı	%14	
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,709.75 / 78.17	

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	0%	4%
3 Aylık	9%	-1%
1 Yıllık	102%	63%
Yıl başından itibaren	3%	4%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	1.9	4.5	3.9
F/DD (x)	0.7	1.3	1.2
Sermaye Karlılığı	43.9	31.8	35.7
Temettü Verimi	7.1	4.4	2.5

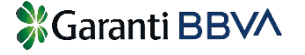
(*) Temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır

Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr15 Ocak 2025 tarihi ile güncellenmiştir
Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

- Garanti için 12 aylık hedef fiyatımız 173TL olarak revize ediyoruz (eski hedef fiyat: 160TL) ve AL tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız %35 getiri potansiyeline işaret etmektedir.** Garanti güncel 2025 tahminlerimize göre 1.2x PD/DD ve 3.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken fakat 2025 kar tahminimizi aşağı yönlü güncellememiz nedeniyle yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuz diğer bankalara göre daha sınırlı oldu.
- Muhafazakar aktif kalitesi yönetimi ve güçlü tamponlar:** Bankanın toplam karşılık oranı %178 seviyesinde ve rakiplerine göre daha yüksek seviyede. Tüm kredilerin toplam karşılık oranı ise %3.9 seviyesindedir
- Görece düşük TÜFEKS portföyü:** Bankanın swap dahil net faiz marjı 2024'te görece daha korunaklı gelişti. TÜFEKS portföyünün toplam aktiflerde payı %5 ile diğer büyük bankalara göre daha sınırlı.
- Yüksek KKM hacmi 2025'te marj gelişimini görece sınırlandırabilir:** Garanti'nin 9A24 itibarı ile KKM hacmi 216 milyar TL seviyesindedir (toplam TL mevduatın %19'u) ve rakip ortalamasına (%14) görece daha yüksek. Bu durum KKM'den TL mevduata geçiş hedeflerinde bankanın görece daha yüksek TL faiz maliyetine katlanmasına neden olabilir.
- Güçlü sermaye oranları & temettü ödeme kapasitesi:** Garanti'nin sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %17.6 ve %15.1 seviyelerinde. Bankanın kaldıraç oranı da 8x gibi görece düşük bir seviyede. Bu sayede bankanın önümüzdeki dönemde rakiplerine göre daha yüksek temettü ödeme potansiyeli var.
- Düşük halka açıklık:** 2022'deki çağrı işlemi sonrasında BBVA'nın Garanti'de payı 86% seviyesine yükselirken (çağrı öncesi %49.8), halka açıklık oranı ise %14 seviyesine geriledi. Bu nedenle banka Mayıs 2022 sonunda MSCI endekslerinden çıkarıldı.
- Yüksek özkaynak karlılığı sayesinde daha yüksek PD/DD:** 2024/25'te sermaye karlılığının %32/%36 seviyesinde öngörüyoruz (2023: %44). Bu özkaynak karlılığı seviyesine göre bankanın 2025T 1.3x-1.5 PD/DD seviyesine ulaşmasını makul değerlendiriyoruz

www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Garanti <GARANTİ> - Olumlu görünüm devam etmekte



GARAN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	83,319	74,836	99,931	192,937	254,592
Ticari & Kur & Swap	8,527	27,797	5,581	9,617	14,380
Komisyon geliri	16,628	40,764	94,143	137,086	190,792
Diğer gelirler	11,974	28,896	32,615	30,243	39,381
Toplam gelirler	120,447	172,293	232,271	369,883	499,144
Faaliyet Giderleri	22,909	47,672	92,713	144,595	196,830
Karşılık öncesi gelirler	97,538	124,621	139,558	225,287	302,314
Karşılık gideri	27,310	35,597	44,006	64,897	66,714
Faaliyet Geliri	70,228	89,025	95,551	160,391	235,600
İştirakler gelirleri	5,375	14,023	19,772	26,692	34,700
Vergi Öncesi Kar	75,603	103,047	115,323	187,083	270,300
Vergi gideri	17,094	15,716	24,339	48,117	70,680
Net Kar	58,509	87,332	90,984	138,966	199,620

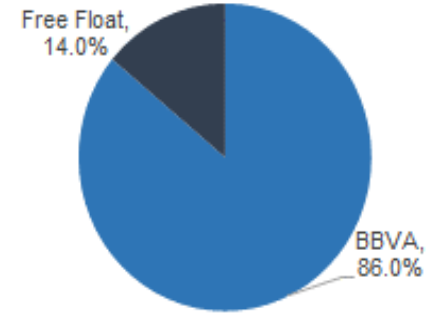
Bilanço					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	1,152,172	1,930,055	2,617,526	3,282,975	4,175,103
Nakit ve Benzeri Değerler	161,000	393,870	489,092	606,425	771,205
Krediler	632,361	1,019,031	1,480,766	1,942,295	2,577,582
Takipteki Krediler	17,613	21,654	29,870	52,997	66,911
Menkul Kıymetler	187,992	292,776	363,041	392,084	423,451
Mevduatlar	790,664	1,383,704	1,794,120	2,197,959	2,737,812
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	12,873	5,241	13,101	15,722	18,866
Özkaynaklar	152,685	244,797	326,698	452,017	623,845

Temel Göstergeler					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Özkaynak karlılığı	50.3%	43.9%	31.8%	35.7%	37.1%
Aktif karlılığı	6.1%	5.7%	4.0%	4.7%	5.4%
Komisyon geliri büyümesi	96%	145%	131%	46%	39%
Faaliyet gideri artışı	81%	108%	94%	56%	36%
Net kar artışı	333%	49%	4%	53%	44%
Net faiz marjı (swap dahil)	8.3%	5.0%	3.3%	6.5%	6.9%
Takipteki Krediler Oranı	2.6%	2.0%	2.0%	2.6%	2.5%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.8%	2.1%	1.3%	2.3%	1.6%
Gider/Gelir oranı	18%	26%	37%	36%	37%
Kredi büyümesi	59%	60%	44%	31%	33%
Mevduat büyümesi	54%	75%	30%	23%	25%
Kredi-Mevduat oranı	82%	75%	84%	89%	95%

Şirket Tanımı

Garanti mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 806 ve 19,521'dir.

Ortaklık Yapısı



Katalizörler:

- i. Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- ii. CDS'te düşüş
- iii. Sektörü destekleyici düzenlemeler

Riskler:

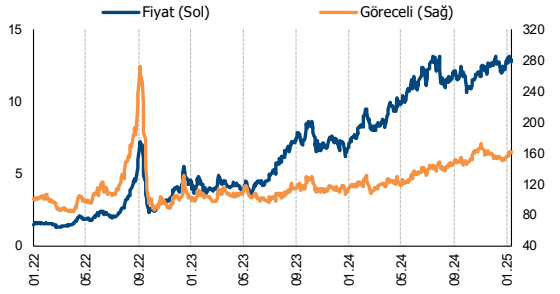
- i. Ortodoks olmayan politikalar
- ii. Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- iii. TÜFE'de yapışkanlık
- iv. Jeopolitik riskler
- v. Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

TSKB <TSKB TI> - Yüksek özkaynak karlılığı & cazip çarpanlar



AL			
Hedef Fiyat	TL21.00		
Potansiyel Getiri	65%		
Fiyat Bilgileri			
Kodu	TSKB.TI / TSKB.IS		
Kapanış Fiyatı	TL12.76		
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	35,728 / 1,008		
Hisse Sayısı (mn)	2800		
Saklama Oranı	%39		
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	261.61 / 7.54		
Performans (TL)		Nominal	Göreceli
1 Aylık		0%	4%
3 Aylık		15%	4%
1 Yıllık		70%	37%
Yıl başından itibaren		4%	5%
Çarpanlar			
	2023	2024E	2025E
F/K (x)	2.2	2.8	2.6
F/DD (x)	0.7	0.9	0.8
Sermaye Karlılığı	41.2	39.2	34.5
Temettü Verimi	-	-	3.0

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



- TSKB için 12 aylık hedef fiyatımızı 21TL olarak güncelliyoruz** (eski hedef fiyat: 17TL) ve **tavsiyemizi AL olarak koruyoruz**. 12 aylık hedef fiyatımız %65 yukarı potansiyele işaret etmektedir. TSKB güncel 2025 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 2.6x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2024/25 özkaynak karlılığı beklentimiz %39/%35 seviyesindedir (2023: %41). Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken.
- Yabancı para ağırlıklı bilanço:** TSKB'nın kredilerinin yaklaşık %90'ı yabancı para (YP) cinsinden. Kredilerin %70'i uzun vadeli yatırım kredileri. Toplam kredilerin %34'ü elektrik üretimi, %5'i ise elektrik/gaz dağıtım sektörlerine ait. Ayrıca enerji sektörüne verilen kredilerin yaklaşık %92'si yenilenebilir segmente verilmiş durumda ve bu şirketler büyük oranda otomatik tarifelerden faydalanmaktadır. TSKB'nın fonlaması YP ağırlıklı ve uzun vadeli. Fonlamanın yaklaşık yarısında Hazine garantisi mevcut. Fonlama tarafında ortalama vade 10 yıl, kredilerde ise ortalama 5 yıldır. Bu sayede TSKB varlıklarını yükümlülüklerine göre daha hızlı yeniden fiyatlandırabilmektedir. Mevduat bankalarına görece olumsuz olarak ise TL fonlamanın düşük olması 2025'te marj iyileşmesinin görece daha sınırlı kalmasına neden olacak.
- Sağlıklı sermaye oranları:** Bankanın SYR ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç yaklaşık %20.2 ve %13.6 seviyelerinde. Bankanın 2024 karından temettü dağıtmasını tahmin ediyoruz.
- İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları:** TSKB tüm kredi aşamalarında karşılık oranlarını belirgin bir ölçüde arttırdı. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla yaklaşık %230 ve %84 seviyesindedir. Tüm kredilerin toplam karşılık oranı ise %5.2 gibi çok güçlü bir seviyede. Ayrıca bankanın 1.65 milyar TL (özkaynaklarının %6'sı) serbest karşılık tamponu bulunmaktadır.
- Çarpanlar cazip seviyede:** Bankanın 2025T PD/DD 0.8x gibi oldukça cazip bir seviyede ve %35 seviyesinde yüksek özkaynak karlılığı tahmin ediyoruz. 2025 PD/DD'nin 1.3x-1.4x ulaşabileceğini öngörüyoruz.

TSKB <TSKB TI> - Yüksek öz kaynak karlılığı & cazip çarpanlar



TSKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	6,735	10,234	15,945	19,965	23,017
Ticari & Kur & Swap	801	1,698	-1,876	1,553	2,777
Komisyon gelirleri	158	453	563	844	1,266
Diğer gelirler	93	236	664	800	1,010
Toplam gelirler	7,788	12,622	15,296	23,163	28,070
Faaliyet Giderleri	505	1,160	2,061	2,897	3,843
Karşılık öncesi gelirler	7,283	11,462	13,235	20,265	24,227
Karşılık gideri	3,139	4,069	1,155	3,551	2,947
Faaliyet Geliri	4,143	7,393	12,080	16,715	21,279
İştirakler gelirleri	998	1,899	2,184	2,839	3,463
Vergi Öncesi gelir	5,141	9,292	14,264	19,554	24,743
Vergi gideri	1,086	2,251	3,635	5,866	7,423
Net Kar	4,055	7,041	10,628	13,687	17,320

Bilanço					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	115,575	176,884	240,081	325,073	428,030
Nakit ve Benzeri Değerler	4,170	7,709	6,499	8,800	11,587
Krediler	74,395	121,457	170,591	238,947	318,256
Takipteki Krediler	2,327	3,939	3,770	5,377	6,918
Menkul Kıymetler	23,880	28,987	42,028	46,231	50,854
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	21,048	32,227	40,168	48,876	55,914
Özkaynaklar	12,782	21,412	32,810	46,497	63,817
Repo	1,443	2,481	12,405	16,127	20,965
Alınan Krediler	71,552	108,334	131,751	172,625	227,843

Temel Göstergeler					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Özkaynak karlılığı	41.1%	41.2%	39.2%	34.5%	31.4%
Aktif karlılığı	4.1%	4.8%	5.1%	4.8%	4.6%
Net Faiz Geliri büyümesi	135%	52%	56%	25%	15%
Komisyon geliri büyümesi	124%	186%	24%	50%	50%
Faaliyet gideri artışı	92%	130%	78%	41%	33%
Net kar artışı	272%	74%	51%	29%	27%
Net faiz marjı [swap dahil]	8.0%	8.9%	7.2%	8.2%	7.4%
Takipteki Krediler Oranı	2.9%	3.0%	2.1%	2.1%	2.1%
Net Kredi Risk Maliyeti	3.2%	2.9%	0.6%	1.6%	0.9%
Gider/Gelir oranı	6%	8%	12%	11%	12%
Kredi büyümesi	26%	62%	40%	40%	33%

Şirket Tanımı

TSKB kurumsal müşterilere ağırlıklı uzun vadeli yatırım kredileri sağlayan bir bankadır. Fonlamasının büyük bir kısmı da yurtdışından uzun vadeli elde etmektedir. GYO sektöründe iştiraki bulunmaktadır.

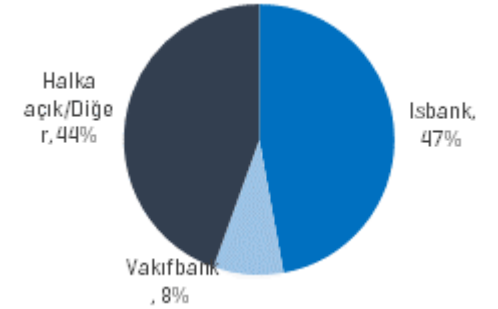
Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Enerji sektörü görünümünde bozulma
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

Ortaklık Yapısı



Vakıfbank <VAKBN TI> - Güçlü tamponlar ve öz kaynak karlılığı & olumlu görünüm



AL

Hedef Fiyat	TL34.00
Potansiyel Getiri	40%

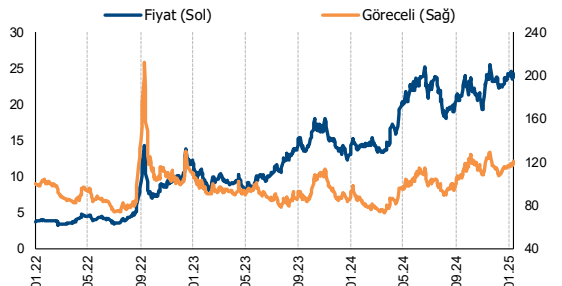
Fiyat Bilgileri

Kodu	VAKBN.TI / VAKBN.IS
Kapanış Fiyatı	TL24.30
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	240,957 / 6,801
Hisse Sayısı (mn)	9916
Saklama Oranı	%6
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	618.86 / 17.84

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	7%	11%
3 Aylık	11%	0%
1 Yıllık	69%	36%
Yıl başından itibaren	4%	5%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	4.4	5.0	3.6
F/DD (x)	0.6	0.9	0.9
Sermaye Karlılığı	18.0	20.4	27.3
Temettü Verimi	-	-	-

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

15 Ocak 2025 tarihi ile güncellenmiştir
Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

- Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 34TL olarak güncelliyoruz ve tavsiyemizi AL olarak koruyoruz** (önceki hedef fiyat 30.5TL). 12 aylık hedef fiyatımız %40 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Vakıfbank güncel 2025 tahminlerimize göre 0.9x PD/DD ve 3.6x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken fakat 2025 kar tahminimizi sınırlı aşağı yönlü güncellememiz nedeniyle yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuz diğer bankalara göre daha sınırlı oldu. **Banka Nisan 2024'ten itibaren Model Portföyümüzde yer almaktadır ve o tarihten itibaren XU100'ün %30 üzerinde performans gösterdi.**
- Marjlarda ivmelenme başladı:** TL ağırlıklı fonlama yapısı sayesinde bankanın marjlarında faiz indirim döngüsünde hızlı toparlanma öngörüyoruz. Bankanın marjlarında 3Ç24 itibarı ile toparlanma başladı ve bu trendin faiz indirimleri ile beraber ivmelenmesini tahmin ediyoruz.
- Düşük KKM hacmi avantaj:** Bankanın 9A24 itibarı ile KKM hacmi 161 milyar TL seviyesindedir (toplam TL mevduatın %10'u) ve rakip ortalamasına (%14) görece daha düşük. Bu durumun KKM'den TL mevduata geçiş hedeflerinde banka için bir avantaj olduğunu düşünüyoruz.
- Muhafazakar karşılık oranları tampon yaratmaktadır:** Bankanın toplam karşılık oranı %233 gibi yüksek bir seviyede. Ayrıca bankanın 8.5 milyar TL (öz kaynakların %4'ü) serbest karşılığı bulunmaktadır.
- Sermaye oranları güçlenmektedir:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %11.9 ve %9.5 seviyelerinde. Özel bankalara göre daha düşük sermaye oranları nedeniyle bankanın temettü dağıtmamasını bekliyoruz.
- Potansiyel ek değerlendirme unsuru yaratabilecek katma değerli iştirak portföyü:** Bankanın güçlü bir iştirak portföyü bulunmaktadır. Roketsan Roket Sanayi'de %10, TSKB'de %8, Vakıf Leasing'de %62, Vakıf Faktoring'de %92 ortaklığı bulunmaktadır.
- Çarpanlar yüksek öz kaynak karlılığı ışığında cazip seviyede:** Öz kaynak karlılığının 2024/25'te %20/%27 seviyesinde bekliyoruz (2023: %18).



www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Vakıfbank <VAKBN TI> - Güçlü tamponlar ve öz kaynak karlılığı & olumlu görünüm



VAKBN - Konsolide Olmayan Finansallar [TL milyon]						
K/Z Tablosu	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	19,543	73,715	51,955	83,378	163,740	213,191
Ticari & Kur & Swap	0	4,990	14,031	-7,089	13,181	11,998
Temettü geliri	4,501	10,793	25,746	45,803	63,758	88,150
Diğer gelirler	7,947	9,678	40,289	47,936	48,860	49,826
Toplam gelirler	27,242	99,176	132,021	170,028	289,539	363,164
Faaliyet Giderleri	9,508	17,932	52,505	73,410	109,327	152,790
Karşılık öncesi gelirler	17,734	81,244	79,516	96,618	180,211	210,375
Karşılık gideri	12,559	44,150	54,304	47,136	84,543	87,467
Faaliyet Geliri	5,175	37,095	25,212	49,482	95,669	122,907
İştirakler gelirleri	121	149	200	330	461	577
Vergi Öncesi Kar	5,296	37,244	25,412	49,812	96,130	123,484
Vergi gideri	1,120	13,226	366	10,659	28,839	37,045
Net Kar	4,175	24,017	25,046	39,153	67,291	86,439

Bilanço						
	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	1,007,214	1,681,061	2,796,634	3,690,802	4,566,242	5,686,932
Nakit ve Benzeri Değerler	165,455	297,481	436,804	793,491	981,703	1,222,641
Krediler	566,075	912,168	1,457,517	1,963,218	2,525,937	3,274,018
Takipteki Krediler	18,310	20,274	19,823	42,214	81,192	101,153
Menkul Kıymetler	228,821	372,852	654,771	791,723	870,895	957,985
Mevduatlar	590,943	1,127,702	1,961,761	2,405,449	3,083,458	3,896,374
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	61,975	69,854	118,329	147,912	165,661	185,540
Özkaynaklar	51,953	106,985	171,428	213,105	280,396	366,835

Temel Göstergeler						
	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Öz kaynak karlılığı	8.5%	30.2%	18.0%	20.4%	27.3%	26.7%
Aktif karlılığı	0.5%	1.8%	1.1%	1.2%	1.6%	1.7%
Komisyon geliri büyümesi	33%	140%	139%	78%	39%	38%
Faaliyet gideri artışı	6%	89%	193%	40%	49%	40%
Net kar artışı	-17%	475%	4%	56%	72%	28%
Net faiz marjı [swap dahil]	1.6%	5.7%	2.0%	1.8%	3.8%	4.1%
Takipteki Krediler Oranı	3.1%	2.1%	1.3%	2.1%	3.1%	2.9%
Net Kredi Risk Maliyeti	1.0%	2.5%	2.1%	0.2%	2.1%	1.5%
Gider/Gelir oranı	35%	18%	40%	43%	38%	42%
Mevduat büyümesi	43%	91%	74%	23%	28%	26%
Kredi büyümesi	36%	63%	61%	33%	29%	30%
Kredi-Mevduat oranı	97%	83%	76%	83%	83%	85%

Şirket Tanımı

Vakıfbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 955 ve 18,755'tir. Bankanın toplam kredilerde ve toplam mevduat pazar payı sırasıyla %12 ve %13'tür.. KOBİ kredilerinde ise %13 pazar payı bulunmaktadır. Toplam kredilerde ve mevduatta pazar payı olarak Ziraat Bankası'nın ardından ikinci sıradadır.

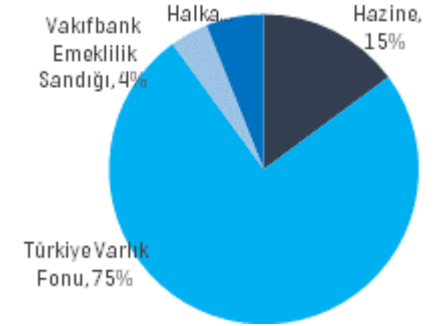
Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Jeopolitik riskler
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

Ortaklık Yapısı





Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> - Defansif ve Cazip

AL

Hedef Fiyat	TL532.00
Potansiyel Getiri	77%

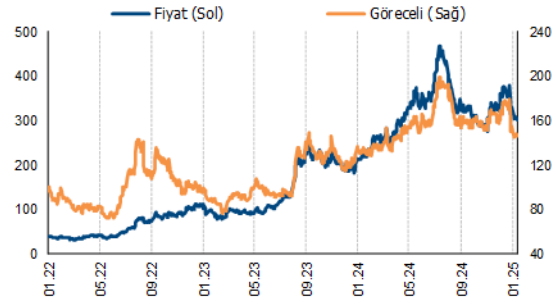
Fiyat Bilgileri

Kodu	AGHOL.TI / AGHOL.IS
Kapanış Fiyatı	TL299.75
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	72,999 / 2,060
Hisse Sayısı (mn)	244
Saklama Oranı	%34
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	256.21 / 7.36

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	20%	-17%
3 Aylık	2%	-7%
1 Yıllık	36%	9%
Yıl başından itibaren	-4%	-3%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	1.8	1.2	1.0
FD/VAFÖK (x)	5.0	3.7	4.3
Temettü Verimi	22.2	0.9	0.8

(*) Temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

İnanç Güngör
inanc.gungor@ykyatirim.com.tr

Anadolu Grubu Holding için tavsiyemizi, 532 TL/hisse hedef fiyat ile AL olarak, grup şirketleri için yeni tahminlerimiz ve yeni makro varsayımlarımız doğrultusunda güncelliyoruz. Model Portföyümüzde de yer alan ve ana faaliyet alanlarındaki (AEFES, CCOLA ve MGROS) güçlü sonuçlar sayesinde benzerlerinden finansal anlamda olumlu ayrıştı. Finansallardaki olumlu ivmenin devam etmesini bekliyoruz. Hisse, 2024'te BIST100'ün %19 üzerinde performans sergiledi ve defansif ana faaliyet kolları, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş gelir akışı, azalan kaldıraç (9A24: 0,4x net borç/VAFÖK) ve düşük işletme sermayesi ihtiyacını göz önüne alındığında bunun devam etmesini bekliyoruz. AGHOL, tahminlerimize göre %58'lük bir NAD iskontosuna sahiptir. Bu nedenle, mevcut makroekonomik temada güvenli bir oyun sağladığını düşündüğümüz AGHOL'ü beğenmeye devam ediyoruz.

Temel Faaliyetlerde Dengeli Görünüm Devam Edecek. Güçlü Rusya operasyonu sayesinde bira operasyonlarında olumlu bir 2024 beklentimize ve görece olarak zayıf gelişen meşrubat operasyonlarıyla beraber AEFES'in 2024'te yıllık %2 reel konsolide ciro büyümesi elde etmesini bekliyoruz. Gıda perakende tarafında, MGROS'un devam eden pazar payı kazanımları ve çoklu kanal stratejisi sayesinde 2024'te %13 reel ciro büyümesi öngörüyoruz. Sonuç olarak, Holding'in 2024'ü reel %7 ciro ve %12 VAFÖK büyümesi ile kapatmasını bekliyoruz.

Bilanço Tarafında Önemli Gelişim. 2024'te iş kollarından gelen güçlü performansın ardından, şirketin konsolide Net Borç/VAFÖK oranı 2023'teki 0,7x seviyesinden 0,5x seviyesine geriledi. Ana faaliyet alanlarına ilişkin olumlu görüşümüz sayesinde, borçluluk oranının 2025 yılında daha düşük bir hızda da olsa düşmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

AEFES ve Rusya Gelişmesine Dair. 2024'ün son günlerinde AEFES'in Rusya operasyonlarına geçici yönetim atanmasına ilişkin gelişmeler AGHOL'ün hisse performansı üzerinde baskı oluşturmuştu. Tahminlerimize göre AGHOL'ün net aktif değerinin %43'ünü oluşturan AEFES'in Rusya operasyonlarına ilişkin haberlerin hisse performansı üzerinde etkili olmaya devam etmesini bekliyoruz.



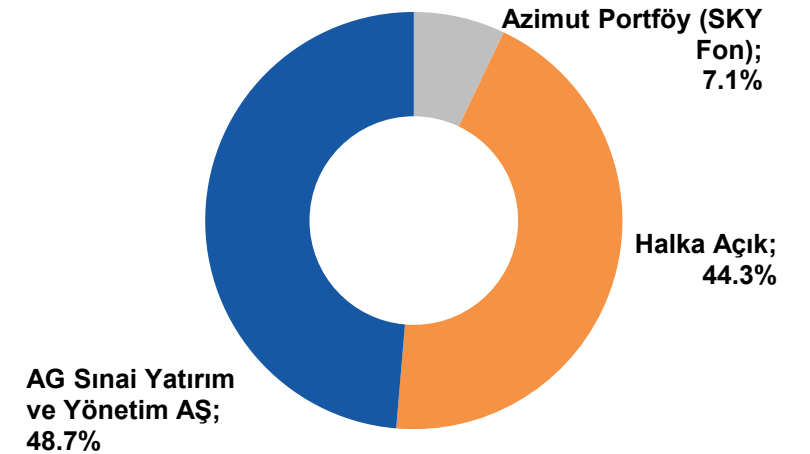
Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> - Defansif ve Cazip



Şirket	Hisse	AGHOL Payı	Güncel NAD				Hedef NAD				
			Değerleme	Güncel Değer	AGHOL Payı (mn TL)	NAD Payı	Değerleme	Hedef Değer	AGHOL Payı (mn TL)	NAD Payı	
<u>Listed Companies</u>					103.722	99%			171.476	100%	
Anadolu Efes	AEFES	43,1%	Piyasa Değeri	96.691	41.625	40%	Parçaların Toplamı	175.927	75.737	44%	
Migros	MGROS	50,0%	Piyasa Değeri	96.502	48.251	46%	İNA	163.787	81.893	48%	
Adel	ADEL	56,9%	Piyasa Değeri	8.571	4.876	5%	Piyasa Değeri	8.571	4.876	3%	
Anadolu Isuzu	ASUZU	55,4%	Piyasa Değeri	16.191	8.970	9%	Piyasa Değeri	16.191	8.970	5%	
Halka Açık NAD İskontosu					-31%						
<u>İşlem Görmeyen Şirketler</u>						3.436	3%	Book Value	3.436	3.436	2%
Discount to Total NAV				-30%				-58%			

Şirket Tanımı

Anadolu Grubu Holding 1950 yılında kurulmuş olup, 86 üretim tesisi ile yedi sektörde faaliyet göstermektedir. Holding, içecek (AEFES & CCOLA), gıda perakendesi (MGROS), otomotiv (ASUZU, Anadolu Motor, Çelik Motor), Enerji ve Sanayi (ADEL, Paravani ve Aslancık) sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları (bira, meşrubat ve gıda perakendesi) konsolide net satışların ve VAFÖK'ün ~%90'ını oluşturmaktadır. Grup ayrıca Türkiye'nin ilk büyük elektrikli otomobil üreticisi TOGG'da %23 paya sahiptir.



Aksa Enerji <AKSEN TI> - Satın Alım Sözleşmeleriyle Garanti VAFÖK Katkısı

AL

Hedef Fiyat	TL67.49
Potansiyel Getiri	70%

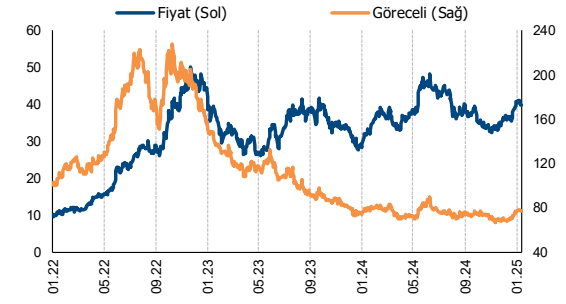
Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSEN.TI / AKSEN.IS
Kapanış Fiyatı	TL39.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	48,686 / 1,374
Hisse Sayısı (mn)	1226
Saklama Oranı	%21
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	157.76 / 4.54

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	8%	12%
3 Aylık	15%	4%
1 Yıllık	25%	1%
Yıl başından itibaren	1%	2%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	7.0	14.5	12.1
FD/VAFÖK (x)	7.2	6.1	4.7
Temettü Verimi	18.0	2.9	2.8

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Eren Erciş
eren.ercis@ykyatirim.com.tr

Aksa Enerji için hedef fiyatımızı 67TL/hisse (önceki: 55TL/hisse) ve önerimizi AL (önceki: AL) olarak güncelliyoruz.

Aksa Enerji'nin en son açıkladığı yabancı para cinsinden uluslararası projelere dayalı 2030 stratejisini memnuniyetle karşılıyoruz. Enerji satın alım anlaşmaları (PPA'lar) aracılığıyla garanti edilen kapasite ödemelerinin artan payı, Aksa Enerji için öngörülebilir güçlü nakit akışı yapısını ortaya koymaktadır. Toplam 2.974 MW'lık portföyde (yenilenebilir enerji önlisansları hariç) PPA bazlı santrallerin payının %61 olduğunu hesaplıyoruz. VAFÖK üretiminin 2025 yılında uluslararası projelerden toplam içindeki payının %72, uzun vadede ise %85 olacağını öngörüyoruz. Ayrıca Türkiye'de mevcut normalleşen spot elektrik fiyatı olan 72 USD/MWh (pandemi sonrası en yüksek seviye olan 210 USD/MWh ile karşılaştırıldığında) bizce sınırlı bir düşüşe işaret ediyor. Dolayısıyla 2025 yılında ortalama 75 ABD Doları/MWh spot fiyat öngörüyoruz.

Ana yatırımlar: İlk ünitesi Eylül '24'te devreye alınan Talimercan Doğal Gaz santrali, Ocak'25 itibarıyla 396 MW kapasiteye ulaştı ve 25 Mart'ta 430 MW'a ulaşması planlanıyor. Talimercan'ın 25 yıllık USD bazlı PPA ve geçişken yakıt anlaşması mevcut. Santralin konsolide VAFÖK'e yıllık 50 milyon USD katkı yapması bekleniyor. Kızılorda doğalgaz santrali, 240 MW kurulu güçle 1Ç26'da ticari faaliyete geçecek. Kızılorda'nın KZT cinsinden 15 yıllık PPA sözleşmesi mevcut. Kızılorda santralının, VAFÖK'e yıllık 40 milyon USD katkı sağlaması bekleniyor. Kumasi doğalgaz santralının ilk ünitesi (179 MW) Ağustos'25'te, ikinci ünitesi (171 MW) 3Ç26'da faaliyete geçecek. Böylece santralin kurulu gücü 350 MW olacaktır. Kumasi geçişken yakıt maliyetine sahip 20 yıllık USD bazlı bir PPA'ya sahip olacak. İlk üniteyle santral VAFÖK'e 38 milyon USD katkı sağlayacak. Senegal Saint-Louis doğalgaz santrali, 255 MW kapasiteyle 3Ç26'da devreye girecek ve devlet kuruluşu Senelec santralde %15 hisseye sahip olacak. Saint-Louis VAFÖK'e yıllık 55 milyon EUR katkı yapması beklenen geçişken maliyete sahip 25 yıllık Euro bazlı bir PPA'ya sahip olacak.

Aksa Enerji <AKSEN TI> - Satın Alım Sözleşmeleriyle Garanti VAFÖK Katkısı

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
Gelir Tablosu			
Net Satışlar	35.172	27.003	35.915
Brüt Kar	7.215	7.164	11.113
VAFÖK**	7.953	7.669	11.194
Faaliyet Gelirleri	6.406	6.023	9.607
Diğer Geli / Gider	736	-1.748	-4.227
Vergi Öncesi Kar	7.142	4.275	5.381
Vergi	-1.036	-1.069	-1.345
Net Kar	5.497	3.206	4.035
Nakit Akış Tablosu	2023	2024T	2025T
İşletme Faaliyetlerinden	5.292	-1.631	7.521
Yatırım Faaliyetlerinden	-4.220	-15.982	-15.802
Finansman Faaliyetlerden	-1.825	19.267	9.337
Serbest Nakit Akışı	1.072	-17.613	-8.282
Rasyolar	2023	2024T	2025T
F/K (x)	7,0	14,5	12,1
FD/VAFÖK (x)	7,2	6,1	4,7
Brüt Kar Marjı	21%	27%	31%
VAFÖK marjı	23%	28%	31%
Net Kar Marjı	16%	12%	11%
Özkaynak Karlılığı	16%	8%	9%
ROIC	17%	11%	15%
Satış Büyümesi	-	-47%	4%
VAFÖK Büyümesi	-	-33%	14%
Net Kar Büyümesi	-	-60%	-2%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(**) VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
Bilanço			
Dönen Varlıklar	17.091	14.732	21.137
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.671	1.654	2.710
Ticari Alacaklar	13.530	9.755	13.590
Stoklar	896	1.171	1.611
Diğer	993	2.151	3.227
Duran Varlıklar	38.716	71.686	88.612
Maddi Duran Varlıklar	35.017	64.444	78.652
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	1.091	1.098
Kullanım Hakkı Varlıkları	291	424	427
Diğer	3.405	5.727	8.434
Toplam Varlıklar	55.806	86.418	109.749
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.766	27.807	39.830
Kısa vadeli Finansal Borçlar	8.171	17.238	25.212
Ticari Borçlar	3.340	6.324	8.699
Diğer	2.255	4.246	5.920
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.405	16.486	24.811
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	5.078	15.593	23.566
Diğer	2.327	893	1.245
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	34.636	42.125	45.108
Toplam Kaynaklar	55.806	86.418	109.749

Şirket Tanımı

Aksa Enerji, birçok ülkede faaliyet gösteren, proje geliştirmeden satın almaya, inşaatından kuruluma kadar enerji santrali kurulum prosedürlerinin tüm adımlarını sunan global bir enerji şirkettir.

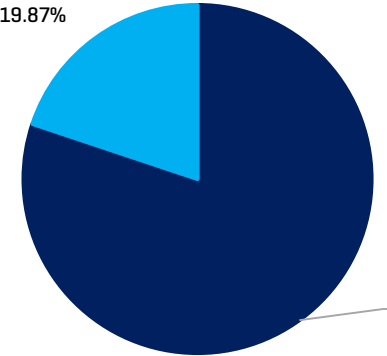
Şirketin Türkiye'de toplam 900 MW kurulu güce sahip doğalgaz ve 270 MW kurulu güce sahip bir kömür santrali bulunuyor. Kuzey Kıbrıs'ta 188 MW kurulu güce sahip akaryakıt bazlı santrale sahiptir. Aksa Enerji'nin Afrika ve Asya bölgelerinde 1.566 MW kurulu gücü bulunmaktadır. Toplam portföy 2.974 MW'tır.

Katalistler:

- Yeni PPA anlaşmaları
- Kurulu gücün artması

Risks:

- Güçlü TL gelirler üzerinde baskı yaratabilir
- Alacaklarında tahsilatında olası sorunlar

Halka Açık;
19.87%Kazancı
Holding
Anonim
Şirketi;
80.13%

BİM <BIMAS TI> - Reel Büyüme Devam Ediyor



AL

Hedef Fiyat TL844.00
Potansiyel Getiri 65%

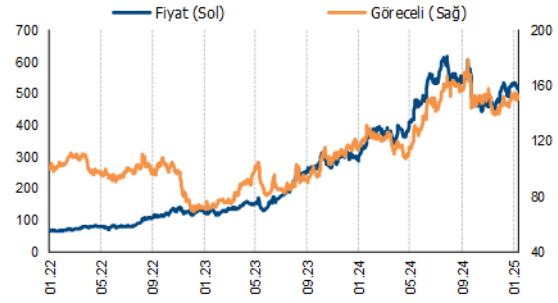
Fiyat Bilgileri

Kodu BIMAS.TI / BIMAS.IS
Kapanış Fiyatı TL512.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) 311,190 / 8,783
Hisse Sayısı (mn) 607
Saklama Oranı %60
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) 2,224.22 / 64.22

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-2%	1%
3 Aylık	10%	0%
1 Yıllık	54%	24%
Yıl başından itibaren	-3%	-2%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	8.3	11.7	9.7
FD/VAFÖK (x)	10.1	6.5	10.0
Temettü Verimi	14.9	2.2	1.9

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

İnanç Güngör

inanc.gungor@ykyatirim.com.tr

BİM için tavsiyemizi AL ve 12 aylık hedef hisse fiyatımızı ise 848 TL/hisse olarak güncelliyoruz (önceki: 510 TL/hisse). Model Portföyümüzde de yer alan ve 2024'te BIST100'ün +%36 üzerinde getiri sağlayan BIMAS'ın, operasyonel ve finansal görünümündeki görece güçlü seyirle, 2025 yılında da endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Şirketin 2025 yılında, kar marjlarını koruyarak, %12 reel gelir artışı ve %8 VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. 2025 yılında fiyatlamaya açısından, makro zorluklar nedeniyle, daha az elverişli bir ortam öngörsek de (örneğin, normalden daha yüksek fiyat indirimleri veya kampanyalar) şirketin devam eden fiziksel büyümesi, rekabetçi fiyatlarıyla pazar payı kazançları ve FİLE markasının artan katkısıyla, reel büyümesinde kesinti öngörmüyoruz. Fiyatlamaya ortamı zayıf olsa da, yılın tamamında personel giderlerindeki artışın ortalama enflasyonun gerisinde kalmasını beklediğimizden dolayı marjlarda yatay/hafif yukarı bir seyir öngörüyoruz. Defansif yapısını beğendiğimiz Bim'in 2025 yılı reel tahminlerimize göre işlem gördüğü 9,8x FD/VAFÖK'ü cazip buluyoruz.

Gelirler Beklentilerin Üzerinde. BİM'in 2024 yılını nominal %81 ciro büyümesi ve %7,8 VAFÖK marjıyla tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Şirket yönetiminin beklenti aralığının üst bandına yakın bu değerler, yıl başında öngördüğümüz seviyelerin de (%68 ciro artışı & 7.4% VAFÖK marjı) üzerinde gerçekleşti. 2025 yılında baktığımızda, personel giderlerinin görece azalması ve müşteri trafiğinin daha destekleyici olacağı varsayımlarıyla, şirketin 0.2-0.3pp bandında marj iyileşmesi yakalayabileceğini ve satış alanını yıllık %10 civarında büyüteceği bir yılda, %12 reel büyüyebileceğini düşünüyoruz.

Görece Yüksek Öngörülebilirlik ve Defansif Bilanço. BİM'in güçlü pazar konumlanması, yaklaşık %65'i özel markalı ürünlerden oluşan rekabetçi ürün portföyü, FİLE alt markasıyla artan toplam pazar payı ve faiz ile kur seviyelerinden görece daha az etkilenen güçlü bilanço yapısıyla, zorlu 2025 makro görünümünde benzerlerinden ve piyasadan olumlu ayrışmasını bekliyoruz.



www.ykyatirim.com.tr

yky_arastirma@yapikredi.com.tr

BİM <BIMAS TI> - Reel Büyüme Devam Ediyor



Finansal Özet (TLmn)				Finansal Özet (TLmn)			
	TMS29 Uygulanmış*				TMS29 Uygulanmış*		
Gelir Tablosu	2023	2024T	2025T	Bilanço	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	328.442	525.861	740.083	Dönen Varlıklar	54.459	80.531	109.701
Brüt Kar	51.683	96.742	134.509	Nakit ve Nakit Benzerleri	6.988	8.684	12.045
VAFÖK**	13.751	22.086	33.004	Ticari Alacaklar	16.125	25.574	33.533
Faaliyet Gelirleri	3.359	4.327	6.932	Stoklar	27.328	39.821	54.752
Diğer Geli / Gider	18.686	25.716	33.405	Diğer	4.018	6.452	9.371
Vergi Öncesi Kar	22.045	30.043	40.337	Duran Varlıklar	93.674	148.316	202.039
Vergi	-6.599	-5.788	-8.264	Maddi Duran Varlıklar	49.639	77.655	105.783
Net Kar	15.441	24.254	32.072	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.414	7.135	9.719
Nakit Akış Tablosu	2023	2024T	2025T	Kullanım Hakkı Varlıkları	37.754	60.243	82.064
İşletme Faaliyetlerinden	20.030	43.862	61.730	Diğer	1.867	3.283	4.472
Yatırım Faaliyetlerinden	-11.641	-21.127	-29.734	Toplam Varlıklar	148.133	228.847	311.740
Finansman Faaliyetlerden	-8.367	-8.956	-12.604	Kısa Vadeli Yükümlülükler	54.074	81.330	110.790
Serbest Nakit Akışı	8.390	22.735	31.997	Kısa vadeli Finansal Borçlar	0	0	0
Rasyolar	2023	2024T	2025T	Ticari Borçlar	45.145	71.203	96.994
F/K (x)	8,3	11,7	9,7	Diğer	8.929	10.127	13.796
FD/VAFÖK (x)	10,1	6,5	10,0	Uzun Vadeli Yükümlülükler	24.317	31.749	35.662
Brüt Kar Marjı	16%	18%	18%	Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0
VAFÖK marjı	4%	4%	4%	Diğer	24.317	31.749	35.662
Net Kar Marjı	5%	5%	4%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	69.742	115.767	165.287
Özkaynak Karlılığı	22%	21%	19%	Toplam Kaynaklar	148.133	228.847	311.740
ROIC	13%	9%	10%				
Satış Büyümesi	-	11%	10%				
VAFÖK Büyümesi	-	11%	17%				
Net Kar Büyümesi	-	9%	3%				
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1				
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,6				

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(**) VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Şirket Tanımı

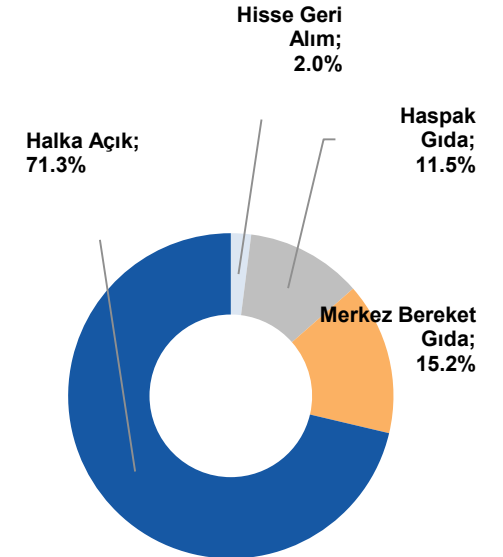
BİM, Türkiye'nin ciro açısından en büyük ve en yaygın mağaza ağına sahip perakendecisidir. Şirket ayrıca Fas ve Mısır'da da faaliyet göstermektedir. BİM, gıda ve temel tüketim mallarını mümkün olan en düşük fiyata sunar ve ürün çeşitliliğini ~900 ürün ile sınırlar. Ana strateji, özel markalı ürünlerin toplam ürün sunumundaki payını artırmak ve tedarikçilerin elde ettiği tüm olası maliyet indirimlerini trafiği artırmak için müşterilere aktarmaktır.

Katalizörler:

- Pazar payı kazanımlarının beklenenden güçlü olması
- Beklenenden güçlü mağaza trafiği büyümesi

Riskler:

- Alım gücünde zayıflama
- Mağaza trafiğinde rakiplerin gerisinde kalma



Tab Gıda <TABGD TI> - Düşük Yatırım Harcaması - Yüksek Büyüme

TAB

AL

Hedef Fiyat	TL274.00
Potansiyel Getiri	71%

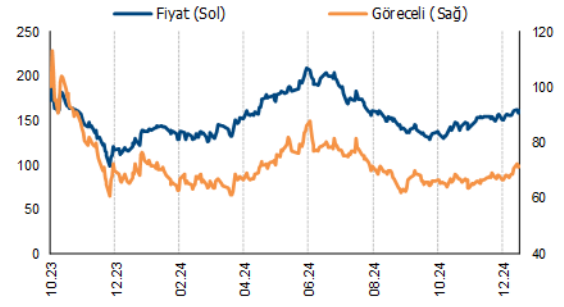
Fiyat Bilgileri

Kodu	TABGD.TI / TABGD.IS
Kapanış Fiyatı	TL160.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	41,833 / 1,181
Hisse Sayısı (mn)	261
Saklama Oranı	%20
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	155.60 / 4.48

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	4%	8%
3 Aylık	19%	8%
1 Yıllık	32%	7%
Yıl başından itibaren	7%	8%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	15.8	17.4	10.1
FD/VAFÖK (x)	8.7	5.5	4.1
Temettü Verimi	25.4	-	0.3

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Eren Erciş

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

Tab Gıda <TABGD TI> için önerimizi AL (önceki: AL) hedef fiyatımızı 274TL/hisse (Önceki: 236TL/hisse) olarak güncelliyoruz.

Türkiye'nin en büyük HSR işletmecisi. TABGD'nin kapsamlı marka portföyü, "Burger King", "Popeyes", "Sbarro", "Arby's" ve "Subway" olmak üzere dünya çapında tanınmış beş marka ve "Usta Dönerci" ve "Usta Pideci" olmak üzere kendisine ait iki markasıyla toplam yedi markadan oluşmaktadır. Şirket %55'ini kendi işle ttiği ve %45'i franchise olmak üzere 1.830 restoranlık bir sistemi yönetmektedir ve sistem geneli toplam gelirler son 3 yılda %92'lik YBBO ile Eylül 2024 sonu 37 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Tartışmasız Pazar Lideri. Tab Gıda, Türkiye'deki HSR zincirleri arasında gelirler bazında %30 pazar payına sahiptir ve ikinci sıradaki şirketle arasında ~18 puanlık fark vardır. Tab Gıda, kendinden sonraki dört büyük rakibinin toplamından daha fazla restoran ağına sahiptir. Şirketin pazardaki bu bariz üstünlüğünü (i) başta Burger King olmak üzere HSR pazarındaki neredeyse tüm mutfakları kapsayan çeşitli ve çok markalı büyüme stratejisine (ii) yeni restoran açılışlarıyla birlikte mevcut restoranlarda büyümenin güçlü bir şekilde yürütülmesine (iii) ana hissedar TFI'nın Ekosistemi tarafından desteklenen güçlü tedarik ağı ve ölçek avantajlarının sağladığı sürdürülebilir rekabetçi konumuna (iv) müşteri memnuniyetini artıran ve şirketin talebi daha iyi tahmin etmesine ve buna göre yeni ürünlerle kampanyalar sunmasına olanak tanıyan lojistik ve dijital yatırımlarına bağlıyoruz. Bu unsurların öngörülebilir gelecekte de geçerliliğini korumasını ve TAB Gıda'nın, Türk restoran sektörünün en hızlı büyüyen alt segmenti olan Türkiye HSR pazarındaki büyümenin başlıca yararlanıcısı olmasını bekliyoruz.

Büyümenin ana dayanakları. Şirketin gelecekteki büyümesinin temel dayanaklarının (i) yeni restoran açılışları (ii) franchise restoranların toplam içindeki payının artması (iii) mevcut restoranların ve yeni markaların katkısını arttıracak verimlilik çalışmaları ve (iv) toplam müşteri trafiği ve ortalama fiş büyüklüklerini destekleyen yeni ürün lansmanları ve artan paket servis operasyonları olacağını öngörüyoruz.



www.ykyatirim.com.tr

yky_arastirma@yapikredi.com.tr



Tab Gıda <TABGD TI> - Düşük Yatırım Harcaması - Yüksek Büyüme

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
Gelir Tablosu			
Net Satışlar	19.988	31.621	43.858
Brüt Kar	3.395	5.437	7.688
VAFÖK**	4.233	6.663	9.368
Faaliyet Gelirleri	1.790	2.843	4.070
Diğer Geli / Gider	919	143	1.334
Vergi Öncesi Kar	2.709	2.986	5.404
Vergi	-251	-687	-1.243
Net Kar	2.458	2.299	4.161
Nakit Akış Tablosu			
İşletme Faaliyetlerinden	3.494	6.453	10.298
Yatırım Faaliyetlerinden	246	-3.012	-3.089
Finansman Faaliyetlerden	-74	2.360	-4.127
Serbest Nakit Akışı	3.740	3.441	7.208
Rasyolar			
F/K (x)	15,8	17,4	10,1
FD/VAFÖK (x)	8,7	5,5	4,1
Brüt Kar Marjı	17%	17%	18%
VAFÖK marjı	21%	21%	21%
Net Kar Marjı	12%	7%	9%
Özkaynak Karlılığı	25%	15%	22%
ROIC	50%	48%	61%
Satış Büyümesi	-	10%	9%
VAFÖK Büyümesi	-	9%	10%
Net Kar Büyümesi	-	-35%	42%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,7

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(**) VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
Bilanço			
Dönen Varlıklar	5.733	8.676	11.981
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.945	5.802	8.883
Ticari Alacaklar	650	1.295	1.328
Stoklar	282	429	621
Diğer	856	1.150	1.150
Duran Varlıklar	9.406	15.691	17.663
Maddi Duran Varlıklar	5.227	8.922	9.744
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	585	924	1.036
Kullanım Hakkı Varlıkları	3.529	5.844	6.884
Diğer	67	0	0
Toplam Varlıklar	15.139	24.366	29.644
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.128	4.930	6.606
Kısa vadeli Finansal Borçlar	93	1.300	1.913
Ticari Borçlar	1.497	2.380	3.443
Diğer	1.538	1.250	1.250
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.331	4.302	4.495
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1.343	2.440	3.884
Diğer	988	1.861	611
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9.680	15.134	18.544
Toplam Kaynaklar	15.139	24.366	29.644

Şirket Tanımı

TAB Gıda, yedi markadan oluşan kapsamlı marka portföyü ile Türkiye'nin en büyük HSR (Hızlı Servis Restoran) zinciridir. TAB Gıda, yıllar içinde ürün ve marka portföyünü genişleterek 2006 yılında Sbarro, 2007 yılında Popeyes, 2010 yılında Arby's ve son olarak 2022 yılında Subway'i bünyesine katmıştır. Şirket, dünya çapında tanınan bu beş markanın yanı sıra, 2013 yılında "Usta Dönerci" ve 2019 yılında "Usta Pideci" olmak üzere kendine ait iki markasını kurmuştur.

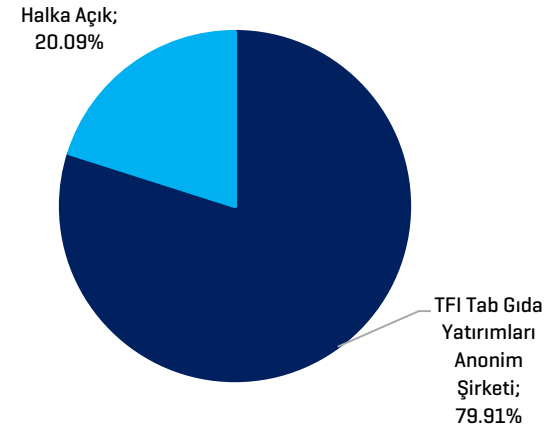
Şirket, 2024 sonu itibarıyla 1.830 restoranlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Sistem genelindeki mağazaların %55'i TAB Gıda tarafından işletilmekte, %45'i ise franchise olarak faaliyet göstermektedir.

Katalistler:

- Satın alma gücündeki artış
- Yeni markaların eklenmesi

Riskler:

- Ana münhasır franchise anlaşmalarının yenilenmemesi
- Tedarik zinciri sorunları



Türk Hava Yolları <THYAO TI> - Zorluklara rağmen karlı büyüme



AL

Hedef Fiyat TL500.00
Potansiyel Getiri 69%

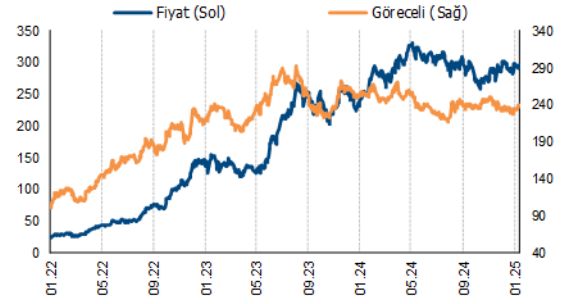
Fiyat Bilgileri

Kodu THYAO.TI / THYAO.IS
Kapanış Fiyatı TL295.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) 407,100 / 11,490
Hisse Sayısı (mn) 1380
Saklama Oranı %50
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) 7,473.83 / 215.44

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-1%	2%
3 Aylık	10%	0%
1 Yıllık	16%	-6%
Yıl başından itibaren	5%	6%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	1.6	3.3	3.3
FD/VAFÖK (x)	4.4	4.9	5.3
Temettü Verimi	18.1	-	-

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Türk Hava Yolları (THY), özellikle Uzak Doğu ve Amerika'ya yönelik uzun mesafeli uluslararası rotalardaki güçlü talep ve karlı kargo operasyonları sayesinde 2024 yılında, jeopolitik gerginlikten kaynaklanan zorluklara, artan operasyonel maliyetlere -özellikle personel giderleri, motor sorunları nedeniyle yere indirilen uçaklara ve güçlü TL'den gelen baskıya rağmen, bize göre güçlü bir performans gösterdi. Şirketin 2024 yılında USD bazında %8'lik gelir büyümesi kaydetmesini ve ~5,2 milyar USD VAFÖK elde etmesini bekliyoruz. Bu performans, şirketin düşük çift haneli ROIC'sini korumasına ve zaten düşük olan borçluluğunu daha da azaltmasına olanak tanıyacaktır.

2025 yılında THY'nin, büyük ölçüde benzer zorluklarla karşılaşacağını düşünüyoruz. Güçlü TL, zayıf küresel büyüme görünümü ve devam eden motor sorunları bu zorlukların başlıcalarıdır. Buna rağmen, jeopolitik gerginliklerin bir nebze azalması, yeni uzun mesafeli varış noktalarının olgunlaşması, TL'nin normalleşmesi ve daha düşük petrol fiyatları sayesinde bu zorlukların ciro ve marjlar üzerindeki olumsuz etkisinin büyük ölçüde dengeleneceğini düşünüyoruz. Şirketin 2025'te, yine %8 yıllık USD gelir büyümesi ve %24'lük bir VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Özellikle şirket tüm zamanların en düşük borçluluğuna gelmişken ve sektör ortalamasının üzerinde marjlarla büyümesinde herhangi bir kesinti yokken, hissenin 2025'te de aynı endişelerle daha düşük performans göstermesinin makul olmayacağı kanaatindeyiz. Yere indirilen uçakların motor sorunlarının muhtemel çözümünün 2025'teki en önemli katalizör olacağını düşünüyoruz.

THY için AL önerimizi, güncellenen 12 ay hedef fiyatımız 14.0 USD ile yineliyoruz (önceki 13.9 USD). Hedef fiyatımız, 5,3x'lük 2025T FD/VAFÖK hedef çarpana dayanmaktadır. Hedef çarpanımızın bileşenleri, önümüzdeki iki yıl boyunca şirketin %5'lik YBBO ile vergi sonrası esas faaliyetini büyüteceği, %14'lük net faaliyet marjı yakalayacağı ve %12'lik sermaye getirisi elde edeceği; sonraki dönemlerde ise %2,5'lik büyüme ve %10,5'lik sermaye getirisi elde edeceği varsayımlarına dayanmaktadır, ki bu seviyelere şirketin ulaşmada büyük bir sıkıntı yaşamayacağını düşünüyoruz..

Türk Hava Yolları <THYAO TI> - Model Varsayımları (USDmn)



CAPACITY ASSUMPTIONS					
	2022	2023	2024	2025	2026
Load Factor	82,2%	83,2%	83,5%	84,1%	84,1%
-Domestic	85,8%	84,4%	86,4%	84,8%	84,8%
-International	79,3%	82,0%	81,6%	83,3%	83,3%
Number of Passengers	71,8	83,4	85,6	88,6	90,0
-Domestic	25,3	30,2	30,6	29,9	30,4
-International	42,9	49,8	52,5	56,9	57,7
ASK Growth	58%	16%	8%	7%	6%
-Domestic	16%	24%	-1%	3%	7%
-International	59%	16%	11%	8%	6%
Total Fleet	394	440	492	530	570
Passenger Aircraft	373	416	468	506	546
Total Fleet	394	440	492	530	570
Pax per Landing	159	160	163	165	165
Cargo carried (tons)	1.679	1.659	1.985	1.927	1.956

REVENUE & COST ASSUMPTIONS					
	2022	2023	2024	2025	2026
Breakdown of Revenues	18.426	20.942	22.747	24.517	26.137
Pax Revenues	14.291	17.727	18.584	20.289	21.805
Cargo Revenues	3.735	2.596	3.450	3.444	3.495
Passenger Revenue Yields (RPK) (y/y)					
Pax Revenues	19%	4%	-3%	0%	1%
Scheduled	23%	3%	-5%	0%	1%
Domestic	25%	-5%	3%	7%	4%
International	22%	4%	-5%	-1%	1%
Cargo Revenues per Ton	2.224	1.565	1.737	1.787	1.787
CASK	7,79	7,78	8,13	8,17	8,18
Fuel	3,21	2,65	2,42	2,10	2,06
Ex-Fuel	4,58	5,13	5,71	6,06	6,12
Jet Fuel Cost (USD/ton)	1144	969	888	800	800

	2022	2023	2024	2025	2026
Sales Revenue	18.426	20.942	22.721	24.517	26.137
Cost of Sales (-)	-14.036	-16.060	-18.410	-20.003	-21.283
GROSS PROFIT	4.390	4.882	4.311	4.514	4.853
OPEX	-1.674	-2.209	-2.273	-2.223	-2.365
NET OPERATING PROFIT	2.716	2.673	2.038	2.292	2.488
OPERATING PROFIT BEFORE	2.779	2.859	2.413	2.424	2.488
EBITDA (THY)	4.947	5.525	5.116	5.249	5.618
EBITDAR (THY)	5.376	6.077	5.767	5.928	6.332
Net Profit	473	3.233	3.642	3.224	3.217
Margins					
Net Operating	14,7%	12,8%	9,0%	9,3%	9,5%
EBITDA (THY)	26,8%	26,4%	22,5%	21,4%	21,5%
EBITDAR (THY)	29,2%	29,0%	25,4%	24,2%	24,2%

Turkcell <TCELL TI> - Devam Eden Güçlü Büyüme



AL

Hedef Fiyat TL160.29

Potansiyel Getiri 67%

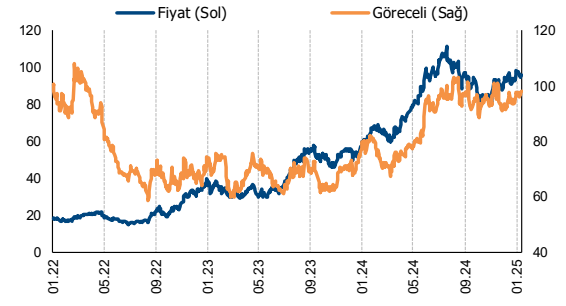
Fiyat Bilgileri

Kodu	TCELL.TI / TCELL.IS
Kapanış Fiyatı	TL95.90
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	210,980 / 5,955
Hisse Sayısı (mn)	2200
Saklama Oranı	%54
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,169.74 / 62.47

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	0%	4%
3 Aylık	14%	4%
1 Yıllık	59%	28%
Yıl başından itibaren	3%	4%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	8.4	11.9	8.4
FD/VAFÖK (x)	2.7	2.1	3.0
Temettü Verimi	17.9	1.9	3.0

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır

Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.trEren Erciş
eren.ercis@ykyatirim.com.tr

Turkcell için hedef fiyatımızı 160TL/hisse ve önerimizi AL olarak güncelliyoruz. Turkcell'in 2024 yılını, enflasyon üstü fiyatlama becerisi sayesinde, %9 reel gelir büyümesiyle kapatmasını bekliyoruz. Enflasyonun azalmaya başladığı 2024 yılında, yenilenen sözleşmelerin etkisiyle, birim gelirlerini (ARPU) yaklaşık %80 arttırmayı başaran şirketin, 2025 yılında da bu gecikmeli etkiden faydalanmasını bekliyoruz. Turkcell'i (i) sürdürülebilir reel büyüme görünümü (ii) yüksek faiz ortamında düşük net işletme sermaye ihtiyacı ve (iii) değer vaad eden güçlü iştirak portföyü nedenleriyle beğeniyoruz ve 2025 yıl sonu nominal tahminlerimize göre işlem gördüğü 3,0x FD/VAFÖK ve 8,4x F/K çarpanlarını alım için makul buluyoruz.

2024 yılında %7 reel büyüme beklediğimiz Turkcell'in 2025'te %6 büyüyeceğini öngörüyoruz. Bu öngörümüz, şirketin mobil tarafta %52, sabit tarafta ise %45 ARPU büyümesi yakalayacağı, 700 bin net abone kazanacağı (2024T: 800 bin) ve techfin gelirlerinde %35 artış sağlayacağı varsayımlarımıza dayanıyor. Orta ve uzun vadede ise, veri merkezi iş kolu, dijital servis gelirleri ve mobil premium hizmetlerinin de desteğiyle, şirketin enflasyon üstü büyümeye devam etmesini bekliyoruz.

Turkcell'in 2025 yılında operasyonel marjlarını büyük ölçüde korumasını bekliyoruz. 5G yatırımları nedeniyle sektör oyuncularının fiyat rekabetinden imtina edeceğini düşündüğümüz 2025 yılında, şirketin, reel ARPU büyümesinin yanında, kısmen faaliyete geçecek GES yatırımlarının da desteğiyle, marjlarını korumada sıkıntı yaşamayacağını düşünüyoruz. Turkcell'in tamamı 300MW olan GES yatırımının, 54 MW'lık kısmı 1Ç25'te faaliyete geçecek ve enerji ihtiyacının %12'sini karşılayacak. Bunun artan maliyetlere rağmen marjların korunmasında rol oynayacağını düşünüyoruz.

Turkcell'in artan veri merkezi yatırımları, 5G altyapısına dair öncü hazırlıkları ve kule yatırımları şirketin toplam yatırım harcamalarının (operasyonel + lisans) ciroya oranını 2023'te %31'e 2024'te %29'a çıkardı. 2025 yılında yatırım yükünün 5G ihalesi sonrası %36'ya kadar çıkmasını, takip eden yıllarda, bu oranının tedricen düşük %20'li seviyelere inmesini öngörüyoruz. Öte yandan, 2024 yıl sonu 0,7x seviyesinde öngördüğümüz Net Borç/VAFÖK oranının, yüksek yatırım dönemine rağmen 2025 yılında da 1.0x'in altında kalmasını bekliyoruz.



Turkcell <TCELL TI> - Devam Eden Güçlü Büyüme

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
Gelir Tablosu			
Net Satışlar	102.963	163.061	222.902
Brüt Kar	20.723	36.084	52.403
VAFÖK**	47.053	68.262	91.440
Faaliyet Gelirleri	13.586	19.649	34.388
Diğer Geli / Gider	-7.700	1.547	-10.839
Vergi Öncesi Kar	5.887	21.196	23.548
Vergi	4.676	-5.299	-5.887
Net Kar	12.554	15.897	17.661
Nakit Akış Tablosu	2023	2024T	2025T
İşletme Faaliyetlerinden	47.547	70.241	76.092
Yatırım Faaliyetlerinden	-26.731	-41.349	-67.721
Finansman Faaliyetlerden	-9.733	47.307	-127
Serbest Nakit Akışı	20.816	28.891	8.372
Rasyolar	2023	2024T	2025T
F/K (x)	8,4	11,9	8,4
FD/VAFÖK (x)	2,7	2,1	3,0
Brüt Kar Marjı	20%	22%	24%
VAFÖK marjı	46%	42%	41%
Net Kar Marjı	12%	10%	8%
Özkaynak Karlılığı	10%	9%	9%
ROIC	12%	11%	17%
Satış Büyümesi	-	10%	7%
VAFÖK Büyümesi	-	0%	5%
Net Kar Büyümesi	-	-12%	-13%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,7

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(**) VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
Bilanço			
Dönen Varlıklar	102.546	142.983	170.180
Nakit ve Nakit Benzerleri	58.849	76.198	84.443
Ticari Alacaklar	11.097	20.069	28.732
Stoklar	541	1.044	1.494
Diğer	32.060	45.673	55.511
Duran Varlıklar	144.537	202.184	221.750
Maddi Duran Varlıklar	66.650	100.155	108.762
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	58.103	77.426	85.824
Kullanım Hakkı Varlıkları	6.136	7.883	9.907
Diğer	13.647	16.721	17.257
Toplam Varlıklar	247.083	345.168	391.930
Kısa Vadeli Yükümlülükler	57.728	73.627	88.004
Kısa vadeli Finansal Borçlar	25.436	38.293	44.934
Ticari Borçlar	14.174	17.919	25.654
Diğer	18.118	17.416	17.416
Uzun Vadeli Yükümlülükler	67.121	87.180	101.905
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	56.367	84.894	99.618
Diğer	10.754	2.286	2.286
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	122.235	184.360	202.021
Toplam Kaynaklar	247.083	345.168	391.930

Şirket Tanımı

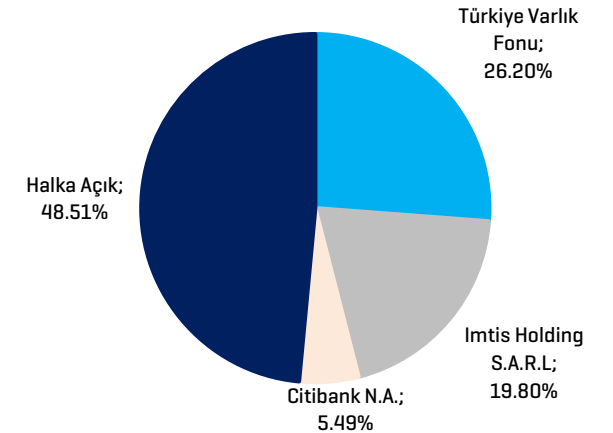
Turkcell, Türkiye'de kurulmuş; yerleşik, entegre iletişim ve teknoloji hizmetleri şirkettir. Müşterilerine mobil ve sabit şebekeleri üzerinden ses, data, TV hizmetleri ve katma değerli bireysel ve kurumsal servisler sunmaktadır. Turkcell Grup şirketleri Türkiye, Belarus ve Kuzey Kıbrıs olmak üzere 3 ülkede faaliyet göstermektedir. Güçlü gelir büyümesi, temel olarak Turkcell Türkiye'nin büyüyen faturalı müşteri tabanı ile güçlü ARPU performansı ve daha yüksek data tüketimi ve dijital servis kullanımı ile desteklenen üst satış çalışmalarının devam etmesi sayesinde gerçekleşti.

Katalistler:

- Daha yüksek ARPU ile birlikte abone kazanımı
- Daha yüksek veri tüketimi

Riskler:

- Enflasyonun artış trendine geçmesi
- Beklenenden yüksek rekabetçi fiyatlandırma ortamı



2025 Strateji

Küresel Görünüm

Türkiye Makro Görünüm

BIST Görünüm

YKY Model Portföy

YKY İnceleme Kapsamı

YKY İnceleme

Kapsamı

- İnceleme kapsamımızdaki enflasyon muhasebesine (TMS29) tabi sanayi şirketleri için, 2024'te %1'lik bir reel ciro daralması, 2025 yılındaysa %2'lik büyüme öngörüyoruz. Azalan enflasyonun, 2025'te reel büyümeye olanak sağlamasını, özellikle 2025'in ikinci yarısında etkisini göstermesini bekliyoruz.
- TL yoğun gelire sahip ve defansif yapıda olan şirketlerin, güçlü TL ve makroekonomik zorluklar nedeniyle ihracatçı ve döngüsel şirketlere kıyasla 2025'in ilk yarısında daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. Talep esnekliğinin düşük olduğu sektörlerin destekleyici bir rol oynayacağını düşünüyoruz.
- Zayıf büyüme ortamındaki yüksek finansman maliyetleri, yüksek işletme sermayesi ihtiyacı gerektiren şirketlerin marjları üzerinde yaratıyor. Bu baskının özellikle 2025'in ilk yarısında ve B2B iş modeline sahip şirketlerde daha belirgin olmasını bekliyoruz.
- İhracatçılar için yılın ilk yarısının yüksek bazının TL'nin değer kaybı ve TÜFE'nin artışı arasındaki makasın en yüksek dönem olması nedeniyle iyileşmelerin daha uzun vadede görülmesi muhtemeldir.
- 2025'te, özellikle bankalar açısından 2024 yılının düşük baz etkisi ve yılın ikinci yarısında parasal zararların azalmasıyla, yıllık bazda daha iyi finansallar öngörüyoruz.

Sectors	2024E			2025E			2026E		
	Revenue	EBITDA	Net income	Revenue	EBITDA	Net income	Revenue	EBITDA	Net income
YKY Coverage (IAS29)*	-1%	-13%	-40%	2%	6%	16%	4%	8%	14%
Automotive	-9%	-47%	-56%	15%	20%	22%	15%	18%	18%
Conglomerate	10%	26%	3%	7%	7%	0%	7%	8%	2%
Defence	11%	22%	21%	4%	6%	115%	13%	21%	24%
Energy	-47%	-33%	-60%	3%	13%	-3%	4%	39%	85%
Food & Beverages	5%	4%	-12%	-1%	-3%	-8%	0%	0%	4%
Oil & Gas	-16%	-51%	-66%	-15%	-8%	8%	-8%	8%	18%
Restaurants	10%	7%	-35%	7%	9%	40%	7%	7%	7%
Retail	9%	14%	-22%	8%	28%	7%	6%	14%	-11%
Telecom	8%	16%	-38%	6%	4%	39%	3%	4%	39%
White Goods	13%	-24%	n.m.	0%	22%	n.m.	1%	1%	n.m.

Bir Bakışta YKY İnceleme Kapsamı

GELİRLER

- Enflasyon muhasebesine (TMS29) tabi şirketler için 2024'te %1 oranında reel ciro daralması, 2025'te ise %2 büyüme öngörüyoruz. Azalan enflasyonun 2025 yılında, özellikle yılın ikinci yarısında, reel büyüme için alan yaratacağını düşünüyoruz.
- TL bazlı gelire sahip ve defansif yapıda olan şirketlerin, güçlü TL ve makroekonomik zorluklar nedeniyle ihracatçı ve döngüsel şirketlere kıyasla 2025'in ilk yarısında daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. Talep esnekliğinin düşük olduğu sektörlerin destekleyici bir rol oynayacağını düşünüyoruz.
- OTKAR, BIMAS, MGROS, TABGD'nin 2025 yılında en yüksek ciro büyümesini kaydetmesini beklerken, ARCLK, AYGAZ, AEFES, TUPRS'ın geride kalacağını öngörüyoruz.

YATIRIM HARCAMASI

- Yüksek finansman maliyetlerinin ve düşük büyüme ortamının, işletme sermayesi ihtiyacı yüksek şirketlerin marjlarını baskılayacağını düşünüyoruz. Bu baskının, özellikle B2B şirketler açısından B2C şirketlere kıyasla daha belirgin olmasını ve 2025'in ilk yarısında sürmesini bekliyoruz.
- Mevcut yüksek faiz ortamında yeni kapasite ve yatırımlara yönelik iştahın zayıf kalacağını öngörüyoruz. Şirketlerin fırsat maliyetinin geçmişe göre çok daha yüksek olması nedeniyle nakdini korumaya odaklanacağını düşünüyoruz.
- 2025 yılında harcamaların büyük ölçüde bakım masraflarıyla sınırlı kalmasını, telekom sektörünün ise 5G yatırımları nedeniyle istisna oluşturmasını bekliyoruz.

MARJLAR

- Enflasyonist baskıların azalması ve nispeten daha ılımlı ücret artışları sayesinde 2025'te VAFÖK marjlarında, 2024'te daralmayı takiben, 50 baz puan artış bekliyoruz.
- Parasal uzun pozisyona sahip şirketlerin, geçen yıla kıyasla daha düşük parasal zarar kaydetmesini ve bu durumun vergi öncesi karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Ayrıca, yıl sonunda TÜFE ve ÜFE arasındaki farkın daralmasıyla birlikte, ertelenmiş vergilerin net kârlılık üzerindeki etkisinin 2025'te belirgin şekilde azalacağını öngörüyoruz.
- EREGL, KRDM, AKSEN, SOKM'nin marj genişlemelerinden en fazla faydayı sağlayacağını düşünüyoruz. Bu genişlemenin temel nedenleri arasında fiyatlama güçleri ve geçen yıla kıyasla daha düşük girdi maliyetleri yer alıyor.

BORÇLULUK

- Negatif reel faiz ortamında enflasyon muhasebesinin (TMS29) geç uygulanması, net nakit pozisyonuna sahip şirketlere beklenenden daha fazla zarar verdi. Ancak pozitif reel faizlerle bu olumsuz etkinin tersine döndüğünü ve 2025'in ilk yarısında daha fazla iyileşme olacağını düşünüyoruz.
- İnceleme kapsamımızda yer alan büyük ve «Bluechip» şirketlerin, sıkı para politikası ortamında daha büyük ölçekleri ve daha iyi finansman erişimleri sayesinde rakiplerinden olumlu şekilde ayrışmasını bekliyoruz.



YKY İnceleme Kapsamı – Bir Bakışta

Kodu	Kapanış Fiyatı * (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Öneri	Piyasa Değeri (USDmn)	Saklama Oranı (%)	3 ay ort. işlem hacmi		F/K (x)			FD/VAFÖK (x) (F/DD Bankalar için)			
							TLmn	USDmn	23	24T	25T	23	24T	25T	
Anadolu Efes Biracılık	AEFES	163,30	297,00	82%	AL	2.729	32	1.156	33	2,3	2,3	1,6	4,9	3,9	4,6
Agesa Hayat Emeklilik	AGESA	138,90	200,00	44%	AL	706	20	57	2	5,7	7,1	6,6	2,7	3,5	3,1
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	299,75	532,00	77%	AL	2.060	34	260	7	1,8	1,2	1,0	5,0	3,7	4,3
Akbank	AKBNK	63,20	82,00	30%	TUT	9.276	52	4.898	141	1,9	6,7	4,2	0,6	1,2	1,1
Aksigorta	AKGRT	7,42	9,00	21%	TUT	338	28	118	3	5,9	5,9	4,6	2,1	2,0	1,5
Aksa Enerji	AKSEN	39,70	67,49	70%	AL	1.374	21	160	5	7,0	14,5	12,1	7,2	6,1	4,7
Albaraka Türk Katılım Bankası	ALBRK	6,75	9,80	45%	AL	476	38	75	2	2,5	3,1	2,9	0,6	0,8	0,7
Anadolu Hayat Emek.	ANHYT	96,90	130,00	34%	TUT	1.176	17	102	3	4,5	9,1	7,8	2,0	3,9	3,2
Arçelik	ARCLK	128,40	186,00	45%	TUT	2.449	15	281	8	11,5	neg.	76,5	7,3	7,6	5,4
Aselsan	ASELS	78,30	129,00	65%	AL	10.078	26	2.131	61	21,0	21,4	10,1	10,5	6,2	9,8
Aygaz	AYGAZ	160,00	184,00	15%	TUT	993	24	60	2	3,8	16,6	15,4	18,2	9,8	11,1
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	512,50	844,00	65%	AL	8.783	60	2.205	64	8,3	11,7	9,7	10,1	6,5	10,0
Coca Cola İçecek	CCOLA	59,00	87,00	47%	TUT	4.660	25	464	13	3,7	10,7	8,5	5,4	4,2	6,2
Enka İnşaat	ENKAI	48,94	65,50	34%	TUT	8.288	12	696	20	11,1	9,1	8,9	2,7	neg.	2,1
Ereğli Demir Çelik	EREGL	22,84	30,79	35%	TUT	4.513	48	3.810	110	32,1	12,8	8,7	11,9	7,7	4,4
Ford Otosan	FROTO	912,00	1455,89	60%	AL	9.033	18	1.099	32	5,1	9,6	6,8	7,3	8,3	7,3
Garanti Bankası	GARAN	128,30	173,00	35%	AL	15.209	14	2.715	78	1,9	4,5	3,9	0,7	1,3	1,2
Halk Bankası	HALKB	17,25	21,00	22%	TUT	3.498	9	718	21	8,5	8,5	5,0	0,7	0,8	0,8
İş Bankası (C)	ISCTR	14,19	20,50	44%	AL	10.013	31	6.082	175	2,3	7,8	4,1	0,6	1,1	0,9
Kardemir (D)	KRDMD	25,36	36,67	45%	TUT	828	89	1.346	39	10,9	neg.	11,8	4,6	3,7	3,6
Mavi Giyim	MAVI	74,15	126,00	70%	AL	831	73	393	11	9,0	11,5	7,3	2,7	1,6	2,3
Migros	MGROS	533,00	905,00	70%	AL	2.724	51	779	22	5,2	10,4	8,3	13,1	2,8	4,0
Otokar	OTKAR	412,75	609,89	48%	TUT	1.398	27	177	5	17,1	neg.	14,4	25,9	neg.	17,8
Pegasus Hava Taşımacılığı	PGSUS	212,90	300,00	41%	AL	3.005	43	1.927	56	3,1	8,6	5,0	6,9	20,3	4,6
Şok Marketler Ticaret	SOKM	38,56	62,00	61%	AL	646	51	297	9	5,7	neg.	81,4	6,6	neg.	8,7
Tab Gıda Sanayi	TABGD	160,10	274,00	71%	AL	1.181	20	155	4	15,8	17,4	10,1	8,7	5,5	4,1
Tav Havalimanları	TAVHL	273,50	360,00	32%	AL	2.804	48	475	14	5,5	11,0	9,6	7,2	4,7	6,6
Türkcell	TCELL	95,90	160,29	67%	AL	5.955	54	2.174	63	8,4	11,9	8,4	2,7	2,1	3,0
Türk Hava Yolları	THYAO	295,00	500,00	69%	AL	11.490	50	7.501	216	1,6	3,3	3,3	4,4	4,9	5,3
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO	198,70	294,77	48%	TUT	2.804	24	1.103	32	7,9	18,4	6,6	5,3	10,2	6,1
T.S.K.B.	TSKB	12,76	21,00	65%	AL	1.008	39	265	8	2,2	2,8	2,6	0,7	0,9	0,8
Türk Telekom	TTKOM	44,72	68,34	53%	AL	4.418	13	998	29	4,3	14,9	7,3	3,4	2,2	3,0
Tüpraş	TUPRS	147,00	198,00	35%	TUT	7.994	49	2.347	68	3,8	11,6	7,4	1,5	2,2	2,7
Türkiye Sığorta	TURSG	15,87	24,00	51%	AL	2.240	18	349	10	3,9	5,3	4,4	1,6	2,5	1,8
Ülker	ULKER	110,30	171,00	55%	AL	1.150	39	756	22	5,5	5,6	3,9	3,7	3,8	4,7
Ünlü Yatırım Holding	UNLU	14,62	19,00	30%	TUT	73	45	7	0	64,9	32,2	13,1	1,1	1,3	1,1
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	24,30	34,00	40%	AL	6.801	6	624	18	4,4	5,0	3,6	0,6	0,9	0,9

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma, * 15 Ocak 2025 kapanış fiyatları ile güncellenmiştir.

Bu raporla birlikte, ALARK, PETKM ve TTRAK için hedef fiyat ve önerilerimizi, analist değişiklik süreci devam ettiği için, askıya alıyoruz.



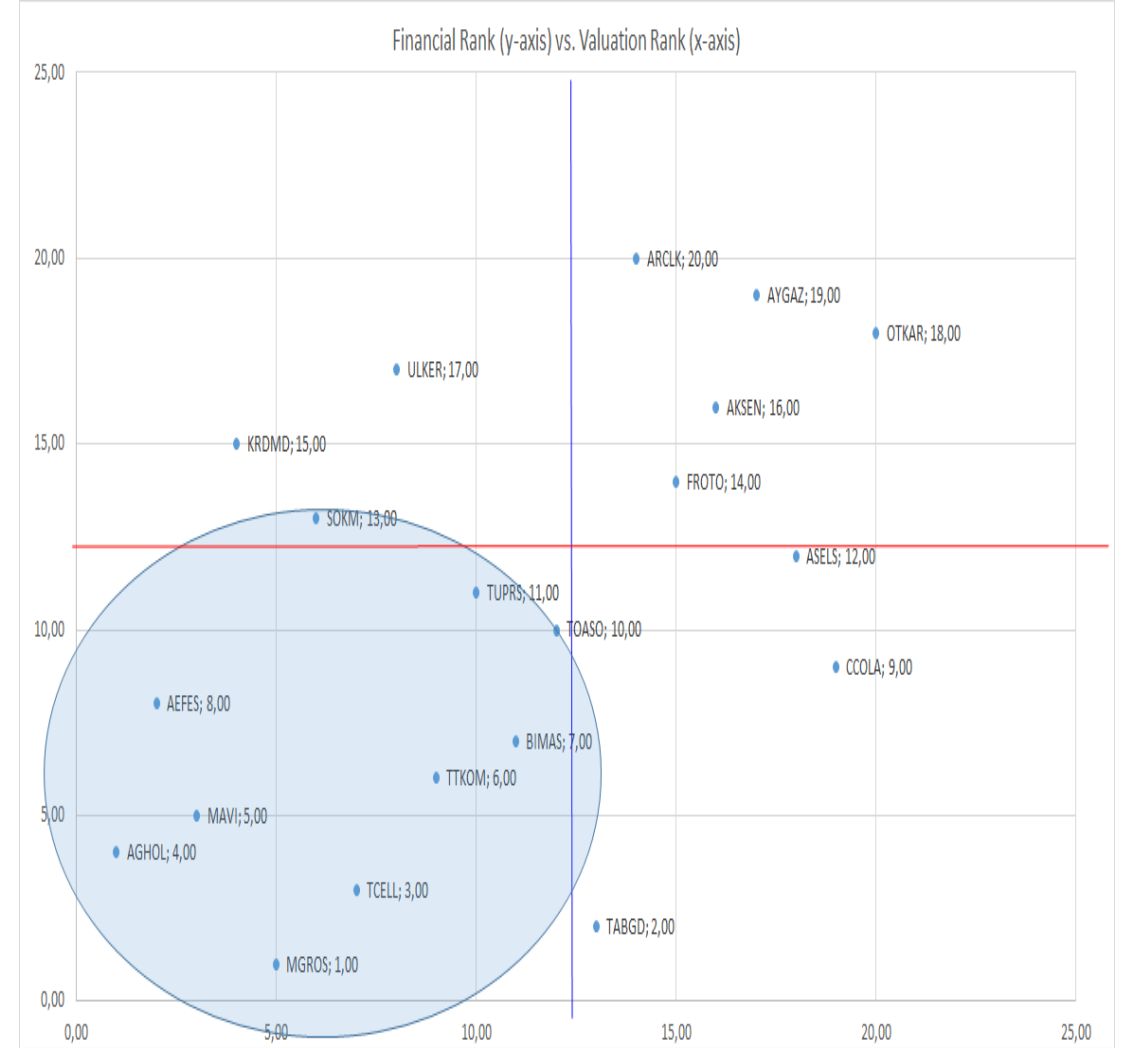
www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

YKYnceleme Kapsamı – Ne Öngörüyoruz?

- ❑ 2025 tahminlerimizde, inceleme kapsamımızdaki şirketlerin ciro ve marj performansı açısından 2024'e göre nispeten daha güçlü finansallar sergilemesini bekliyoruz. Bu görünüm, azalan finansman maliyetleri, kademeli olarak iyileşen kredi ortamı, daha düşük parasal zararlar ve 2024'ün düşük baz etkisinin 2025'in ikinci çeyreğinden itibaren belirgin hale gelmesiyle destekleniyor. 2024'ün ilk yarısının, 2025'in ilk yarısı için yüksek bir baz oluşturduğunu ve yıllık iyileşmenin 2025'in ikinci yarısında daha görünür hale geleceğini düşünüyoruz. Bunun, TCMB'nin dezenflasyon çabalarının başarıya ulaşması varsayımıyla gerçekleşmesini beklediğimizi belirtmek isteriz.
- ❑ Enflasyon muhasebesine (TMS29) tabi inceleme kapsamımızdaki sanayi şirketleri için, 2024'te %1'lik bir reel ciro daralması, 2025'te ise %2'lik büyüme öngörüyoruz. Azalan enflasyonun, 2025'te reel büyümeye olanak sağlamasının, özellikle 2025'in ikinci yarısında etkisini göstermesini bekliyoruz.
- ❑ TL bazlı gelire sahip ve defansif yapıda olan şirketlerin, güçlü TL ve makroekonomik zorluklar nedeniyle ihracatçı ve döngüsel şirketlere kıyasla 2025'in ilk yarısında daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. Talep esnekliğinin düşük olduğu sektörlerin destekleyici bir rol oynayacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, USD/TL'nin yıl boyunca TÜFE'nin altında bir hızda değer kazanması beklendiğinden, enflasyon muhasebesinin (TMS29) ihracatçıların finansalları üzerindeki olumsuz etkisinin 2025'te de devam etmesini bekliyoruz; ancak bu etkinin 2024'e kıyasla daha az hissedileceğini düşünüyoruz.
- ❑ Yüksek finansman maliyetleri ve düşük büyüme ortamı, yüksek işletme sermayesi ihtiyacı gerektiren şirketlerin marjları üzerinde yaratmaktadır. Bu baskının özellikle 2025'in ilk yarısında ve B2B iş modeline sahip şirketlerde daha belirgin olmasını bekliyoruz.
- ❑ Son olarak, finansal tablolar, 2023'te TMS29'un uygulanmaya başlamasından çok önce, hiperenflasyon ortamında şirketlerin değer yaratma kabiliyetini gösterme gücünü ve kapasitesini zaten kaybetmişti. Ne yazık ki, TMS29, analiz sürecine ek bir karmaşıklık katmıştır. Bu durumun temel nedeni, finansallar üzerindeki düzeltmelere ilişkin yetersiz ek bilgiler ve destekleyici dipnotların bulunmamasıdır. Bu nedenle, manşet finansalların analizine temkinli yaklaşılması gerektiğini vurguluyoruz.

YKY İnceleme Kapsamı – Neyi Beğeniyoruz?

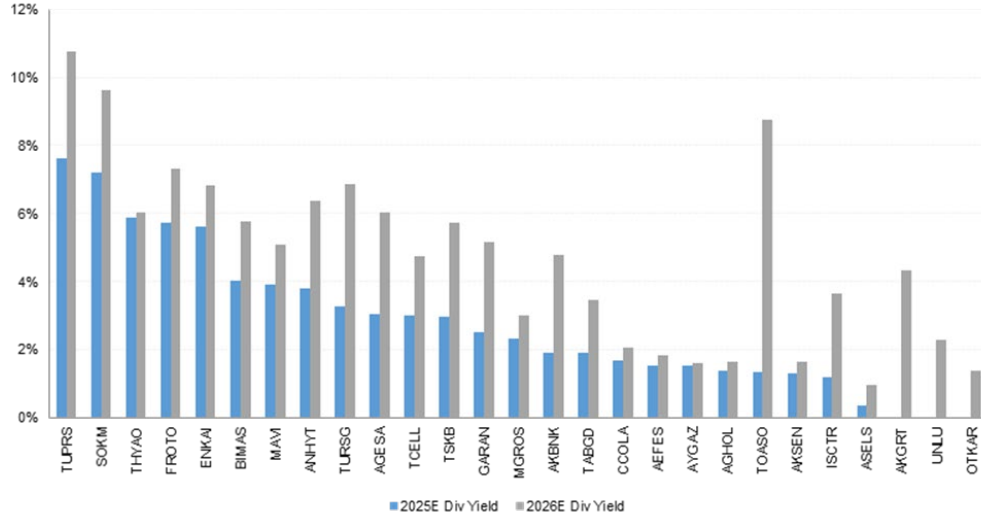
- ❑ 2025'in başında mevcut görünümde defansif duruşumuzu büyük ölçüde koruyoruz. Temel olarak, yüksek enflasyon koşullarına dayanıklı (ör. fiyatlama gücü, yüksek brüt marj) ve yüksek faiz ortamında nakit akışını koruma yeteneğine sahip (ör. düşük borçluluk, düşük işletme sermayesi ihtiyacı) hisseleri önceliklendiriyoruz.
- ❑ İlerleyen dönemlerde, yalnızca enflasyonun TCMB beklentileriyle uyumlu bir şekilde ilerlemesi ve daha güçlü ekonomik aktivite umutlarının artması durumunda ihracatçı ve döngüsel şirketlere geçişin daha makul olabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ Bankaları, makro politikaların normalleşmesinden en fazla fayda sağlayanlar olarak görmeye devam ediyoruz. Bu süreçte, bankaların azalan kredi risk primi (CDS) karşısındaki duyarlılıklarının yüksek olduğunu not ediyoruz. Banka hisselerinin fiyatlama dinamikleri ve momentumunun şu anda pozitif seyrettiğini vurguluyoruz.
- ❑ Hisse seçim modelimiz iki temel üzerine kurulu: finansal görünümün yukarıdaki önceliklerimizle uyumlu gücü ve pozitif yönlerin ne kadar fiyatlandığı. Finansal güç için hisse sıralamalarında, 2024-26 yılları için altı değişkene (ciro büyümesi, VAFÖK marjı, nakit dönüşüm döngüsü, net işletme sermayesi ihtiyacı, özsermaye kârlılığı ve Net Borç/VAFÖK) odaklanıyoruz. Değerleme çekiciliği açısından dört çarpan ve değerlememize dayalı potansiyel getiri dâhil olmak üzere beş göstergeye güveniyoruz. Özellikle 2024-2026 üç yıllık ortalamaları için FD/satışlar, FD/VAFÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarına odaklanıyoruz.



Kodu	Kapanış Fiyatı * (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Öneri	Piyasa Değeri (USDmn)	Saklama Oranı (%)	3 ay ort. işlem hacmi		F/K (x)			FD/VAFÖK (x) (F/DD Bankalar için)			
							TLmn	USDmn	23	24T	25T	23	24T	25T	
Anadolu Efes Biraçılık	AEFES	163,30	297,00	82%	AL	2.729	32	1.156	33	2,3	2,3	1,6	4,9	3,9	4,6
Agesa Hayat Emeklilik	AGESA	138,90	200,00	44%	AL	706	20	57	2	5,7	7,1	6,6	2,7	3,5	3,1
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	299,75	532,00	77%	AL	2.060	34	260	7	1,8	1,2	1,0	5,0	3,7	4,3
Akbank	AKBNK	63,20	82,00	30%	TUT	9.276	52	4.898	141	1,9	6,7	4,2	0,6	1,2	1,1
Aksigorta	AKGRT	7,42	9,00	21%	TUT	338	28	118	3	5,9	5,9	4,6	2,1	2,0	1,5
Aksa Enerji	AKSEN	39,70	67,49	70%	AL	1.374	21	160	5	7,0	14,5	12,1	7,2	6,1	4,7
Alarko Holding	ALARK	90,60	-	-	GG	1.112	37	371	11	2,9	-	-	n.m.	-	-
Albaraka Türk Katılım Bankası	ALBRK	6,75	9,80	45%	AL	476	38	75	2	2,5	3,1	2,9	0,6	0,8	0,7
Anadolu Hayat Emek.	ANHYT	96,90	130,00	34%	TUT	1.176	17	102	3	4,5	9,1	7,8	2,0	3,9	3,2
Arçelik	ARCLK	128,40	186,00	45%	TUT	2.449	15	281	8	11,5	neg.	76,5	7,3	7,6	5,4
Aselsan	ASELS	78,30	129,00	65%	AL	10.078	26	2.131	61	21,0	21,4	10,1	10,5	6,2	9,8
Aygaz	AYGAZ	160,00	184,00	15%	TUT	993	24	60	2	3,8	16,6	15,4	18,2	9,8	11,1
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	512,50	844,00	65%	AL	8.783	60	2.205	64	8,3	11,7	9,7	10,1	6,5	10,0
Coca Cola İçecek	CCOLA	59,00	87,00	47%	TUT	4.660	25	464	13	3,7	10,7	8,5	5,4	4,2	6,2
Enka İnşaat	ENKAI	48,94	65,50	34%	TUT	8.288	12	696	20	11,1	9,1	8,9	2,7	neg.	2,1
Ereğli Demir Çelik	EREGL	22,84	30,79	35%	TUT	4.513	48	3.810	110	32,1	12,8	8,7	11,9	7,7	4,4
Ford Otosan	FROTO	912,00	1455,89	60%	AL	9.033	18	1.099	32	5,1	9,6	6,8	7,3	8,3	7,3
Garanti Bankası	GARAN	128,30	173,00	35%	AL	15.209	14	2.715	78	1,9	4,5	3,9	0,7	1,3	1,2

Kodu	Kapanış Fiyatı * (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Öneri	Piyasa Değeri (USDmn)	Saklama Oranı (%)	3 ay ort. işlem hacmi		F/K (x)			FD/VAFÖK (x) (F/DD Bankalar için)			
							TLmn	USDmn	23	24T	25T	23	24T	25T	
Halk Bankası	HALKB	17,25	21,00	22%	TUT	3.498	9	718	21	8,5	8,5	5,0	0,7	0,8	0,8
İş Bankası (C)	ISCTR	14,19	20,50	44%	AL	10.013	31	6.082	175	2,3	7,8	4,1	0,6	1,1	0,9
Kardemir (D)	KRDMD	25,36	36,67	45%	TUT	828	89	1.346	39	10,9	neg.	11,8	4,6	3,7	3,6
Mavi Giyim	MAVI	74,15	126,00	70%	AL	831	73	393	11	9,0	11,5	7,3	2,7	1,6	2,3
Migros	MGROS	533,00	905,00	70%	AL	2.724	51	779	22	5,2	10,4	8,3	13,1	2,8	4,0
Otokar	OTKAR	412,75	609,89	48%	TUT	1.398	27	177	5	17,1	neg.	14,4	25,9	neg.	17,8
Petkim	PETKM	17,64	-	-	GG	1.262	47	946	27	12,3	-	-	30,3	-	-
Pegasus Hava Taşımacılığı	PGSUS	212,90	300,00	41%	AL	3.005	43	1.927	56	3,1	8,6	5,0	6,9	20,3	4,6
Şok Marketler Ticaret	SOKM	38,56	62,00	61%	AL	646	51	297	9	5,7	neg.	81,4	6,6	neg.	8,7
Tab Gıda Sanayi	TABGD	160,10	274,00	71%	AL	1.181	20	155	4	15,8	17,4	10,1	8,7	5,5	4,1
Tav Havalimanları	TAVHL	273,50	360,00	32%	AL	2.804	48	475	14	5,5	11,0	9,6	7,2	4,7	6,6
Turkcell	TCELL	95,90	160,29	67%	AL	5.955	54	2.174	63	8,4	11,9	8,4	2,7	2,1	3,0
Türk Hava Yolları	THYAO	295,00	500,00	69%	AL	11.490	50	7.501	216	1,6	3,3	3,3	4,4	4,9	5,3
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO	198,70	294,77	48%	TUT	2.804	24	1.103	32	7,9	18,4	6,6	5,3	10,2	6,1
T.S.K.B.	TSKB	12,76	21,00	65%	AL	1.008	39	265	8	2,2	2,8	2,6	0,7	0,9	0,8
Türk Traktör	TTRAK	44,72	-	-	GG	4.418	13	998	29	4,3	-	-	3,4	-	-
Türk Telekom	TTKOM	44,72	68,34	53%	AL	4.418	13	998	29	4,3	14,9	7,3	3,4	2,2	3,0
Tüpraş	TUPRS	147,00	198,00	35%	TUT	7.994	49	2.347	68	3,8	11,6	7,4	1,5	2,2	2,7
Türkiye Sığorta	TURSG	15,87	24,00	51%	AL	2.240	18	349	10	3,9	5,3	4,4	1,6	2,5	1,8
Ülker	ULKER	110,30	171,00	55%	AL	1.150	39	756	22	5,5	5,6	3,9	3,7	3,8	4,7
Ünlü Yatırım Holding	UNLU	14,62	19,00	30%	TUT	73	45	7	0	64,9	32,2	13,1	1,1	1,3	1,1
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	24,30	34,00	40%	AL	6.801	6	624	18	4,4	5,0	3,6	0,6	0,9	0,9

YKY Temettü Tahminleri



Ticker	2025E Div Yield	2026E Div Yield	Ticker	2025E Div Yield	2026E Div Yield
TUPRS	7.6%	10.7%	AKBNK	1.9%	4.8%
SOKM	7.2%	9.6%	TABGD	1.9%	3.5%
THYAO	5.9%	6.0%	CCOLA	1.7%	2.1%
FROTO	5.7%	7.3%	AEFES	1.6%	1.9%
ENKAI	5.6%	6.8%	AYGAZ	1.5%	1.6%
BIMAS	4.0%	5.8%	AGHOL	1.4%	1.6%
MAVI	3.9%	5.1%	TOASO	1.4%	8.8%
ANHYT	3.8%	6.4%	AKSEN	1.3%	1.7%
TURSG	3.3%	6.9%	ISCTR	1.2%	3.7%
AGESA	3.0%	6.0%	ASELS	0.4%	1.0%
TCELL	3.0%	4.7%	AKGRT	0.0%	4.3%
TSKB	3.0%	5.7%	UNLU	0.0%	2.3%
GARAN	2.5%	5.2%	OTKAR	0.0%	1.4%
MGROS	2.3%	3.0%			

Bankacılık: 2025 için, revize edilmiş makroekonomik tahminler ve güncel tahminlerimizi modellerimize dahil ederek, Araştırma kapsamımızdaki 5 büyük bankanın toplam karlarının %74 artmasını tahmin ediyoruz.

2025 yıl sonunda TÜFE'nin %28'e gerilemesini bekliyoruz. Aralık'ta gerçekleşen 250 baz puanlık faiz indirimi sonrasında, 2025 yılında Merkez Bankası'nın 1500 baz puan daha faiz indirimi yapmasını tahmin ediyoruz. Bu sayede bankaların swap dahil net faiz marjlarında ortalama yaklaşık 250 baz puan artış öngörüyoruz. Marjlar üzerinde baskıya neden olan kredi büyümeleri üzerindeki tavan uygulamalarının ve yüksek zorunlu karşılıkların yılın ikinci yarısında kademeli esnetilebileceğini düşünüyoruz. Yılın ilk yarısında ekonomik yavaşlamanın gecikmeli etkisi nedeniyle bankaların takipteki kredilerinde artışın devam etmesini tahmin ediyoruz ve risk maliyetinde de artış öngörüyoruz.

Son dönemde TL tahvil faizlerinde gerileme sayesinde değerlemelerimizde 2025 için kullandığımız risksiz getiri oranını %29'dan %26'ya indirdik ve bu sayede sermaye maliyeti varsayımımız 2025 için %32 oldu. Sonuç olarak özsermaye karlılığı tahminlerimiz 2025 sermaye maliyeti varsayımımız olan %32'ye yaklaşmaktadır. Aralık sonunda belirlenen asgari ücret artışı ve Merkez Bankası'nın 250 baz puan faiz indirimi sonrası 10 yıllık TL devlet tahvili faizlerinde %28'lere düşüş gözlemledik. Enflasyonda beklentilerle uyumlu düşüş devam etmesi halinde tahvil faizlerinde düşüşün devam etmesini tahmin ediyoruz ve bunun banka hisselerini desteklemesini bekliyoruz. Ayrıca enflasyonda beklenen düşüşün sağlanmasının Türkiye'nin CDS seviyesine de olumlu yansımaları bekliyoruz ve bu sayede güncel olarak 270 baz puan seviyesinde olan CDS'in yaklaşık 200bp seviyelerine iyileşme potansiyeli olduğunu tahmin ediyoruz. Bu durumun banka çarpanlarında yukarı potansiyel yaratabileceğini öngörüyoruz.

Bankacılık	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			PD/DD (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
AKBNK	82.0	30%	TUT	1.9	6.7	4.2	0.6	1.2	1.1
ALBRK	9.8	45%	AL	2.5	3.1	2.9	0.6	0.8	0.7
GARAN	173.0	35%	AL	1.9	4.5	3.9	0.7	1.3	1.2
HALKB	21.0	22%	TUT	8.5	8.5	5.0	0.7	0.8	0.8
ISCTR	20.5	44%	AL	2.3	7.8	4.1	0.6	1.1	0.9
TSKB	21.0	65%	AL	2.2	2.8	2.6	0.7	0.9	0.8
VAKBN	34.0	40%	AL	4.4	5.0	3.6	0.6	0.9	0.9

Sigorta & Emeklilik:

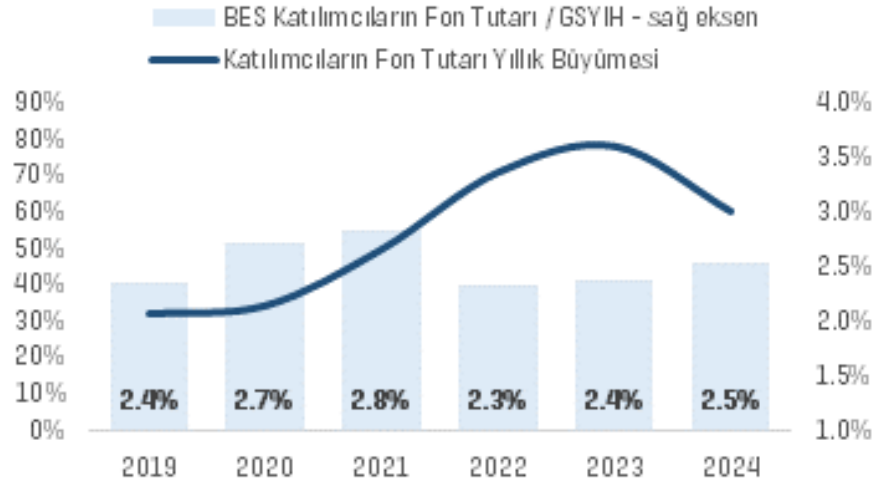
Bireysel Emeklilik: Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı 2024'te kuvvetli bir seyir izleyerek yıllık %60 büyüme kaydetti. Bu güçlü büyümede yüksek enflasyon ve sermaye piyasalarının kuvvetli seyri en temel etkenler oldu. 2025 için büyüme beklentimiz ise yaklaşık %45 seviyesindedir. Hem Anadolu Hayat Emeklilik hem de Avivasa Emeklilik'in 2025'te de bu alanda sürdürülebilir karlılık elde etmeye devam etmelerini öngörüyoruz. Sektör ile ilgili 2025'in en belirleyici konusu Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi (TES)'e geçiş olup olmayacağıdır. Tahminlerimize TES'i dahil etmedik. Eğer TES'e geçiş yapılırsa her iki şirket için de tahminlerimizde yukarı yönlü potansiyel yaratacaktır.

Hayat sigortası: Hayat sigortacılığında prim üretimleri 2024'te enflasyonun üzerinde güçlü büyüme kaydetti. 2025'te Merkez Bankası'nın faiz indirim döngüsünün devam etmesi sayesinde prim üretimlerinin enflasyonun üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bu sayede hayat sigortası prim üretiminde 2024'teki yaklaşık %80 artış trendinden sonra 2025'te yaklaşık %50-%60 bandında artış öngörüyoruz.

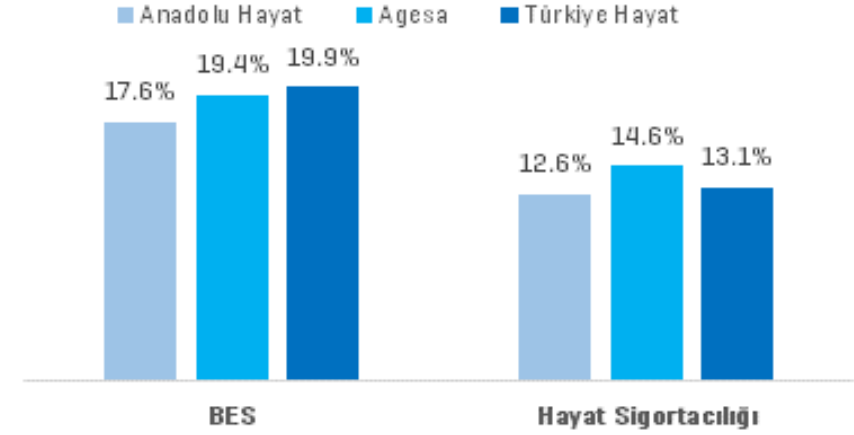
Hayat-dışı sigortacılık: 2024'te prim üretimlerinde yüksek enflasyon kaynaklı güçlü bir seyir gözlemledik. TL'deki sınırlı değer kaybı sayesinde trafik segmentinde hasar oranlarında iyileşme gözlemledik ve bu durum teknik sonuçları sınırlı olumlu destekledi. 2025'te prim üretim artış oranlarının 2024'e göre yavaşlamasını bekliyoruz fakat bu yavaşlamaya rağmen enflasyonun üzerinde seyretmeye devam etmesini öngörüyoruz. TL'nin reel değerlenmesi beklentimiz sayesinde ise teknik sonuçlarda da sınırlı toparlanma beklerken, şirketlerin gerilemesini beklediğimiz TL mevduat faizleri nedeniyle yatırım gelirlerinin artış oranında ivme kaybı tahmin ediyoruz fakat büyüyen yönetilen fon portföyleri sayesinde bunun bir miktar telafi edilmesini öngörüyoruz. 2024 net karından Türkiye Sigorta için temettü ödemesi tahmin ediyoruz (%3 tahmini verimlilik ile) fakat Aksigorta'nın temettü ödemesini beklemiyoruz. Aksigorta'nın sermaye oranları yasal alt sınırlara halen yakın. Aksigorta'nın 2024 net karından temettü ödememesini tahmin ediyoruz.

Sigorta & Emeklilik	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			PD/DD (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
AGESA	200.0	44%	AL	5.7	7.1	6.6	2.7	3.5	3.1
AKGRT	9.0	21%	TUT	5.9	5.9	4.6	2.1	2.0	1.5
ANHYT	130.0	34%	TUT	4.5	9.1	7.8	2.0	3.9	3.2
TURSG	24.0	51%	AL	3.9	5.3	4.4	1.6	2.5	1.8

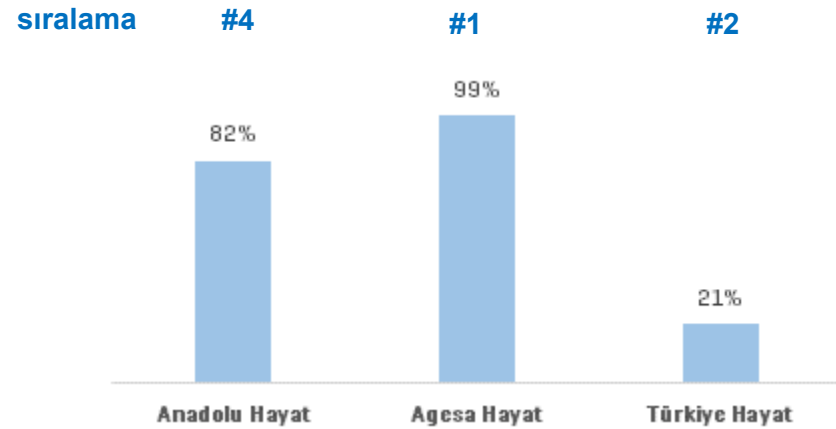
BES Verileri (sektör)



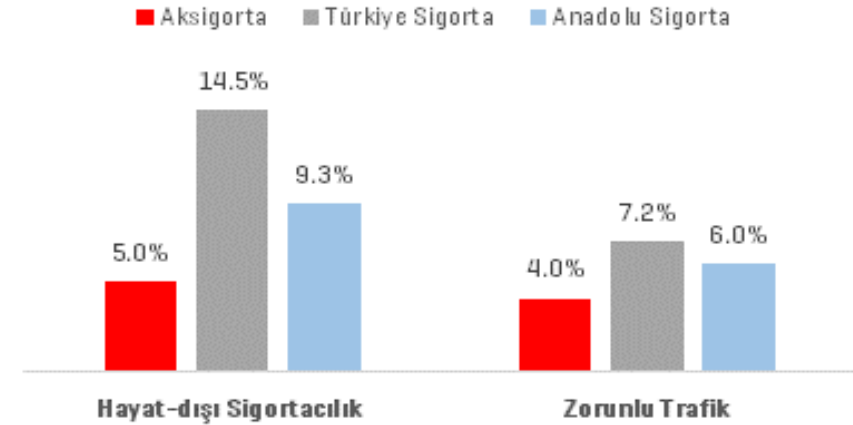
Şirket Bazında Pazar Payları – 9A24



Hayat Prim Üretimi (9A24 - yıllık gelişim)



Hayat-dışı Sigorta Prim Üretimi – 9A24



Yatırım: Ünlü Yatırım Holding'in 2025'te 2024'teki zayıf karlılık gelişimi sonrasında karlılığında toparlanma olmasını tahmin ediyoruz. 2025'te Türk sermaye piyasalarına artan uluslararası yatırımcı ilgisi beklentimiz sayesinde şirketin operasyon karlılığının 2025'te iyileşmesini tahmin ediyoruz. Ayrıca 2024'ün ilk 9 ayında enflasyon muhasebesi kaynaklı 464 milyon TL (9A23: 609 milyon TL net zarar) net parasal zarar elde etmişti. 2025'te gerileyen enflasyon ile beraber parasal zararlarda da düşüş bekliyoruz. Şirketin takipteki krediler iş kolunun karlılığa sürdürülebilir katkı vermeye devam etmesini öngörüyoruz. Kurumsal Satış ve Kurumsal Finansman gibi yabancı yatırımcı ilgisine bağlı iş kollarından ise 2025'te daha güçlü katkı olmasını bekliyoruz.

Şirket 2025 tahminlerimize göre 13.1x F/K ve 1.1x PD/DD den işlem görmektedir ve özkaynak karlılığı beklentimiz %9 (2024T %4) seviyesinde.

Yatırım	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			PD/DD (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
UNLU	19.0	30%	TUT	64.9	32.2	13.1	1.1	1.3	1.1

Bankacılık – Olumlu görünüm devam ediyor & çarpanlarda yukarı potansiyel

- **2024 yılında bankacılık endeksi (XBANK) %67 artış göstererek BIST100 endeksinin %24 üzerinde performans gösterdi. 2025'te de XBANK'ın XU100'ün üzerinde performans göstermeye devam etmesini öngörüyoruz. 2025 için, revize edilmiş makroekonomik tahminler ve güncel tahminlerimizi modellerimize dahil ederek, Araştırma kapsamımızdaki 5 büyük bankanın toplam karlarının %74 artmasını bekliyoruz:**
 - 2025 sonunda TÜFE'nin %28'e gerilemesini bekliyoruz. 2025 yılında ise Merkez Bankası'nın 1500 baz puan daha faiz indirimi yapacağını tahmin ediyoruz ve yıl sonu politika faizi beklentimiz %32.5. Ekonomik yavaşlamanın gecikmeli etkisi nedeniyle bankalarda 2025'te risk maliyetinde artış öngörüyoruz. Sonuç olarak özsermaye karlılığı tahminlerimiz 2025 sermaye maliyeti varsayımımız olan %32'ye yakınlaşmaktadır.
- **Marj gelişiminde 4Ç24'te zorluklar devam etmektedir:** Bunun en temel nedenleri kredi büyümesi üzerindeki büyüme sınırı uygulamaları ve yüksek zorunlu karşılıklar. Merkez Bankası'nın Aralık'ta gerçekleştirdiği 250 baz puan faiz indirimin banka marjlarındaki olumlu etkisi 1Ç25'e yansıtacak fakat bazı bankalarda 1Ç25'te TÜFEKS gelirlerinde de belirgin düşüş olacak. Faiz indirim döngüsünün devam etmesi beklentimiz sayesinde sonraki çeyreklerde de marjlarda iyileşme tahmin ediyoruz. Yüksek zorunlu karşılıklar ve kredi büyümesi üzerindeki tavan uygulamaları ise önceki faiz indirim döngülerine görece daha zayıf bir marj artışına neden olacak. Yılın ikinci yarısında bu düzenlemelerde kısmi esneme olmasını tahmin ediyoruz.
- **Makroekonomik temeller iyileşmeye devam etmektedir:** İyileşen cari açık, artan Merkez Bankası rezervleri, yavaşlayan aylık TÜFE ve TL'nin reel değerlenmesi sayesinde Türkiye'nin CDS seviyesi yaklaşık 270 baz puana geriledi.
- **TL tahvil faizlerinin gerilemesi olumlu:** TL tahvil faizlerinin gerilemeye devam etmesi, bankaların tuttuğu TL sabit faizli devlet tahvillerine olumlu yansıtacak. Bankalar özkaynakları altında ve/veya ticari kazançlar altında değerlendirilecek gelirleri elde edecekler
- **2025 için sermaye maliyetini de %32 (%26 risksiz faiz oranı, %6 hisse risk primi, 1x beta) olarak varsaydık.** Sonraki yıllarda ise kademeli düşüş tahmin ediyoruz. Genişleyen özkaynak karlılığı & gerileyen sermaye maliyeti beklentilerimizle birlikte, bazı bankaların 2025T PD/DD seviyelerinin 1.2x-1.5x'e yakınsayacağını öngörüyoruz. Tüm bunlar ışığında: **GARAN, ISCTR, VAKBN, TSKB** ve **ALBRK** için **AL** tavsiyemiz devam ediyor. **AKBNK** ve **HALKB** için **TUT** tavsiyemizi koruyoruz.
- **Risksiz getiri oranında her 100 baz puanlık değişimin hedef fiyatlarımızda %7 etkisi olmaktadır**

Katalistler: i) TL tahvil faizlerinde düşüşün devam etmesi, ii) Not artışları ve CDS seviyesinde iyileşme, iii) Sektörü destekleyici düzenlemeler

Riskler: i) Geleneksel olmayan politikalar, ii) Enflasyonda katılık, iii) Jeopolitik riskler, iv) Küresel tahvil faizlerindeki yükselişin devam etmesi

Bankacılık – Güncel düzenlemeler

Kredi Büyüme Sınırları:

- Yabancı para ticari krediler için %1 aylık büyüme sınırı
- KOBİ kredileri için %2,5, diğer ticari krediler için %1,5 aylık büyüme sınırı. KOBİ'lere, KOSGEB desteğiyle veya uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarından sağlanan kaynaklarla sürdürülebilirlik kapsamında kullanılan TL krediler büyüme sınırından muaf. Ayrıca yatırım, ihracat ve tarım kredileri de bu düzenlemeden muaf

Risk Ağırlıkları:

- TL ticari krediler (KOBİ, esnaf, ihracat, yatırım ve tarımsal kredileri dışında kalan) %100 risk ağırlığına sahip (Aralık 2024'te %200'den düşürüldü)
- Tüketici kredileri ve kredi kartları %150 risk ağırlığına sahip (Ağustos 2023'ten itibaren)

Kur Korunmalı Mevduat (KKM):

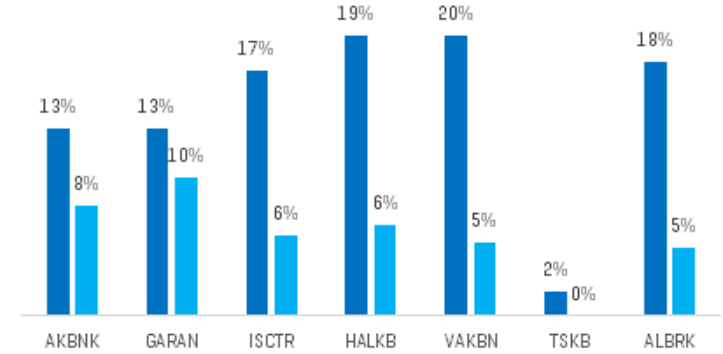
- KKM'den TL mevduata geçiş için hedef oran %60
- KKM için minimum faiz oranı politika faizinin %50'si

Zorunlu Karşılıklar:

- TL ve YP fonlamada sırasıyla %15 ve %21 ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları uygulanmaktadır
 - TL: KKM (vadeye göre %33 ve %22), TL mevduat (vadeye göre %3 - %17 aralığı)
 - YP: vadeye göre %5 - %30 aralığı
- Zorunlu karşılıklara ödenen faiz %0 ile %42 arasında değişmektedir. Oran TL mevduata geçiş hedeflerine göre değişmektedir

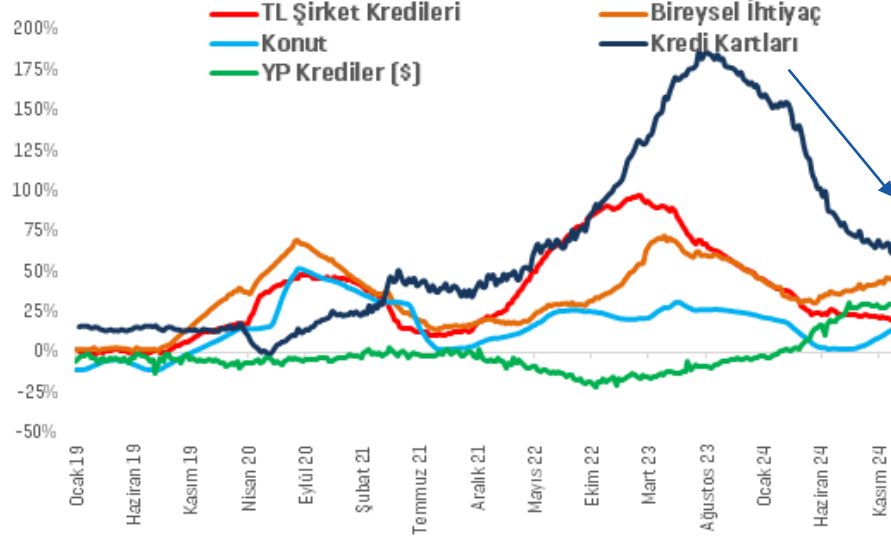
Zorunlu Karşılıklar

■ ZK / Toplam Varlıklar ■ Zorunlu Karşılık Gelirleri / Toplam ZK

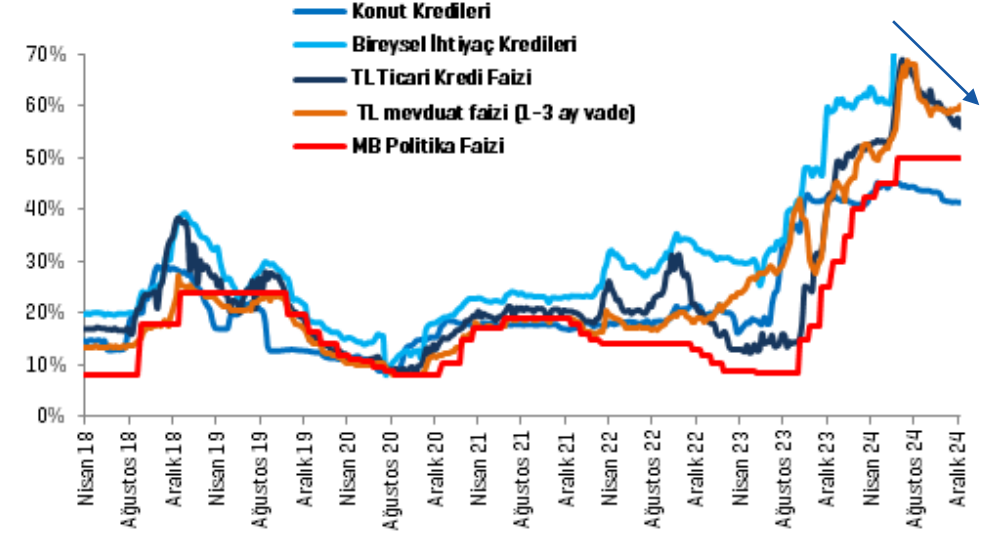


Zorunlu karşılıklar toplam aktiflerin yaklaşık %20'sini oluşturmaktadır ve getirileri oldukça düşük seviyededir & banka marjlarını aşağı çekmektedir

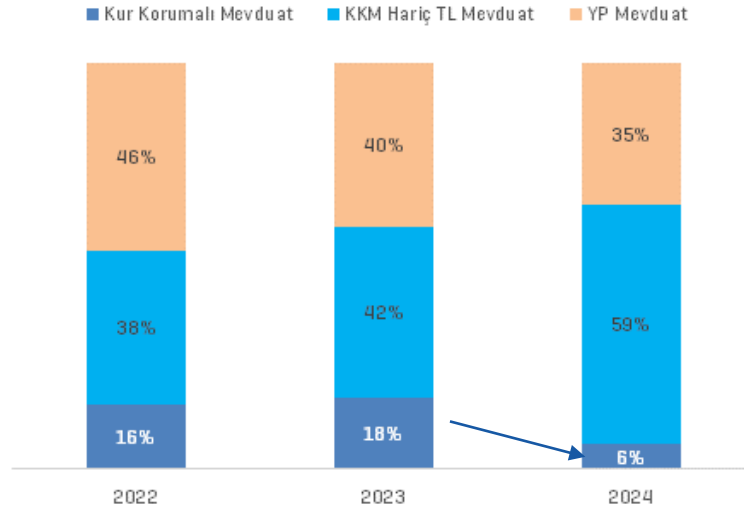
Kredi Büyümesi (yıllık)



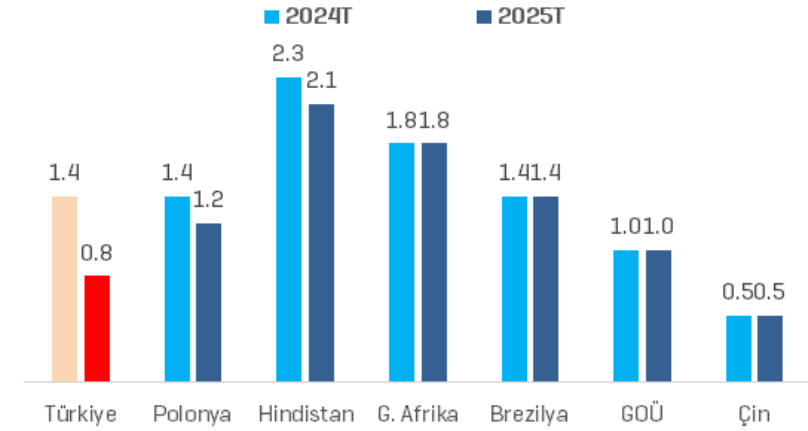
Faizler



Mevduat Dağılımı



XBANK vs Gelişme Olan Ülkeler Banka PD/DD



Akbank <AKBNK TI> - Çarpanlar makul seviyede

AKBANK

TUT

Hedef Fiyat	TL82.00
Potansiyel Getiri	30%

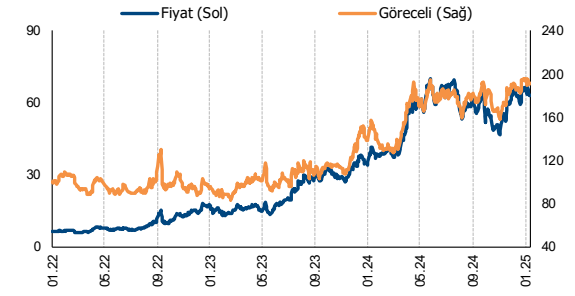
Fiyat Bilgileri

Kodu	AKBNK.TI / AKBNK.IS
Kapanış Fiyatı	TL63.20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	328,640 / 9,276
Hisse Sayısı (mn)	5200
Saklama Oranı	%52
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	4,882.23 / 140.64

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-1%	3%
3 Aylık	16%	6%
1 Yıllık	53%	23%
Yıl başından itibaren	-3%	-2%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	1.9	6.7	4.2
F/DD (x)	0.6	1.2	1.1
Sermaye Karlılığı	36.4	18.7	28.5
Temettü Verimi	9.3	4.2	1.9

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır

Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

- Akbank için 12 aylık hedef fiyatımız 82TL olarak revize ediyoruz (eski hedef fiyat: 66TL) ve TUT tavsiyemizi yineliyoruz.** 12 aylık hedef fiyatımız %30 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Akbank güncel 2025 tahminlerimize göre 1.1x PD/DD ve 4.2x F/K oranları ile işlem görmektedir. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken.
- TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü görece yüksek (toplam varlıkların %8'i).** 2023'te bu durum marjları olumlu etkilerken, 2024'te TÜFE'nin gerilemesi bankanın marjlarını görece daha zayıf kıldı. 2025'te de TÜFE'de belirgin düşüş bekliyoruz ve bu nedenle bankanın swap dahil net faiz marjında diğer bankalara göre daha sınırlı 210bp artış tahmin ediyoruz. Özellikle 1Ç25'te TL kredi-mevduat makasında iyileşme olmasına rağmen bankanın düşük TÜFEKS getirisi nedeniyle swap dahil net faiz marjında baskı olabileceğini tahmin ediyoruz
- KKM'nin TL mevduatta payı rakiplere paralel.** Bankanın 9A24 itibarı ile KKM hacmi 140 milyar TL seviyesindedir (toplam TL mevduatın %14'ü) ve rakip ortalamasına (%14) paralel.
- Güçlü sermaye oranları.** Akbank'ın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla BDDK esneklikleri hariç %18.1 ve %15.5 seviyesinde (3Ç24 itibarı ile) ve bu seviyeler rakiplerinin oldukça üzerinde. Bu sayede bankanın önümüzdeki dönemde rakiplerine göre daha yüksek temettü ödeme potansiyeli var.
- Karşılık oranların diğer bankaların gerisinde.** Banka takipteki kredilere toplam karşılık oranını %120 seviyesinde (rakip ortalaması %160). Tüm kredilerin toplam karşılık oranı ise %3.2 seviyesindedir.
- Akbank güncel 2024/25 tahminlerimize göre 1.1x PD/DD ve 4.2x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.** Özkaynak karlılığının 2024/25'te %19/%28 olmasını tahmin ediyoruz (2023: %36). Tahmin dönemimiz için %24 ortalama özkaynak maliyeti varsayımımıza göre bankanın PD/DD çarpanının 1.2x-1.3x seviyesinde makul olarak değerlendiriyoruz.

Akbank <AKBNK TI>

AKBANK

Akbank - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	76.872	63.547	65.094	121.970	159.749
Ticari & Kur & Swap	15.060	37.118	-1.410	12.041	17.404
Komisyon geliri	10.316	30.832	69.354	101.236	130.352
Diğer gelirler	3.736	6.138	12.574	16.794	19.786
Toplam gelirler	105.982	137.635	145.611	252.040	327.292
Faaliyet Giderleri	19.138	44.775	80.199	118.876	161.034
Karşılık öncesi gelirler	86.844	92.860	65.412	133.165	166.258
Karşılık gideri	10.690	15.731	24.311	41.093	37.010
Faaliyet Geliri	76.154	77.129	41.101	92.072	129.248
İştirakler gelirleri	3.106	7.317	9.439	12.743	15.929
Vergi Öncesi gelir	79.260	84.446	50.540	104.815	145.177
Net Kar	60.024	66.479	42.301	78.611	108.883

Bilanço	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	1.075.186	1.789.174	2.424.774	3.115.166	4.056.289
Nakit ve Benzeri Değerler	160.592	342.307	376.331	483.482	629.547
Krediler (net)	538.837	837.999	1.236.539	1.604.909	2.116.056
Takipteki Krediler	16.907	20.719	36.508	57.415	71.198
Menkul Kıymetler	266.161	442.502	575.255	644.286	721.600
Repo	54.030	89.831	188.646	245.240	318.812
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	22.440	39.461	78.922	88.392	98.999
Özkaynaklar	153.600	211.195	240.107	312.373	405.534

Temel Göstergeler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Özkaynak karlılığı	52.3%	36.4%	18.7%	28.5%	30.3%
Aktif karlılığı	6.7%	4.6%	2.0%	2.8%	3.0%
Faaliyet gideri artışı	105%	134%	79%	48%	35%
Net kar artışı	395%	11%	-36%	86%	39%
Net faiz marjı (swap dahil)	8.7%	4.6%	2.2%	4.3%	4.6%
Takipteki Krediler Oranı	3.0%	2.4%	2.9%	3.5%	3.3%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	0.9%	1.5%	1.5%	2.1%	1.3%
Gider/Gelir oranı	18%	31%	52%	45%	47%
Kredi büyümesi	62%	56%	46%	28%	32%
Mevduat büyümesi	64%	79%	26%	23%	26%
Kredi-Mevduat oranı	80%	70%	81%	85%	89%

Şirket Tanımı

Akbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 704 ve 12,812'dir.

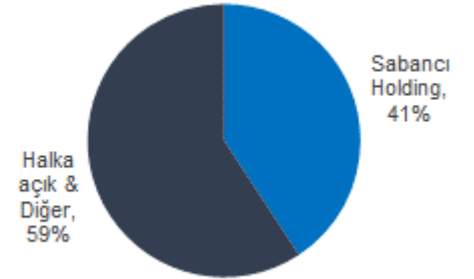
Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Jeopolitik riskler
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

Ortaklık Yapısı

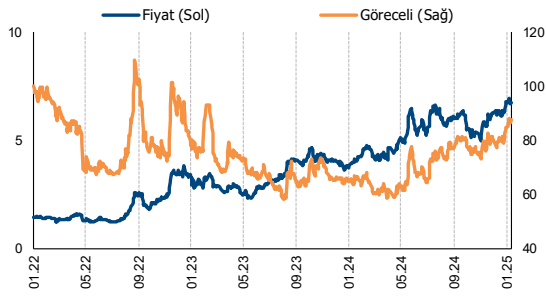


Albaraka <ALBRK TI> - Çarpanlar cazip seviyede & güçlü tamponlar mevcut



AL			
Hedef Fiyat	TL9.80		
Potansiyel Getiri	45%		
Fiyat Bilgileri			
Kodu	ALBRK.TI / ALBRK.IS		
Kapanış Fiyatı	TL6.75		
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	16,875 / 476		
Hisse Sayısı (mn)	2500		
Saklama Oranı	%38		
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	75.04 / 2.16		
Performans (TL)		Nominal	Göreceli
1 Aylık		6%	10%
3 Aylık		29%	17%
1 Yıllık		70%	37%
Yıl başından itibaren		5%	6%
Çarpanlar			
	2023	2024E	2025E
F/K (x)	2.5	3.1	2.9
F/DD (x)	0.6	0.8	0.7
Sermaye Karlılığı	31.9	27.7	28.1
Temettü Verimi	-	-	-

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır

Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

- Albaraka için 12 aylık hedef fiyatımızı 9.8TL olarak güncelliyoruz** (eski hedef fiyat 7.7TL) ve **tavsiyemizi AL olarak koruyoruz**. 12 aylık hedef fiyatımız %45 getiri potansiyeli taşımaktadır. Albaraka güncel 2025 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 2.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz ve yukarı yönlü kar revizyonları gerçekleştirmemiz en temel etkenler.
- Aktif kalitesi için tamponlar güçlendirildi:** Banka özellikle 2022/24 yıllarında kredi portföyünün karşılık oranlarını ihtiyatlılık doğrultusunda belirgin olarak yükseltti. Toplam karşılık %172'ye yükselirken buna ek olarak toplam serbest karşılık stoğu 5.2 milyar TL'ye ulaştı (özkaynakların %34'ü)
- Yüksek KKM hacmi ise dezavantaj:** Bankanın 9A24 itibarı ile KKM hacmi 21 milyar TL seviyesindedir (toplam TL mevduatın %20'si) ve rakip ortalamasına (%14) görece daha yüksek. Bu durum KKM'den TL mevduata geçiş hedeflerinde bankanın görece daha yüksek TL faiz maliyetine katlanmasına neden olabilir.
- Sermaye yeterliliği ve çekirdek sermaye oranları (BDDK esneklikleri dahil) sırasıyla %13.6 ve %9.3 seviyesindedir. Eğer serbest karşılığı hariç tutarsak, bu oranlar yaklaşık 400 baz puan iyileşecektir.**
- İyileşen özkaynak karlılığı & cazip çarpanlar:** 2024/25'te özkaynak karlılığının %28/%28 olmasını bekliyoruz (2023: %32). 2025T 0.7x PD/DD çarpanını bu doğrultuda cazip bir seviyede değerlendiriyoruz.

Albaraka <ALBRK TI>



ALBRK - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
K/Z Tablosu					
Net faiz geliri	5,382	8,530	8,109	11,274	18,080
Ticari & Kur & Swap	2,881	4,883	4,076	4,636	2,636
Komisyon geliri	645	2,251	3,380	4,924	6,774
Diğer gelirler	1,658	1,949	3,358	5,838	4,771
Toplam gelirler	10,565	17,613	18,924	26,673	32,261
Faaliyet Giderleri	2,234	4,707	8,182	11,901	15,699
Karşılık öncesi gelirler	8,331	12,906	10,741	14,772	16,562
Karşılık gideri	6,017	7,824	5,489	7,070	6,322
Faaliyet Geliri	2,314	5,083	5,253	7,702	10,240
Vergi Öncesi gelir	2,315	5,084	5,253	7,702	10,240
Vergi gideri	950	1,655	945	1,925	2,560
Net Kar	1,365	3,429	4,308	5,776	7,680

Bilanço	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	146,340	232,169	307,067	387,132	483,793
Nakit ve Benzeri Değerler	32,205	63,670	93,356	117,802	147,216
Krediler	71,716	100,189	130,445	164,993	208,678
Takipteki Krediler	1,468	1,806	2,141	4,110	5,536
Menkul Kıymetler	35,387	56,166	61,781	74,137	88,964
Mevduatlar	112,676	161,806	211,062	262,403	313,932
Alınan krediler	4,412	30,536	54,965	65,958	79,149
Özkaynaklar	8,119	13,387	17,702	23,478	31,158
Temel Göstergeler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Özkaynak karlılığı	21.4%	31.9%	27.7%	28.1%	28.1%
Aktif karlılığı	1.1%	1.8%	1.6%	1.7%	1.8%
Faaliyet gideri artışı	53%	111%	74%	45%	32%
Net kar artışı	1208%	151%	26%	34%	33%
Net faiz marjı	4.3%	4.8%	3.2%	3.5%	4.5%
Takipteki Krediler Oranı	2.0%	1.7%	1.6%	2.4%	2.6%
Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	4.0%	2.2%	-0.1%	2.4%	1.8%
Gider/Gelir oranı	21%	27%	43%	45%	49%
Kredi-Mevduat oranı	65%	64%	62%	63%	67%

Şirket Tanımı

Albaraka katılım bankacılığı alanında faaliyet gösteren bir banka. Hem bireysel hem kurumsal müşterilere servis sağlamaktadır. Yurt içinde 223, yurt dışında 2 şubesi bulunmaktadır. Toplam çalışan sayısı ise 2,555 seviyesindedir.

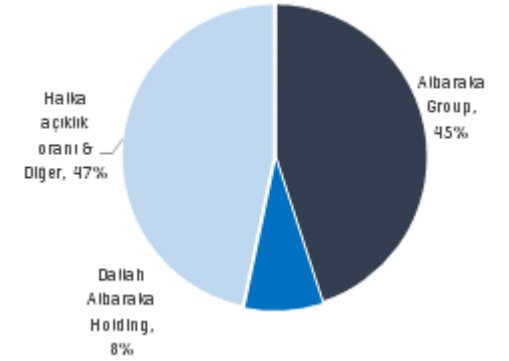
Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Jeopolitik riskler
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

Ortaklık Yapısı



Halkbank <HALKB TI> - Makul çarpanlar



TUT

Hedef Fiyat	TL21.00
Potansiyel Getiri	22%

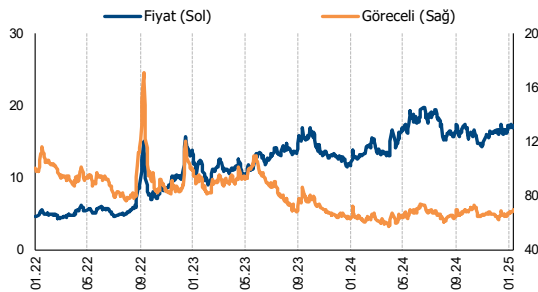
Fiyat Bilgileri

Kodu	HALKB.TI / HALKB.IS
Kapanış Fiyatı	TL17.25
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	123,937 / 3,498
Hisse Sayısı (mn)	7185
Saklama Oranı	%9
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	709.69 / 20.46

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	4%	8%
3 Aylık	8%	-2%
1 Yıllık	35%	8%
Yıl başından itibaren	6%	7%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	8.5	8.5	5.0
F/DD (x)	0.7	0.8	0.8
Sermaye Karlılığı	9.3	10.0	16.3
Temettü Verimi	-	-	-

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır

Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr15 Ocak 2025 tarihi ile güncellenmiştir
Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

- Halkbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 21TL olarak güncelliyoruz ve TUT tavsiyemizi yineliyoruz** (önceki hedef fiyat 19TL). Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken. 12 aylık hedef fiyatımız %22 sınırlı getiri potansiyeline işaret etmektedir. Halkbank güncel 2025 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 5x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özel bankalara göre daha düşük özkaynak karlılığı nedeniyle çarpanları makul olarak değerlendiriyoruz.
- Marjlarda toparlanma 2025'te hızlanacak:** TL ağırlıklı fonlama sayesinde bankanın marjlarında iyileşmenin belirgin olmasını tahmin ediyoruz.
- KKM'nin TL mevduatta payı rakiplere paralel:** Bankanın 9A24 itibarı ile KKM hacmi 217 milyar TL seviyesindedir (toplam TL mevduatın %14'ü) ve rakip ortalamasına (%14) paralel.
- Aktif kalitesi tamponları görece sınırlı:** Halkbank'ın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %153 ve %62 seviyelerinde. Bankanın serbest karşılığı bulunmamaktadır. Tüm kredilerin toplam karşılık oranı ise %3 seviyesindedir
- Sermaye oranları diğer bankaların gerisinde:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla BDDK esneklikleri hariç %12.3 ve %8.1 seviyelerinde ve bu seviyeler özel bankaların gerisinde. Bankanın 2024 net karından temettü ödememesini öngörüyoruz.
- Karlılıkta iyileşme ivmelenecek fakat özkaynak karlılığı diğer bankaların oldukça gerisinde:** Halkbank'ın özkaynak karlılığının 2024'teki %10 seviyesinden 2025'te %16 seviyesine iyileşmesini tahmin ediyoruz. Fakat bu iyileşme beklentimize rağmen bankanın çarpanlarını makul olarak değerlendiriyoruz.

www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Halkbank <HALKB TI>



HALKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
K/Z Tablosu					
Net faiz geliri	68,245	41,384	16,153	83,169	120,075
Ticari & Kur & Swap	-5,876	-16,210	-25,300	-7,954	-19,729
Komisyon geliri	8,462	18,947	37,791	52,149	67,913
Diğer gelirler	3,573	13,173	19,391	19,107	20,369
Toplam gelirler	74,404	57,295	48,035	146,471	188,628
Faaliyet Giderleri	17,716	48,120	59,804	86,706	113,305
Karşılık Öncesi gelirler	56,688	9,175	-11,769	59,765	75,323
Karşılık gideri	36,970	2,924	-11,594	25,688	20,403
Faaliyet Geliri	19,718	6,251	-176	34,076	54,920
İştirakler gelirleri	426	401	1,059	1,483	1,927
Vergi Öncesi Kar	20,144	6,653	883	35,559	56,847
Vergi gideri	5,390	-3,459	-12,528	10,668	17,054
Net Kar	14,754	10,112	13,412	24,891	39,793

Bilanço	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	1,392,949	2,195,287	2,976,562	3,626,933	4,523,160
Nakit ve Benzeri Değerler	166,171	289,554	620,624	755,899	942,684
Krediler	789,276	1,221,978	1,479,695	1,894,197	2,485,925
Takipteki Krediler	18,594	18,540	33,280	52,674	62,636
Menkul Kıymetler	374,181	584,393	730,614	796,369	868,043
Mevduatlar	1,060,923	1,872,848	2,390,619	3,038,491	3,397,104
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	8,976	9,252	4,626	5,320	6,118
Özkaynaklar	89,844	128,406	140,151	165,042	204,835

Temel Göstergeler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Özkaynak karlılığı	22.1%	9.3%	10.0%	16.3%	21.5%
Aktif karlılığı	1.3%	0.6%	0.5%	0.8%	1.0%
Komisyon geliri büyümesi	107%	124%	99%	38%	30%
Faaliyet gideri artışı	83%	172%	24%	45%	31%
Net kar artışı	879%	-31%	33%	86%	60%
Net faiz marjı (swap dahil)	6.4%	2.3%	0.6%	2.7%	3.1%
Takipteki Krediler Oranı	2.2%	1.5%	2.2%	2.7%	2.5%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	5.1%	0.0%	-1.2%	1.3%	0.7%
Gider/Gelir oranı	24%	83%	122%	59%	59%
Kredi-Mevduat oranı	78%	67%	62%	62%	73%

Şirket Tanımı

Halkbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 1,094 ve 21,807'dir. Bankanın toplam kredilerde pazar payı %9 seviyesindedir. KOBİ ve konut kredilerinde ise %17 ve %19 pazar payı bulunmaktadır.

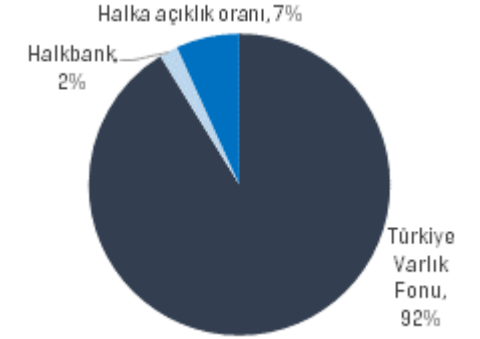
Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Jeopolitik riskler
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

Ortaklık Yapısı



İşbank <ISCTR TI> - Olumlu görünüm & cazip çarpanlar



AL

Hedef Fiyat	TL20.50
Potansiyel Getiri	44%

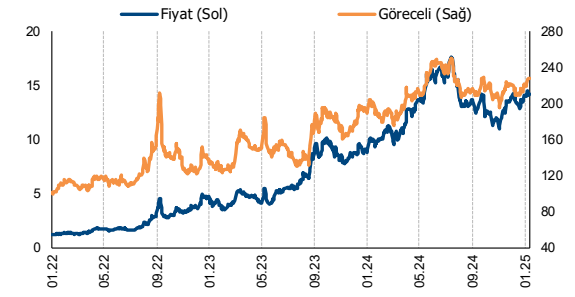
Fiyat Bilgileri

Kodu	ISCTR.TI / ISCTR.IS
Kapanış Fiyatı	TL14.19
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	354,750 / 10,013
Hisse Sayısı (mn)	25000
Saklama Oranı	%31
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	6,065.11 / 174.59

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	5%	9%
3 Aylık	14%	3%
1 Yıllık	44%	16%
Yıl başından itibaren	5%	6%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	2.3	7.8	4.1
F/DD (x)	0.6	1.1	0.9
Sermaye Karlılığı	31.5	14.7	25.2
Temettü Verimi	7.1	2.5	1.2

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

- İşbankası için 12 aylık hedef fiyatımızı 20.5TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat: 18TL) ve AL tavsiyemizi yineliyoruz.** 12 aylık hedef fiyatımız %44 getiri potansiyeline işaret etmektedir. İşbankası güncel 2025 tahminlerimize göre 0.9x PD/DD ve 4.1x F/K oranları ile işlem görmektedir. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken fakat 2024/25 kar tahminimizi aşağı yönlü güncellememiz nedeniyle yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuz diğer bankalara göre daha sınırlı oldu.
- Bankanın TÜFE'ye endeksli tahvillerinin toplam aktiflere oranı %4 gibi diğer bankalara görece daha düşük seviyede.** Bu sayede TÜFE'de beklediğimiz düşüşten diğer bankalara görece daha az olumsuz etkilenecek. Ayrıca bankanın 12-ay ileri dönük piyasa beklentisi anketini kullanıyor olmasının da olumsuz etkiyi sınırlandırmasını tahmin ediyoruz. Banka faizlerin yüksek seyrettiği 2024'te 25 milyar TL finansa varlıkların gerçeğe uygun değer farkı zararı elde etti ve bu tutar özkaynaklar altında sınıflandı. Bu tutar araştırma kapsamımızdaki en yüksek zarar tutarı. 2025'te faizlerin gerilemesi sayesinde bankanın görece avantaj elde etmesini tahmin ediyoruz.
- Yüksek KKM hacmi ise dezavantaj:** Bankanın 9A24 itibarı ile KKM hacmi 199 milyar TL seviyesindedir (toplam TL mevduatın %18'i) ve rakip ortalamasına (%14) görece daha yüksek. Bu durum KKM'den TL mevduata geçiş hedeflerinde bankanın görece daha yüksek TL faiz maliyetine katlanmasına neden olabilir.
- Sermaye yeterlilik oranları son yıllarda oldukça kuvvetlendi:** Bankanın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %15.4 ve %12.6 seviyelerindedir.
- Karşılık oranı ve tamponlar güçlü:** İşbankası'nın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %154 ve %73 seviyelerinde. Tüm kredilerin toplam karşılık oranı ise %2.9 seviyesindedir
- Yüksek net aktif değer iskontosu:** 2025'te bankanın toplam iştirak gelirlerinin 52 milyar TL'ye ulaşmasını tahmin ediyoruz (yıllık %35 artış). Bankanın güncel piyasa değerinin net aktif değerine göre iskontosu yaklaşık %30 gibi yüksek bir seviyededir. Banka için 2024/25'te %15/%25 özkaynak karlılığı hesaplıyoruz Bu sayede 2025T PD/DD'nin 1.2x olmasını ortalama %24 özkaynak maliyeti varsayımımıza göre makul olarak değerlendiriyoruz.



İşbank <ISCTR TI>

ISCTR - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	75,203	67,073	35,248	125,650	155,328
Ticari & Kur & Swap	4,523	12,223	-8,820	936	1,282
Komisyon geliri	16,147	42,438	91,185	132,590	182,288
Diğer gelirler	6,081	13,587	20,248	25,599	39,881
Toplam gelirler	101,953	135,321	137,861	284,775	378,779
Faaliyet Giderleri	34,029	72,229	118,674	174,312	239,308
Karşılık öncesi kar	67,924	63,092	19,188	110,463	139,471
Karşılık gideri	15,804	20,071	21,928	51,304	52,487
Faaliyet Geliri	52,120	43,021	-2,741	59,159	86,984
İştirakler gelirleri	21,829	34,061	38,148	51,500	64,375
Vergi Öncesi Kar	73,949	77,082	35,407	110,659	151,359
Vergi Gideri	12,411	4,818	-6,328	24,345	22,704
Net Kar	61,537	72,264	41,736	86,314	128,655

Bilanço					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	1,408,321	2,453,780	3,342,214	4,086,710	4,909,209
Nakit ve Benzeri Değerler	221,964	566,761	703,242	761,212	823,960
Krediler	782,421	1,172,287	1,635,759	2,129,183	2,696,373
Takipteki Krediler	23,134	24,920	33,727	56,973	72,431
Menkul Kıymetler	280,999	468,112	614,112	700,088	798,100
Mevduatlar	931,074	1,662,174	2,106,191	2,572,026	3,040,484
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	28,314	68,486	76,704	85,909	96,218
Özkaynaklar	191,376	267,797	301,104	383,231	498,911

Temel Göstergeler					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Özkaynak karlılığı	44.2%	31.5%	14.7%	25.2%	29.2%
Aktif karlılığı	5.3%	3.7%	1.4%	2.3%	2.9%
Komisyon geliri büyümesi	112%	163%	115%	45%	37%
Faaliyet gideri artışı	114%	112%	64%	47%	37%
Net kar artışı	357%	17%	-42%	107%	49%
Swap dahil net faiz marjı	5.9%	3.0%	-0.5%	2.9%	3.0%
Takipteki Krediler Oranı	3.0%	2.1%	2.0%	2.6%	2.6%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	0.9%	0.9%	1.1%	2.1%	1.4%
Gider/Gelir oranı	27%	43%	67%	52%	54%
Kredi büyümesi	54%	51%	43%	30%	26%
Kredi-Mevduat oranı	82%	69%	78%	83%	89%
Mevduat büyümesi	56%	79%	27%	22%	18%

Şirket Tanımı

İşbankası bireysel ve kurumsal müşterilere bankacılık hizmeti vermektedir. Ayrıca varlık yönetimi, özel bankacılık, sermaye piyasaları ve sigorta alanlarında da Türkiye'deki yaygın şube ağı sayesinde aktiftir. Bankanın cam sektörünün önde gelen firmalarında da ortaklığı bulunmaktadır.

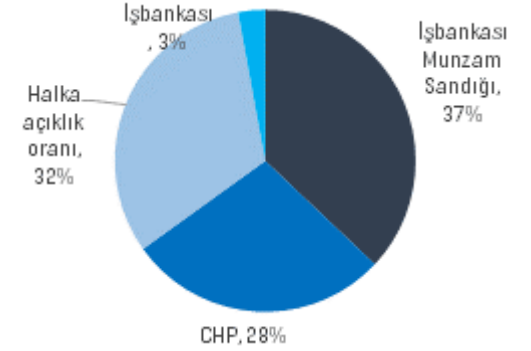
Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler
- Holding yapısının tekrar kurulması planı

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Jeopolitik riskler
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

Ortaklık Yapısı



Agesa Emeklilik <AGESA TI> - Güçlü karlılık & olumlu görünüm



AL

Hedef Fiyat	TL200.00
Potansiyel Getiri	44%

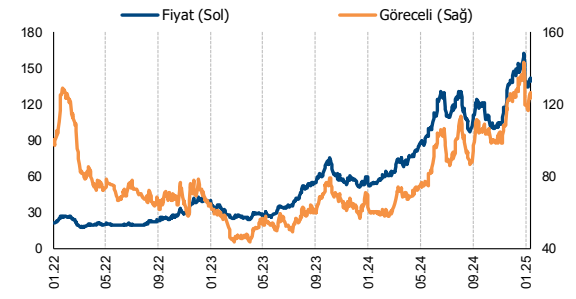
Fiyat Bilgileri

Kodu	AGESA.TI / AGESA.IS
Kapanış Fiyatı	TL138.90
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	25,002 / 706
Hisse Sayısı (mn)	180
Saklama Oranı	%20
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	57.46 / 1.66

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-7%	-3%
3 Aylık	38%	26%
1 Yıllık	154%	104%
Yıl başından itibaren	-15%	-14%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	5.7	7.1	6.6
F/DD (x)	2.7	3.5	3.1
Sermaye Karlılığı	59.2	62.1	56.5
Temettü Verimi	3.0	2.1	3.0

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Öğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

Şirket için AL tavsiyemizi koruyoruz ve hedef fiyatımızı 200TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 165TL).

Bireysel emeklilik fonlarında güçlü büyüme: Şirket'in bireysel emeklilik fonları yönetilen fon tutarı 2024'te yıl başına göre %62 büyüme gösterdi. 2025'te büyümenin %44 olmasını öngörüyoruz. Bu güçlü büyüme beklentimizin en temel etkeni olumlu makro-ekonomik görünüm. 4Ç25 itibarı ile planlanan fakat henüz resmi olarak açıklanmayan "Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi" (TES) ile ilgili potansiyel değeri henüz yansıtmadık. Eğer TES'e geçilirse, emeklilik şirketleri için ek olumlu değer yaratacaktır.

2024'te yüksek TL faiz oranlarına rağmen güçlü hayat sigortası katkısı & beklenen faiz indirimleri sayesinde 2025 yılında reel büyümenin devam etmesini bekliyoruz: Agesa, 9A24 itibarıyla %14,4 pazar payı ile hayat sigortası prim üretiminde lider konumdadır. Şirketin 2024/25 yıllarında yıllık bazda %90/%55 hayat brüt prim üretimi artışı kaydetmesini öngörüyoruz. 2Y25'ten itibaren kredi bağlantılı ürünleri de (toplam primlerin yaklaşık %50'si) desteklemesi beklenen faiz indirimleri sayesinde 2025 yılında reel prim büyümesi gözlemlemeyi bekliyoruz.

Dengeli ve çeşitlendirilmiş yatırım portföyü: Agesa'nın yatırım portföyü 3Ç24 itibarıyla %61 (yıllık +%87) artışla 7,2 milyar TL'ye ulaştı. Portföyün %30'u eurobond, %28'i vadeli mevduat ve %25'i özel sektör tahvillerinden oluşmaktadır. 2025 yılında yatırım gelirlerinde normalleşme gözlemlemeyi bekliyoruz. Artan yönetilen fon tutarının azalan TL getirilerini kısmen telafi etmesini öngörüyoruz.

Güçlü sermaye oranı & düzenli kar payı dağıtımı: Şirketin sermaye yeterlilik oranı 3Ç24 itibarıyla %191 gibi güçlü bir seviyede ve temettü ödeme için asgari yasal sınır olan %135'in oldukça üzerinde olduğu için temettü dağıtımını bekliyoruz. Tahminlerimizde, 2025 yılında Agesa için %30'luk bir dağıtım oranı varsayıyoruz, bu da 2024 karından %4'lük bir temettü verimine eşdeğerdir.

Çarpanlar makul seviyede: 2025'te %50 net kar artışı tahmin ediyoruz ve özkaynak karlılığını %56 öngörüyoruz (2024T: %62). Şirket 2025 tahminlerimize göre 3.1x PD/DD ve 6.6x F/K oranları ile işlem görmektedir.

Agesa Emeklilik <AGESA TI>



Bilanço (TLmn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Nakit ve Benzeri	1,091	2,082	2,498	2,998	3,598
Finansal Yatırımlar	2,371	4,086	6,128	8,273	10,341
Hayat Sigortası Yatırımları	7,357	15,363	27,589	41,895	59,798
Emeklilik Alacakları	75,639	141,463	221,574	319,487	426,656
Diğer Varlıklar	1,124	950	1,045	1,150	1,264
Toplam Varlıklar	87,583	164,973	257,978	374,478	504,151
Emeklilik Borçları	76,357	142,869	223,776	322,663	430,896
Teknik Rezervler	8,774	17,808	28,202	42,644	60,664
Diğer yükümlülükler	761	1,345	826	977	1,049
Özkaynaklar	1,691	2,951	5,175	8,194	11,542
Toplam Yükümlülükler	87,583	164,973	257,978	374,478	504,151

Kar/Zarar Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hayat Sigortası brüt primler	3,640	7,353	13,971	21,655	29,234
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	485	807	1,704	2,830	3,820
Fon yönetim komisyon geliri	758	1,435	2,598	3,915	5,289
Yönetim & Giriş komisyonu	149	455	1,159	1,810	2,497
Net diğer gelir/giderler	-58	-151	-242	-330	-406
Fon yönetim giderleri	-116	-218	-390	-548	-688
Emeklilik faaliyet giderleri	-1,160	-2,614	-4,574	-6,687	-8,894
Emeklilik teknik kar/zararı	-428	-1,093	-1,449	-1,841	-2,201
Toplam teknik kar/zarar	63	-265	285	1,030	1,669
Net yatırım geliri	941	2,121	3,161	4,205	5,111
Diğer gelir/giderler	29	107	160	160	160
Vergi öncesi kar	1,033	1,963	3,606	5,395	6,941
Vergi gideri	-199	-589	-1,082	-1,618	-2,082
Net Kar	834	1,374	2,524	3,776	4,858

Temel Göstergeler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hayat teknik kar marjı	14%	13%	14%	15%	15%
Brüt prim büyüme oranı	85%	102%	90%	55%	35%
Şirket portföyü getiri oranı	34%	57%	52%	44%	37%
Emeklilik fon büyüme oranı	72%	87%	61%	44%	34%
Emeklilik fon büyüklüğü	73,634	137,732	221,574	319,487	426,656
Fon yönetim komisyon oranı	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
Net kar büyüme oranı	86%	65%	84%	50%	29%
Özkaynak Karlılığı	65%	59%	62%	56%	49%

Şirket Tanımı

Avivasa 2007'de Avivasa International ve Sabancı Holding ortaklığıyla kurulmuştur. Şirket 2.5 milyon müşteriye servis sağlamaktadır. Bankasürans ağını Akbank üzerinden gerçekleştirmektedir. Ayrıca direkt satış ekipleri ve alternatif dağıtım kanalları ve acenteler üzerinden de satışlar yürütülmektedir. Şirket, Aegas'ın Avivasa'nın payını satın alması sonrası Agesa Hayat & Emeklilik olarak faaliyetlerine devam etmektedir. Agesa, 2024 itibarıyla BES yönetilen fon tutarı açısından piyasanın ikinci oyuncusu (%19,4) konumundadır. Devlet katkısı dahil toplam fon tutarı 220 milyar TL'dir. Agesa, 9A24 itibarıyla hayat sigortası prim üretiminde pazarın lider oyuncusu (%14,4) konumundadır.

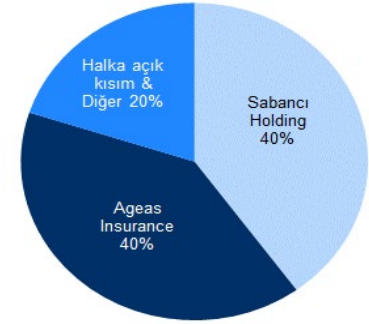
Katalizörler:

- Emeklilik için yeni destekleyici aksiyonlar (TES)
- Hayat branşını desteklemek için faiz indirimi döngüsünün devam etmesi

Riskler:

- Makroekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir
- Bankasürans alanında olumsuz düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



Aksigorta <AKGRT TI> - Zayıf sermaye oranı ve rakiplerin gerisinde özkaynak karlılığı

AKSigorta

TUT

Hedef Fiyat TL9.00
Potansiyel Getiri 21%

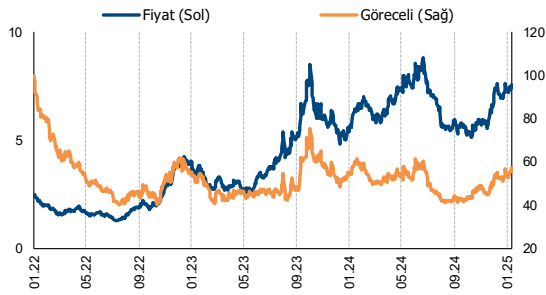
Fiyat Bilgileri

Kodu AKGRT.TI / AKGRT.IS
Kapanış Fiyatı TL7.42
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) 11,961 / 338
Hisse Sayısı (mn) 1612
Saklama Oranı %28
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) 116.64 / 3.36

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-2%	1%
3 Aylık	42%	29%
1 Yıllık	19%	-4%
Yıl başından itibaren	-3%	-2%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	5.9	5.9	4.6
F/DD (x)	2.1	2.0	1.5
Sermaye Karlılığı	51.8	42.2	40.4
Temettü Verimi	-	-	-

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Aksigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 9TL olarak revize ediyoruz (eski hedef fiyat 7.80TL) ve **%21 artış potansiyeli nedeniyle TUT tavsiyemizi koruyoruz**. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz ve 2025 net ket kar beklentimizi yukarı yönlü güncellememiz en temel etkenler. Teknik sonuçların 2025'te bir miktar toparlanmasını öngörüyoruz. Yatırım gelirlerinin ise normalleşmesini öngörüyoruz. Aksigorta 2025 tahminlerimize göre 1.5x PD/DD ve 4.6x F/K ile işlem görmektedir. 2024/25 özkaynak karlılığı beklentimiz sırasıyla %42 ve %40. Şirketin 2024 net karından temettü dağıtmamasını varsayıyoruz.

Prim üretimi artışı enflasyonun altında: 2025'te prim üretiminin %27 artış göstermesini tahmin ediyoruz (2024T: %31). 2025'te teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma bekliyoruz. Bu beklentimizin ana etkenleri asgari ücrete yapılan beklentilerin altında artış ve TL'nin reel olarak değer kazanmaya devam etmesi.

Yatırım portföyü büyürken getiriler daha sınırlı olacak: Yönetilen fon tutarı 3Ç24 itibarı ile 12.7 milyar TL'ye ulaştı. TL mevduat faizlerinde yüksek seyir ve Türkiye CDS'inin gerilemesi Şirket'in yatırım gelirlerini desteklemektedir. 2025'te TL faizlerde düşüş olması beklentimiz doğrultusunda yatırım gelirlerinin normalleşmesini öngörüyoruz.

Sermaye oranı yasal alt sınıra yakın: Aksigorta 2016-2020 net karlarından kar payı dağıtmıştır. 2021/23'te hem sermaye oranının yasal sınırlara yaklaşmış olması nedeniyle temettü dağıtılmadı. 2024 sonuçlarından da temettü dağıtımını tahmin etmiyoruz. 2025 sonrası için temettü beklentimizi koruyoruz.

Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr



www.ykyatirim.com.tr
yky_arastirma@yapikredi.com.tr

Aksigorta <AKGRT TI>

AKSigorta

Bilanço (TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Nakit ve Benzerleri	5,149	6,362	8,196	10,860	14,234
Finansal Yatırımlar	2,892	3,574	4,604	6,100	7,995
Yatırımlar	2,867	5,769	7,370	9,360	11,419
Toplam Varlıklar	9,370	14,410	18,893	24,365	30,601
Teknik Rezervler	6,840	11,272	16,344	20,430	24,516
Özkaynaklar	1,949	3,276	5,154	7,759	10,537
Toplam Yükümlülükler	9,370	14,410	18,893	24,365	30,601

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Teknik Gelir	5,000	7,806	10,906	14,742	19,067
Brüt prim	13,563	27,299	34,873	44,288	54,032
Net prim	4,912	7,677	10,827	14,636	18,936
Teknik Gider	-6,638	-9,021	-12,918	-16,648	-20,485
Brüt hasar	-6,663	-15,091	-19,250	-23,562	-27,665
Net hasar	-5,261	-6,622	-8,675	-10,854	-13,297
Faaliyet giderleri	-1,056	-1,933	-3,293	-4,511	-5,616
Diğer	-320	-466	-951	-1,284	-1,573
Teknik Kar	-1,637	-1,215	-2,013	-1,906	-1,419
Net yatırım geliri (gideri)	1,473	2,776	3,974	5,162	5,543
Diğer gelir (gider)	43	-227	14	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	-121	1,334	1,975	3,256	4,125
Vergi öncesi kar (zarar)	0	-148	-182	-651	-825
Net kar (zarar)	-121	1,186	1,793	2,605	3,300

Finansal Oranlar	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt prim üretimi büyümesi	94%	101%	28%	27%	22%
Teknik kar büyümesi	-	-	-	-	-
Net kar büyümesi	-	-	51%	45%	27%
Gider oranı	21%	25%	30%	31%	30%
Teknik marj	-33%	-16%	-19%	-13%	-7%
Kombine oranı	133%	116%	118%	113%	107%
Yatırım getirisi	27%	35%	34%	31%	26%
Kaldıraç (x)	6.6	6.5	6.0	5.2	4.7
Aktif karlılığı	-1.2%	7.0%	6.8%	7.3%	7.3%
Özkaynak karlılığı	-	45%	43%	40%	36%

Şirket Tanımı

Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'şar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir. Hayat-dışı sigortacılıkta 2024'ün ilk 9 ayı itibarı ile brüt prim üretiminde 5. sıradadır ve %5 pazar payına sahiptir. Aksigorta yangın & doğal afet ve kasko branşlarında ise sırasıyla %7.4 ve %5.9 pazar payına sahiptir. Aksigorta'nın en son açıklanan sermaye yeterlilik oranı %108 seviyesindedir ve bu oran yasal alt sınırlara yakındır

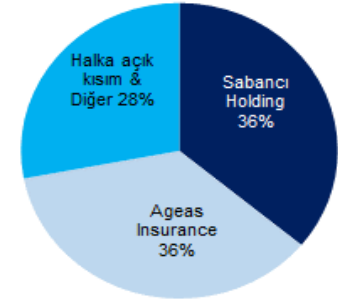
Katalizörler:

- i. İskonto oranında düşüş teknik karlılığı destekleyecektir

Riskler:

- i. Makro-ekonomik oynaklık
- ii. Beklenenden hızlı faiz indirimlerinin devam etmesi
- iii. Beklenenden daha düşüş ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir

Ortaklık Yapısı



Anadolu Hayat <ANHYT TI> - Olumlu görünüm fiyatlanmış durumda

TUT

Hedef Fiyat	TL130.00
Potansiyel Getiri	34%

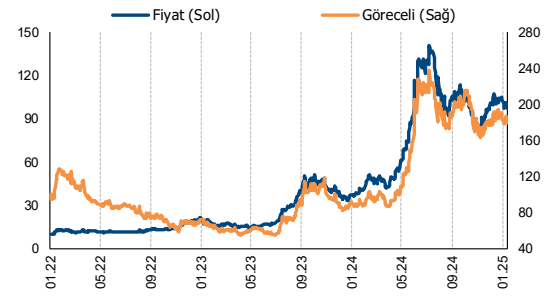
Fiyat Bilgileri

Kodu	ANHYT.TI / ANHYT.IS
Kapanış Fiyatı	TL96.90
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	41,667 / 1,176
Hisse Sayısı (mn)	430
Saklama Oranı	%17
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	101.24 / 2.92

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-10%	-6%
3 Aylık	-1%	-10%
1 Yıllık	150%	102%
Yıl başından itibaren	-7%	-6%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	4.5	9.1	7.8
F/DD (x)	2.0	3.9	3.2
Sermaye Karlılığı			
Temettü Verimi	6.2	4.9	3.8

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Oğuzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

Anadolu Hayat için 12 aylık hedef fiyatımızı 130TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 88TL/hisse) **ve TUT tavsiyemizi koruyoruz**. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken. 12 aylık hedef fiyatımız %32 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket 2025 tahminlerimize göre 3.2x PD/DD ve 7.8x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2024 net karından hisse için %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

Hayat birimi prim üretiminin yavaşlamasını bekliyoruz: 2024/25'te şirketin hayat prim üretiminin yıllık %75/%48 büyüme göstermesini bekliyoruz. Enflasyonist ortamın gerilemesi yavaşlama beklentimizin ana nedeni. Yılın ikinci yarısında ise kredilerde toparlanma tahmin ediyoruz ve bu durum kredi bağlantılı ürünleri destekleyecektir.

Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı enflasyonun üzerinde büyüme kaydetmeye devam etmektedir: Emeklilik fonları yönetilen tutarı 2024'te yaklaşık %60 büyüme gösterdi. 2025'te ise büyümenin %45 olmasını öngörüyoruz. Bu güçlü büyüme beklentimizin en temel etkeni olumlu makro-ekonomik görünüm. 4Ç25 itibarı ile planlanan fakat henüz resmi olarak açıklanmayan "Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi" (TES) ile ilgili potansiyel değeri henüz yansıtmadık. Eğer TES'e geçilirse, emeklilik şirketleri için ek olumlu değer yaratacaktır.

Düzenli kar payı dağıtımı geleneği & güçlü sermaye oranı: 2024 net karından Anadolu Hayat için %40 dağıtım oranı ile %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Şirketin sermaye yeterlilik oranı %362 gibi oldukça kuvvetli bir seviyededir. Şirketin 2024/25'te %51/%48 özkaynak karlılığı elde etmesini tahmin ediyoruz.

Anadolu Hayat <ANHYT TI>

Bilanço (TL milyon)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Nakit ve Benzeri	1,302	1,691	487	2,135	4,428
Finansal Yatırımlar	4,440	8,051	11,271	14,653	17,583
Hayat Sigortası Yatırımları	7,732	15,843	28,346	38,550	47,417
Emeklilik Alacakları	75,664	134,087	214,592	311,482	410,252
Diğer Varlıklar	1,443	3,037	3,225	3,443	3,662
Toplam Varlıklar	90,582	162,708	257,921	370,263	483,342
Emeklilik Borçları	76,471	135,743	217,242	315,330	415,319
Teknik Rezervler	9,454	19,219	29,765	40,040	48,981
Diğer yükümlülükler	1,268	1,453	1,671	1,922	2,211
Özkaynaklar	3,389	6,293	9,243	12,971	16,831
Toplam Yükümlülükler	90,582	162,708	257,921	370,263	483,342

Kar/Zarar Tablosu (TL milyon)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hayat Sigortası brüt primler	3,521	7,067	12,367	18,303	24,709
Brüt hasarlar	-797	-1,355	-2,707	-4,290	-6,267
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-795	-1,639	-2,980	-4,331	-5,844
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	430	942	1,537	2,400	3,238
Fon yönetim komisyon geliri	727	1,261	2,132	3,465	4,576
Yönetim & Giriş komisyonu	218	528	924	1,349	1,659
Net diğer gelir/giderler	-29	-73	-81	-75	-56
Fon yönetim gideri	-28	-48	-80	-131	-173
Emeklilik faaliyet giderleri	-754	-1,432	-2,363	-3,450	-4,589
Emeklilik teknik kar/zararı	141	290	532	1,158	1,417
Toplam teknik kar/zarar	571	1,231	2,069	3,558	4,655
Net yatırım geliri	1,126	2,398	3,343	4,026	4,651
Diğer gelir/giderler	1	4	0	0	0
Vergi öncesi kar	1,692	3,631	5,411	7,584	9,306
Vergi gideri	-337	-853	-1,461	-2,275	-2,792
Net Kar	1,355	2,778	3,950	5,309	6,514

Temel Göstergeler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Hayat teknik kar marjı	12%	13%	12%	13%	13%
Brüt prim büyüme oranı	79%	101%	75%	48%	35%
Emeklilik Fon büyüme oranı	74%	78%	61%	45%	32%
Emeklilik Fon büyüklüğü	75,154	133,686	214,592	311,482	410,252
Fon yönetim komisyon oranı	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
Net kar büyüme oranı	98%	105%	42%	34%	23%
Özkaynak Karlılığı	52%	57%	51%	48%	44%

Şirket Tanımı

Anadolu Hayat, hayat sigortası alanında ilk kurulan firmadır. Kuruluş yılı 1990'dır. 2003 yılında bireysel emeklilik alanına da giriş yapmıştır. Şirketin ağırlıklı bankalar kanalı ile (İşbankası, Anadolubank, TSKB ve Bankpozitif) 1,396 şubeden oluşan bir satış ağı vardır. Ayrıca direkt satış, acenteler, brokerler ve alternatif dağıtım kanalları üzerinden de satışlar gerçekleştirilmektedir. 2024 sonu itibarı ile Anadolu Hayat'ın emeklilik fon büyüklüğü (devlet katkısı hariç) ve katılımcı sayısı sırasıyla 177 milyar TL ve 1.5 milyon katılımcıya ulaştı. Anadolu Hayat katılımcı sayısında (%16) ikinci sırada, fon büyüklüğünde (%17.6) ise üçüncü sıradadır. Devlet katkısı dahil fon büyüklüğü ise aynı dönemde 204 milyar TL seviyesindedir.

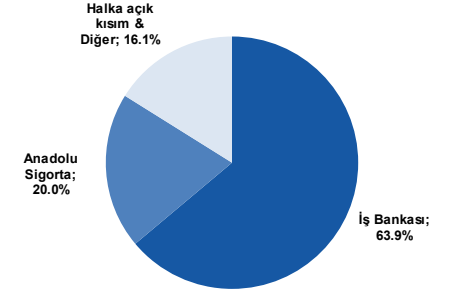
Katalizörler:

- Emeklilik için yeni destekleyici aksiyonlar (TES)
- Hayat branşını desteklemek için faiz indirimi döngüsünün devam etmesi

Riskler:

- Makroekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir
- Bankasürans alanında olumsuz düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



Türkiye Sigorta <TURSG TI> - Güçlü karlılık & cazip çarpanlar



AL

Hedef Fiyat	TL24.00
Potansiyel Getiri	51%

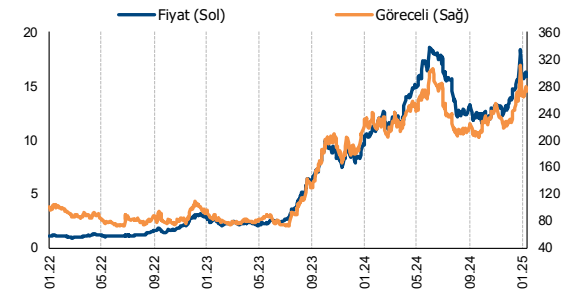
Fiyat Bilgileri

Kodu	TURSG.TI / TURSG.IS
Kapanış Fiyatı	TL15.87
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	79,350 / 2,240
Hisse Sayısı (mn)	5000
Saklama Oranı	%18
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	341.52 / 9.80

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	8%	12%
3 Aylık	35%	23%
1 Yıllık	55%	25%
Yıl başından itibaren	-13%	-13%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	3.9	5.3	4.4
F/DD (x)	1.6	2.5	1.8
Sermaye Karlılığı	61.4	60.4	51.7
Temettü Verimi	0.5	1.6	3.3

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

Türkiye Sigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 24TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 18.5TL) ve **AL tavsiyemizi koruyoruz**. 2025'te teknik karlılıkta toparlanma beklerken yatırım gelirlerinin ise bir miktar normalleşmesini tahmin ediyoruz. Türkiye Sigorta 2025 tahminlerimize göre 1.8x PD/DD ve 4.4x F/K ile işlem görmektedir. 2024/25 özkaynak karlılığı beklentimiz sırasıyla %60 ve %52. 2024 net karından %3 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

Prim üretimi güçlü trendini koruyor: 2025'te prim üretiminin %42 artış göstermesini tahmin ediyoruz. Teknik sonuçlarda ise toparlanma bekliyoruz. Şirket brüt prim üretimi bazında genel zararlar, yangın&doğal afet gibi görece daha yüksek kar yaratan segmentlerde pazar lideri konumdadır. 2024'te şirket zorunlu trafik sigortası ve kasko gibi görece daha düşük karlı branşlarda sektörün altında büyüme gösterdi ve 3. sıraya geriledi. 2025'te karlılık odaklı büyüme sayesinde teknik sonuçlarda toparlanma tahmin ediyoruz

Yatırım portföyü büyürken yatırım getirileri daha sınırlı olacak: Şirketin toplam yönetilen fon tutarı 50 milyar TL'ye ulaştı. 2025 sonunda beklentimiz bu tutarın yaklaşık 70 milyar TL'ye ulaşması. 2024'te TL mevduat faizlerinde yüksek seyir ve Türkiye CDS'inin gerilemesi Şirket'in yatırım gelirlerini destekledi. 2025'te TL faizlerde kademeli düşüş olması beklentimiz doğrultusunda yatırım gelirlerinin normalleşmesini öngörüyoruz.

Düzenli kar payı potansiyeli ve güçlü sermaye oranı: Türkiye Sigorta birleşme sonrası her sene temettü dağıtmıştır. Şirketin sermaye yeterlilik oranı %147 seviyesindedir. 2024 yılı karından %20 temettü dağıtım oranı ile Türkiye Sigorta için %3 temettü verimi tahmin ediyoruz. Şirketin 2025'te %52 sermaye karlılığı elde etmesini öngörüyoruz (2024T: %60).

Türkiye Sigorta <TURSG TI>



Bilanço (TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	9,034	31,547	39,168	49,879	63,025
Finansal yatırımlar	8,606	21,924	27,220	34,664	43,800
Alacaklar	4,536	11,330	19,287	27,387	36,151
Diğer	6,024	12,527	31,055	45,399	51,784
Toplam aktifler	28,199	77,328	116,729	157,329	194,759
Teknik karşılıklar	14,726	35,028	50,580	64,743	76,397
Diğer	7,052	26,874	38,806	49,672	58,613
Özkaynak	6,421	15,426	27,343	42,914	59,749
Toplam yükümlülükler & özkaynak	28,199	77,328	116,729	157,329	194,759

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Teknik Gelir	7,032	20,653	43,831	61,981	81,763
Brüt prim	25,173	59,518	101,313	143,865	189,901
Net prim	6,893	20,258	43,245	61,407	81,058
Teknik Gider	-9,161	-21,945	-43,264	-58,363	-74,704
Brüt hasar	-6,916	-23,196	-30,387	-41,711	-55,059
Net hasar	-7,263	-16,700	-33,584	-45,266	-58,649
Faaliyet giderleri	-1,869	-5,209	-9,441	-12,858	-15,816
Diğer	-29	-36	-239	-239	-239
Teknik Kar	-2,129	-1,292	568	3,618	7,059
Net yatırım geliri (gideri)	3,159	9,705	17,109	22,317	24,772
Diğer gelir (gideri)	235	-758	-867	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	1,266	7,654	16,810	25,935	31,831
Vergi öncesi kar (zarar)	-324	-1,499	-3,893	-7,781	-9,549
Net kar (zarar)	941	6,155	12,917	18,155	22,282

Finansal Oranlar	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt prim üretimi büyümesi	114%	136%	70%	42%	32%
Teknik kar büyümesi	-1277%	-39%	-144%	537%	95%
Net kar büyümesi	-11%	554%	110%	41%	23%
Gider oranı	27%	26%	22%	21%	20%
Teknik marj	-31%	-6%	1%	6%	9%
Kombine oranı	130%	106%	99%	94%	91%
Yatırım getirisi	46%	43%	41%	37%	33%
Kaldıraç (x)	4.4	5.0	4.3	3.7	3.3
Aktif karlılığı	4.4%	11.7%	13.3%	13.2%	12.7%
Özkaynak karlılığı	18%	56%	60%	52%	43%

Şirket Tanımı

Şirket, Halk Sigorta, Güneş Sigorta ve Ziraat Sigorta'nın Ağustos 2020'de birleşmesiyle kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonu (TVF) %82 ile en büyük hissedardır. Geri kalan %18 ise Borsa İstanbul'da halka açıktır. Hayat-dışı sigortacılık brüt prim üretiminde Şirket %14.5 pazar payıyla lider konumdadır. Şirket, hayat sigortası ve bireysel emeklilik operasyonlarını Türkiye Hayat&Emeklilik AŞ'deki %7 iştirak oranıyla yürütmektedir. Türkiye Sigorta'nın faaliyetleri yaklaşık 3,651 acenta, 122 broker ve 3 kamu bankasının (Halkbank, Vakıfbank, Ziraat Bankası) yaklaşık 4,500 şubesi üzerinden devam etmektedir. Şirket'in pazar payı olarak güçlü olduğu alanlar tarım, yangın & doğal afet branşlarıdır.

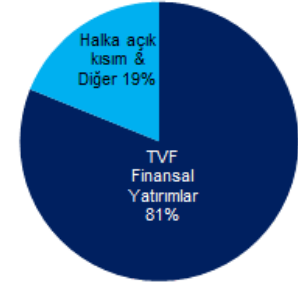
Katalizörler:

- Açık ara lider konumlanma
- Bankrasürans alanında kuvvetli pozisyonlanma
- İskonto oranında düşüş teknik karlılığı destekleyecektir

Riskler:

- Makro-ekonomik oynaklık
- Beklenenden daha düşüş ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir
- Beklenenden hızlı faiz indirimlerinin devam etmesi

Ortaklık Yapısı



Yatırım & GYO & Varlık Yönetimi & Diğer

Ünlü Yatırım Holding <UNLU TI>'in 2025'te 2024'teki zayıf karlılık gelişimi sonrasında karlılığında toparlanma olmasını tahmin ediyoruz. 2025'te Türk sermaye piyasalarına artan uluslararası yatırımcı ilgisi beklentimiz sayesinde şirketin operasyon karlılığının 2025'te iyileşmesini tahmin ediyoruz. Ayrıca 2024'ün ilk 9 ayında enflasyon muhasebesi kaynaklı 464 milyon TL (9A23: 609 milyon TL net zarar) net parasal zarar elde etmişti. 2025'te gerileyen enflasyon ile beraber parasal zararlarda da düşüş bekliyoruz. Şirketin takipteki krediler iş kolunun karlılığa sürdürülebilir katkı vermeye devam etmesini öngörüyoruz. Kurumsal Satış ve Kurumsal Finansman gibi yabancı yatırımcı ilgisine bağlı iş kollarında ise 2025'te daha güçlü katkı olmasını bekliyoruz. Şirket 2025 tahminlerimize göre 13.1x F/K ve 1.1x PD/DD den işlem görmektedir ve özkaynak karlılığı beklentimiz 9% (2024T %4) seviyesinde. Resmi Araştırma kapsamımız dışındaki şirketlerden:

- **Akış GYO <AKSGY TI>** , **Torunlar GYO <TRGYO TI>** ve **Özak GYO <OZKGY TI>** hisselerinin 2025 yılında BIST100 endeksinin üzerinde bir performans göstermesini tahmin ediyoruz. **Düzenli kira geliri olan, düşük net borç veya net nakit pozisyonu taşıyan ve faiz indirimlerinden olumlu etkilenmesini beklediğimiz GYO'ların güçlü operasyonel karlılık yaratmaya devam etmelerini bekliyoruz.** Ayrıca GYO'lar eğer dağıtılabılır net karlarının en az %50'ini dağıtırlarsa, %0 olan kurumlar vergisi oranı %10 olarak uygulanacak (eğer dağıtmazlarsa %30 uygulanacak). O nedenle GYO'ların temettü dağıtmayı tercih etmelerini bekliyoruz ve bunun da bir yatırım teması olabileceğini düşünüyoruz.
- **Gelecek Varlık <GLCVY TI>'in 2025'te BIST100 endeksinin üzerinde bir performans göstermesini tahmin ediyoruz.** Şirket takipteki krediler alanında yaklaşık %25 pazar payı ile Türkiye'de lider konumda. Şirket'in faaliyet gösterdiği pazarda lider konumu, sektörün büyüme dinamikleri, düzenli temettü ödeme geleneği ve güçlü karlılık görünümü sayesinde şirketi beğenmeye devam ediyoruz. 2025'te bankacılık sektöründe takipteki kredilerde artışın devam etmesini tahmin ediyoruz. 2024'te bu sektörde yaklaşık 30 milyar TL'lik satış gerçekleşti ve Gelecek Varlık yaklaşık 10 milyar TL yatırım yaptı. 2025'te sektörde toplam satışın 40-50 milyar TL bandına ulaşmasını tahmin ediyoruz. 2024 sonunda gerçekleşen asgari ücret artışı ve yeni satın alınan portföylerin de katkısıyla Gelecek Varlık'ın tahsilat gelirlerinin enflasyon üzerinde artış göstermesini bekliyoruz. Şirket için tahmini 1.2 milyar TL 2024 net karına göre ve %15 temettü dağıtım oranı varsayımına göre yaklaşık %3 temettü verimi öngörüyoruz. Şirket 2024T 2.6x PD/DD ve 5.9x F/K çarpanlarından işlem görmektedir ve %55 özkaynak karlılığına sahiptir. 2025'te şirketin enflasyonun üzerinde karlılık gelişimi elde etmesini öngörüyoruz.
- **Banka kredileri üzerindeki büyüme sınırlarının devam etmesi nedeniyle leasing sektörünün 2024'teki güçlü büyüme dinamiklerinin 2025'te de devam etmesini tahmin ediyoruz.** Halka açık sektör oyuncularından **Vakıf Finans <VAKFN TI>**'in i) güçlü 3Ç24 operasyonel karlılığı ve banka kredileri üzerindeki kredi büyüme sınırlamaları devam etmesi nedeniyle 4Ç24 ve 1Ç25'te de olası güçlü sonuçlar açıklama potansiyeli ve ii) %43'lük güçlü özkaynak karlılığı seviyesi ve cazip seviyede 1.3x PD/DD sayesinde olumlu performans göstermesini öngörüyoruz

Ünlü Yatırım Holding <UNLU TI> - Çarpanlar makul seviyede



TUT

Hedef Fiyat	TL19.00
Potansiyel Getiri	30%

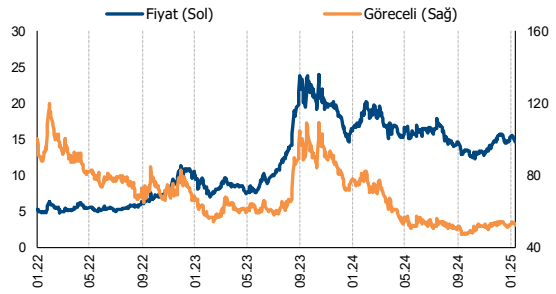
Fiyat Bilgileri

Kodu	UNLU.TI / UNLU.IS
Kapanış Fiyatı	TL14.62
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	2,569 / 73
Hisse Sayısı (mn)	176
Saklama Oranı	%45
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	7.24 / 0.21

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-7%	-3%
3 Aylık	13%	2%
1 Yıllık	-15%	-31%
Yıl başından itibaren	0%	1%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	64.9	32.2	13.1
F/DD (x)	1.1	1.3	1.1
Sermaye Karlılığı	1.9	4.0	8.6
Temettü Verimi	3.5	-	-

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır

Oğuzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

Ünlü Yatırım Holding için “TUT” tavsiyemizi koruyoruz ve hedef fiyatımızı hisse başı 19TL olarak revize ediyoruz (eski hedef fiyat 23TL). Hedef fiyatımız %30 artış potansiyeli taşımaktadır. Ünlü Yatırım Holding 2025 tahminlerimize göre 1.1x PD/DD ve 13.1x F/K ile işlem görmektedir ve 2025 özkaynak karlılığının %9 seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Tahminlerimize enflasyon muhasebesi etkisini dahil ettik. Sermaye maliyetini dolar bazlı %12.4 seviyesinde varsaydık. %9 özkaynak karlılığı tahminimiz ışığında PD/DD çarpanını makul seviyede değerlendiriyoruz.

Önde gelen finansal hizmetler kurumu: ÜNLÜ&Co Türkiye şirket birleşmeleri ve satın almaları hizmetlerinde lider konumdadır. Ayrıca, sermaye piyasaları, borç piyasaları, takipteki krediler yönetimi ve varlık yönetimi alanlarında önde gelen konumdadır.

2025'te karlılıkta toparlanma: 2025'te şirketin özkaynak karlılığının %9'a iyileşmesini öngörüyoruz (2024T: %4). 2024'ün ilk 9 ayında Şirketin gelirleri yıllık bazda %14 artış gösterirken, esas faaliyet karı ise yıllık bazda %36 artış gösterdi. Fakat diğer aracı kurumlarda da olduğu gibi özkaynak ağırlıklı bilanço yapısı nedeniyle şirket 464 milyon TL parasal zarar elde etti ve bu nedenle net kar 7 milyon TL gibi oldukça düşük bir seviyede gerçekleşti. 2025'te esas faaliyet karında reel büyüme öngörmekteyiz. Parasal zararın ise 2024'e göre daha düşük bir seviyede olmasını tahmin ediyoruz. Şirketin takipteki krediler iş kolunun karlılığa sürdürülebilir katkı vermeye devam etmesini öngörüyoruz. Kurumsal Satış ve Kurumsal Finansman gibi yabancı yatırımcı ilgisine bağlı iş kollarında ise 2025'te daha güçlü katkı olmasını bekliyoruz.

Ünlü Yatırım Holding <UNLU TI>

Kar & Zarar Tablosu (milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Gelirler	1,304	1,518	2,085	2,419	2,745
yıllık büyüme	0%	16%	37%	16%	14%
Faaliyet Giderleri	-923	-1,129	-1,279	-1,471	-1,655
yıllık büyüme	0%	22%	13%	15%	13%
Faaliyet Karı	381	389	806	947	1,090
yıllık büyüme	0%	2%	107%	18%	15%
Net Finansal Gelir/Gider	-346	-384	-263	-326	-450
Parasal Kayıp/Kazanç	-119	-139	-588	-361	-229
Net yatırım/finansman gelirleri	203	292	265	175	184
Vergi Öncesi Kar	119	158	220	436	595
Net Kar	-23	36	85	197	347
marj	-1.8%	2.4%	4.1%	8.1%	12.7%
Net Kar yıllık gelişim	0%	-254%	136%	131%	77%

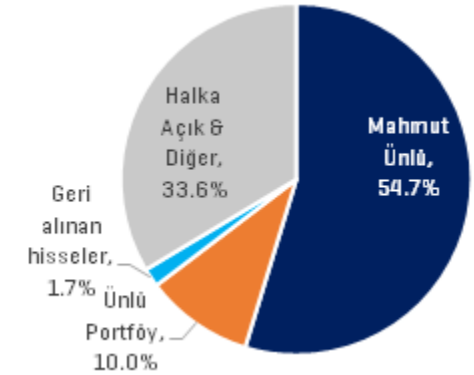
Bilanço (milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Aktifler	3,032	3,673	3,688	3,645	4,170
Nakit ve benzerleri	436	1,180	849	1,046	1,334
Finansal Yatırımlar	832	624	721	758	795
Müşterilere Krediler	399	487	402	442	486
Takipteki Alacaklar	64	86	224	291	334
Toplam Yükümlülükler	1,363	1,545	1,503	1,263	1,616
Toplam Finansal Borç	1,000	1,064	1,321	1,441	1,585
Özkaynak	1,669	2,128	2,185	2,382	2,554

Göstergeler	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Özkaynak Karlılığı	-1%	2%	4%	9%	14%
Aktif Karlılığı	-0.8%	1.1%	2.3%	5.4%	8.9%
Kaldıraç (x)	1.8	1.7	1.7	1.5	1.6
Gider / Gelir	-71%	-74%	-61%	-61%	-60%

Şirket Tanımı

1996 yılında kurulan Şirket, 4 ana iş kolunda faaliyet göstermektedir: i) Kurumsal Finansman: Şirket birleşmeleri, satın almalar, borç piyasaları işlemleri, ii) Kurumsal Satış: Sermaye piyasaları işlemleri (aracılık, blok satışlar, halka arzlar, araştırma hizmetleri), iii) Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi: Varlık yönetimi (DAHA) ve portföy yönetimi hizmetleri ve iv) Tahsili Gecikmiş Alacak (TGA) Yönetimi: Bankalardan TGA portföylerinin satın alınması ve tahsilatı

Ortaklık Yapısı



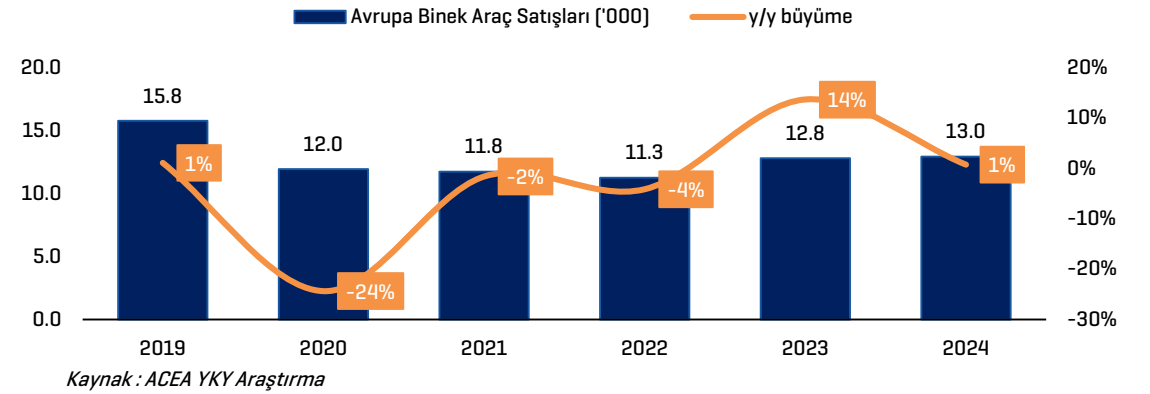
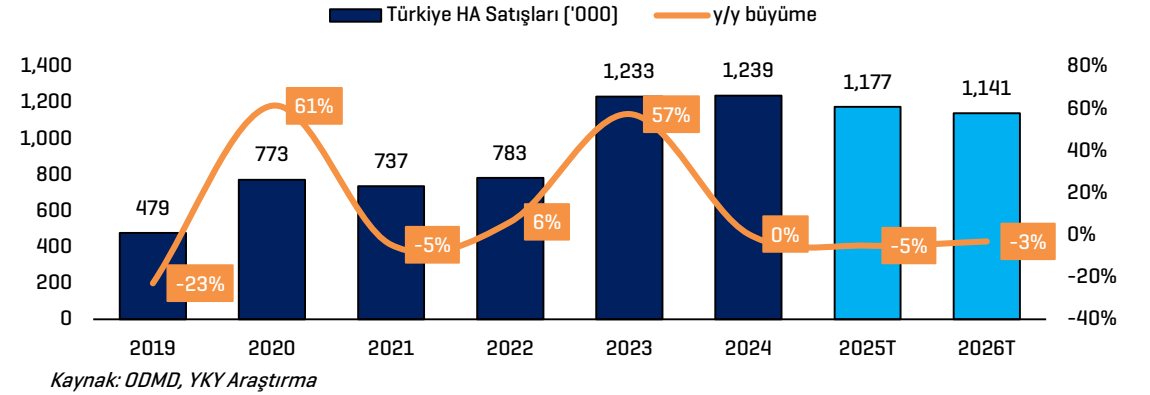
Katalizörler:

- Yabancı yatırımcı ilgisinin beklentilerden daha güçlü gelişmesi
- Beklenen yatırım bankacılığı lisansının alınması

Riskler:

- Makro-ekonomik ve jeopolitik riskler
- Yükselen küresel tahvil faizleri gelişmekte olan ülkelere fon akımlarını olumsuz etkileyebilir

Otomotiv: 2024 yılında ÖTV muafiyeti ve GSR düzenlemesi sayesinde Türkiye hafif araç (HA) satışları 1,2 milyonlar yeni bir rekor kırdı. 2024 yılındaki yüksek bazı da dikkate aldığımızda, 2025 yılında faiz indirimlerinin yurt içi talebin ana belirleyicisi olacağını düşünüyoruz. AB'nin Çinli üreticilere uyguladığı ek vergi yaptırımları önümüzdeki dönemde Türkiye'nin ihracatını destekleyebilir. Ancak AB'nin 2025 yılında otomobil emisyonlarına yönelik daha sıkı düzenlemeler yapacak olması pazarda genel bir düşüşe sebep olabilir. Tüm otomobillerini elektrifikasyon süreciyle elektrikli olarak üretebilen **Ford Otosan'ın <FROTO TI>**, içten yanmalı, bataryalı ve şarj edilebilir hibrit versiyonlarını aynı platformda üretme olanağı sağlayan tam esnek üretim kabiliyeti sayesinde AB regülasyonlarının Türkiye'deki ana yararlanıcısı olabileceğine inanıyoruz. Ayrıca, 2025 yılında Volkswagen işbirliğiyle üretime başlayacak yeni bir tonluk ticari aracın da satışları desteklemesini bekliyoruz. **Tofaş <TOASO TI>** sektördeki benzerlerine göre nispeten düşük performans gösterdi ve BIST100 endeksinin %25 altında getiri sağladı. Yeni K0 modelinin üretimi ve 2Ç25'in başlarında gerçekleşmesini beklediğimiz Stellantis'in satın alınmasıyla hacimde toparlanma bekliyor, değişen ürün gamıyla marjların mevcut seviyelerde seyretmesini bekliyoruz. **Otokar'ın <OTKAR TI>** zırhlı araç satışlarında zayıf bir 2024 geçirmesinin ardından, 4Ç24'te imzalanan ve teslimatları 4Ç25'te başlayacak olan Romanya ihalesiyle hacimce toparlayabileceğini ve net kara geçebileceğini düşünüyoruz.



Otomotiv	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
FROTO	1455,9	60%	AL	5,1	9,6	6,8	7,3	8,3	7,3
OTKAR	609,9	48%	TUT	17,1	neg.	14,4	25,9	neg.	17,8
TOASO	294,8	48%	TUT	7,9	18,4	6,6	5,3	10,2	6,1

Havacılık: 2024'teki zorlukların üstesinden büyük ölçüde başarıyla gelindi... Türk hava taşıyıcıları, harika bir 2023 yılı geçirdikten sonra 2024'te önemli zorluklarla karşı karşıya kaldı. Bunların başında (i) geçen yılın rekor seviye bazı ve küresel kapasitelerdeki toparlanma nedeniyle birim gelirlerde beklenen düşüş, (ii) fonksiyonel para birimlerinin döviz cinsinden olması nedeniyle TL'nin güçlenmesinin döviz cinsinden gelirler ve TL cinsinden maliyetler üzerindeki olumsuz etkisi ve (iii) kontrolleri dışında yaşanan operasyonel zorluklar (örneğin THY'de motor sorunları nedeniyle Boeing'lerin yere indirilmesi ve Pegasus'ta Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki kapasite kısıtlamaları) geldi. Buna rağmen, sektör oyuncuları, büyümeye devam ederken maliyet baskılarını büyük ölçüde azaltmayı başardı. Marjlardaki makul aşınma ile birim gelirlerdeki seyir ilk beklentilerimizden daha iyi gelişirken, borçlulukları gerilettiler. Bu performansın gerisinde güçlü talep ortamı yattı.

.... **2025'te dayanıklılıklar test edilmeye devam edecek.** Yeni yılın temel zorlukları neredeyse tamamen geçen yıldan devralındı; enflasyonist baskılar, olumsuz döviz gelişmeleri ve jeopolitik riskler. Yine de havacılık sektöründe her zaman ve her yerde en önemli belirleyici olan güçlü talep ortadan kalkmış değil. Mevsimselliği dikkate alarak incelediğimizde doluluk oranları ve büyümelerde anlamlı bir zayıflık görmediğimiz gibi, ileriye dönük rezervasyonlarda biri sıkıntı gözüküyor. Sonuç Türk hava taşıyıcılarının Covid sonrası sektör ortalamalarının üzerinde karlılıkla büyümesini sağlayan bazı kalıcı bazı dönemsel avantajlar destekleyici olmaya devam ediyor. Öte yandan, bazı dönemsel görünen, örneğin, Avrupalı rakiplerin Rusya üzerinden uçması ve kaynak kısıtları nedeniyle aynı taşıyıcıların düşük kapasite sunması gibi bazı avantajlar hala geçerli ve başlangıçta görüldüğü kadar da dönemsel değil. Ek olarak, daha yumuşak petrol fiyatı görünümünün marjları destekleyeceğini ve yakıt dışı maliyet kalemlerindeki baskıyı hafifleteceğini düşünüyoruz.

Sektörün hikayesini beğeniyoruz. Zorlu 2025 görünümüne ve nispeten azalan oranda da olsa havacılık hisselerini tercih ediyoruz. Özellikle güçlü TL'nin, dış hat talep ve maliyetler üzerindeki baskısına yönelik endişeleri haklı buluyoruz. Bununla birlikte, şirketlerin mevcut marjlarını, sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayarak büyümesi için oldukça yeterli görmemiz ve rekabetçi avantajlarının artarak devam etmesini beklememiz. Söz konusu risklerin, bilhassa THY için, büyük oranda fiyatlandığını düşünmüyoruz.

Havacılık	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
PGSUS	300,0	41%	AL	3,1	8,6	5,0	6,9	20,3	4,6
TAVHL	360,0	32%	AL	5,5	11,0	9,6	7,2	4,7	6,6
THYAO	500,0	69%	AL	1,6	3,3	3,3	4,4	4,9	5,3

Pegasus'un operasyonel ve finansal görünümünde 2025'te herhangi bir bozulma öngörmüyoruz ve şirketin, güçlü talep ve fiyatlandırma ortamında karlı büyümesini devam ettirmesini bekliyoruz (14% AKK artışı) Şirketin uzun vadeli görünümü, 2029 sonrası teslim edilecek yeni 100 Boeing siparişinin ardından güçlendi. Pegasus için orta vadeli en önemli endişemiz, ana üssü SAW'daki kapasite kısıtlarıdır.. 2025'te yeni terminal ve yeni terminal devreye girinceye kadar bulunacak ara çözümlerin içeriği ve takvimi olacaktır. Pegasus Havayolları için 'AL' tavsiyemizi, 31,0 EUR hedef fiyatla (önceki 31,0 EUR) olarak yineliyoruz. Hisseyi 2025T hedef EV/EBITDA 5,6x'e (önceki 5,9x 2024e EV/EBITDA) dayanarak değerlendiriyoruz.

TAV'ın 2024'te neredeyse tüm havalimanlarında yıllık bazda iyileşmeyle %16'lık toplam uluslararası yolcu büyümesine ulaşması dikkat çekiciydi ve 2025 için cesaret vericiydi. Mevcut operasyonlarındaki hikayesinin 2024'e benzer olmasını beklediğimiz 2025'te TAV'ın görünümü için birincil başlıklar, devam eden Antalya ve Ankara'daki kapasite yatırımlarının yılın ilk yarısında devreye girmesidir. Geçen yılki Almatı kapasite artışıyla beraber, bu yeni yatırımlar 2025'in büyüme hikayesini destekleyecektir ve ayrıca TAV için hedef fiyatımızı EUR10'den EUR'ya yukarı yönlü revizyonumuzun temel nedenleridir. Hisse için yenilenen hedef fiyatımızın vaad ettiği getiri endeks artış beklentimizin altındadır ve bu seviyelerde hisse için önerimizi «TUT»dur..

THY için 2024 tüm zorluklara rağmen, karlı büyümenin devam ettiği bir yıl oldu. Şirketin yıl boyunca ortalama 40'tan fazla uçağını yere indirmesine, birim gelirlerdeki normalleşmeye, güçlü TL'nin uyguladığı baskıya rağmen, karlılığını sektör ortalaması üzerinde tutarak ve güçlü nakit yaratarak büyümesini memnuniyetle karşılıyoruz. Şirketin tüm zamanların en düşük borçluluğuna sahip olduğu mevcut görünümde daha yüksek çarpanları hakettiğini düşünüyoruz. Şirketin 2025'te yıllar sonra kar dağıtımına gitmesini bekliyoruz. Model Portföyümüz'de de yer alan THY için AL önerimizi, 2025T hedef FD/VAFÖK çarpanına dayandırdığımız 14USD hedef hisse fiyatla koruyoruz. (Önceki 5.3x 2024 FD/VAFÖK ve USD13.9.

TAVHL (EURmn)	2023	2024	2025
Gelir	1.310	1.600	1.800
VAFÖK	385	475	550
VAFÖK marjı	29.4	29.7	30.6
Net Kar	249	207	260
Yolcu Sayısı	95.5	106.5	116.8

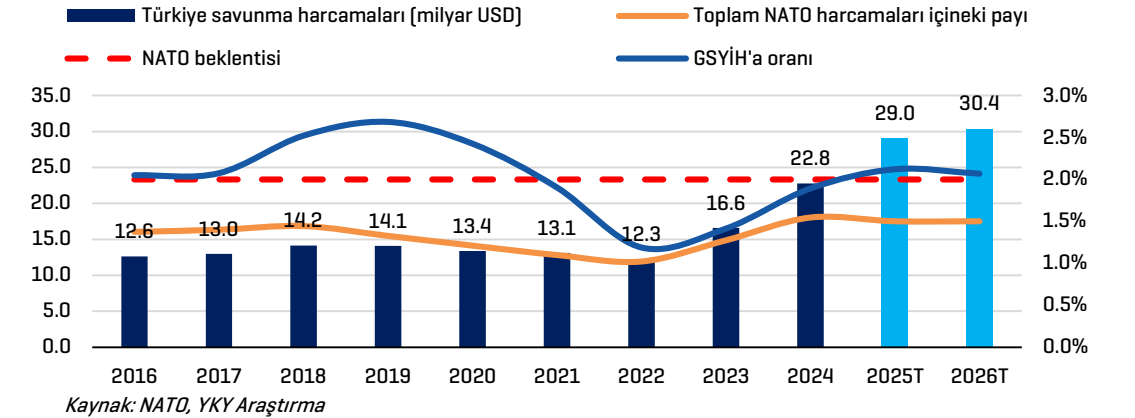
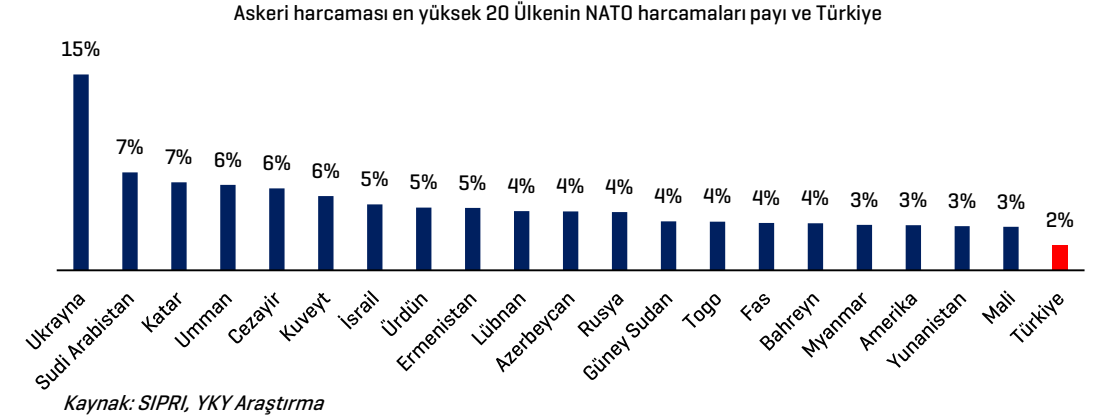
PGSUS (EURmn)	2023	2024	2025
Gelir	2670	3107	3541
VAFÖK	824	890	1030
VAFÖK marjı	30.8	28.8	29.1
Net Kar	834	326	350
Yolcu Sayısı	31.9	37.2	40.3

THYAO (USDmn)	2023	2024	2025
Gelir	20.942	22.721	24.517
VAFÖK	5.525	5.116	5.249
VAFÖK marjı	26.4	22.5	21.4
Net Kar	6.021	3.616	3.224
Yolcu Sayısı	83.4	85.6	88.6

Holding: Model Portföyümüzde de yer alan **Anadolu Grubu Holding (AGHOL)** ana faaliyet alanlarındaki (AEFES, CCOLA ve MGROS) güçlü sonuçlar sayesinde benzerlerinden finansal anlamda olumlu ayrıştı. Finansallardaki olumlu ivmenin 2025'te devam etmesini bekliyoruz. Hisse, 2024'te BIST100'ün %19 üzerinde performans sergiledi ve defansif ana faaliyet kolları, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş gelir akışı, azalan kaldıraç (9A24: 0,4x net borç/VAFÖK) ve düşük işletme sermayesi ihtiyacını göz önüne alındığında güçlü hisse performansının devam etmesini bekliyoruz. Hisse performansı üzerinde 2025 yılı için iştiraklerinden AEFES'in Rusya operasyonlarına ilişkin haber akışlarının ana belirleyici olmasını bekliyoruz. AGHOL, tahminlerimize göre %54'lük bir NAD iskontosuna sahiptir. Bu nedenle, mevcut makroekonomik temada güvenli bir oyun sağladığını düşündüğümüz AGHOL'ü beğenmeye devam ediyoruz. **Enka (ENKAI)**, 9A24 itibarı ile güncel piyasa değerinin ~%65'ini oluşturan 5,2 milyar ABD doları tutarındaki net nakit pozisyonu sayesinde defansif bir tercih olarak öne çıkıyor. Yatırım portföyünün ~%55'ini oluşturan yabancı devlet tahvillerinin küresel piyasalarda devam etmesini beklediğimiz faiz indirimleri sayesinde 2025'te yıllık yaklaşık 280 - 320 milyon USD aralığında değer artışı kaydetmesini bekliyoruz. FED'in ve diğer küresel merkez bankalarının para politikasındaki gevşeme adımlarının devam etmesini ve küresel inşaat sektörünü canlandırmasını bekliyoruz. 2025 tahminlerimize göre 5,1x FD/VAFÖK çarpanına karşılık gelen hisse senedinin 2025 yılı için defansif bir tercih olduğunu düşünüyoruz.

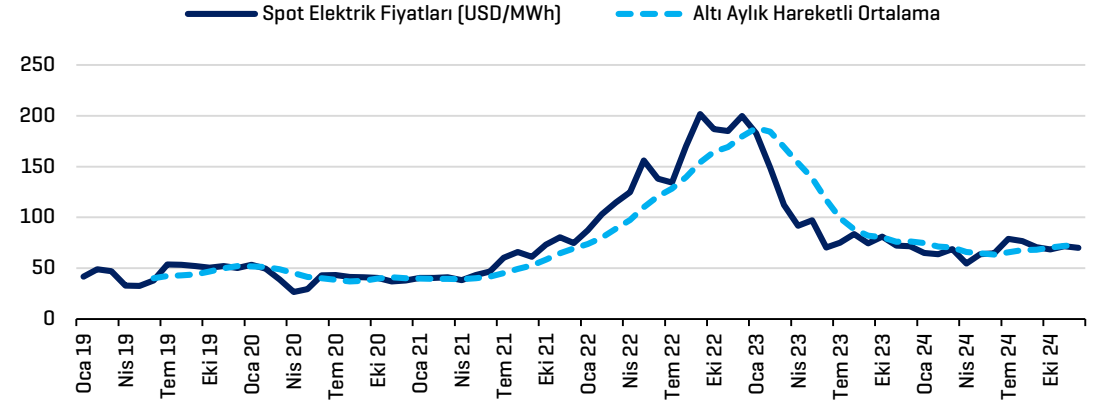
Holding	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
AGHOL	532,0	77%	AL	1,8	1,2	1,0	5,0	3,7	4,3
ENKAI	65,5	34%	TUT	11,1	9,1	8,9	2,7	neg.	2,1

Savunma: Stockholm Uluslararası Barış Araştırma Enstitüsü'nün (SIPRI) en son rakamlarına göre, toplam askeri harcamalar 2023 yılında dünya çapında yıllık %8 artarak tarihi yüksek 2,4 USD'ye ulaştı. 2023-2024 döneminde artan jeopolitik gerilimlerin ardından, gerilimin azalmaya başladığı mevcut görünümde ülkelerin devam eden güvenlik kaygıları nedeniyle savunma harcamalarını artırmabileceklerine inanıyoruz. Bu çerçevede Türkiye'nin OVP'ye göre savunma harcamalarını USD bazında ~%30 artırmasını bekliyoruz. 2006 yılında NATO Savunma Bakanları, ittifakın hazırlığını sürdürmek için GSYİH'nin en az %2'sine eşdeğer savunma harcaması yapılması konusunda anlaştı. Buna göre, 2023'te sadece 10 NATO üyesi ülke %2 eşiğine ulaştı. NATO'nun tahminine göre 2024'te 21 ülkenin %2'ye ulaşması bekleniyor. **Aselsan <ASELS TI>'nın**, güçlü pazar konumu (3Ç24 itibarıyla dünyanın en büyük 42. savunma şirketi) sayesinde hem yurt içi hem de yurtdışında artan savunma sanayi harcamalarından ana faydalanıcılar arasında olabileceğine inanıyoruz. Şirketin 2024 yılı sonunda~13 milyar USD tarihi yüksek bakiye siparişlere ulaşmasını bekliyoruz. Yüksek net işletme sermayesi ihtiyacı görünümü hala nakit akımlarını baskılayabilecekse de, güçlü operasyonel görünümün bunu telafi edebileceğine inanıyoruz. 2025 nominal tahminlerimize göre hisse güncel 9,9x FD/VAFÖK'ten işlem görüyor, bu da uluslararası benzerlerine göre %24 iskonto anlamına geliyor.

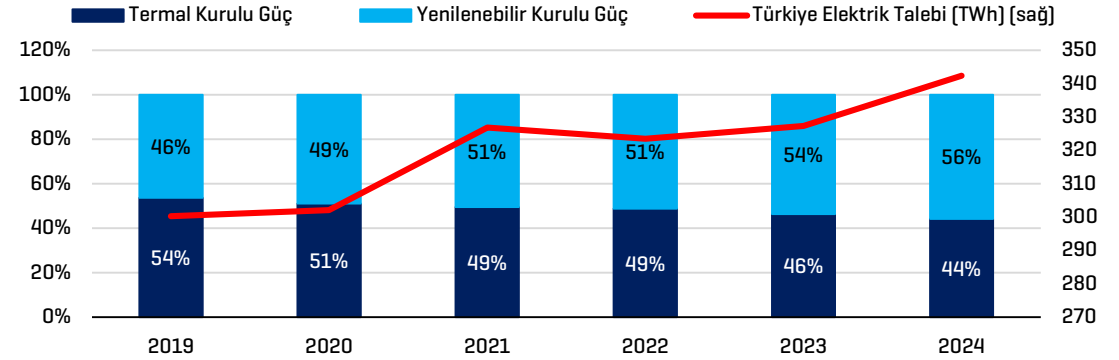


Savunma	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
ASELS	129,0	65%	AL	21,0	21,4	10,1	10,5	6,2	9,8

Enerji: Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanı, Türkiye'nin 2035 yenilenebilir enerji yol haritasını Ekim 24'te duyurdu. Buna göre ülkenin mevcut ~30 bin MW'lık yenilenebilir santral kapasitesi 2035 yılına kadar 120 bin MW'a çıkacak. Bu bağlamda YEKDEM mekanizması sayesinde iç piyasada yenilenebilir enerjiin düşük maliyetlerle beraber öne çıkabileceğini düşünüyoruz. EPDK, dağıtıcısını seçebilen ancak herhangi bir dağıtım şirketiyle sözleşmesi olmayan tüketiciler (SKTT) için tüketim miktarlarını güncelledi. Mevcut spot fiyatın (~2,7 TL/kWh) perakende fiyatından (günlük tüketimi 8 kWh'nin üzerinde olan konutlar için KDV dahil ~3 TL/kWh) daha düşük olduğundan spot fiyatlarda yukarı yönlü revizyonlar (örn. 2025 yılı için tavan fiyat uygulamasında esnemeler) görmemiz mümkün. Genel olarak enerji sektörüne yönelik karışık bir tablo gözlemliyoruz ve bu nedenle sektör hisselerine karşı temkinli davranmayı tercih ediyoruz. Ancak, Yenilenebilir enerji hisselerine karşı daha olumluyuz. Böyle bir ortamda, **Aksa Enerji'nin <AKSEN TI>**, Türkiye'deki spot fiyatların düşük olduğu dönemde, şirketlere esneklik sağlayan garantili VAFÖK katkısıyla Enerji Satın Alma Anlaşmaları (PPA) yaparak yabancı yatırımlarıyla öne çıkmasını bekliyoruz. Aksa Enerji için 2025 tahminlerimiz VAFÖK'ün %72'sinin sürdürülebilir uluslararası VAFÖK katkısından kaynaklandığına işaret etektedir. Sürdürülebilir VAFÖK payının uzun vadede %85'e çıkmasını bekliyoruz.



Kaynak: EPIAŞ, YKY Araştırma



Kaynak: TEIAS, YKY Araştırma

Holding	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
AKSEN	67,5	70%	AL	7,0	14,5	12,1	7,2	6,1	4,7

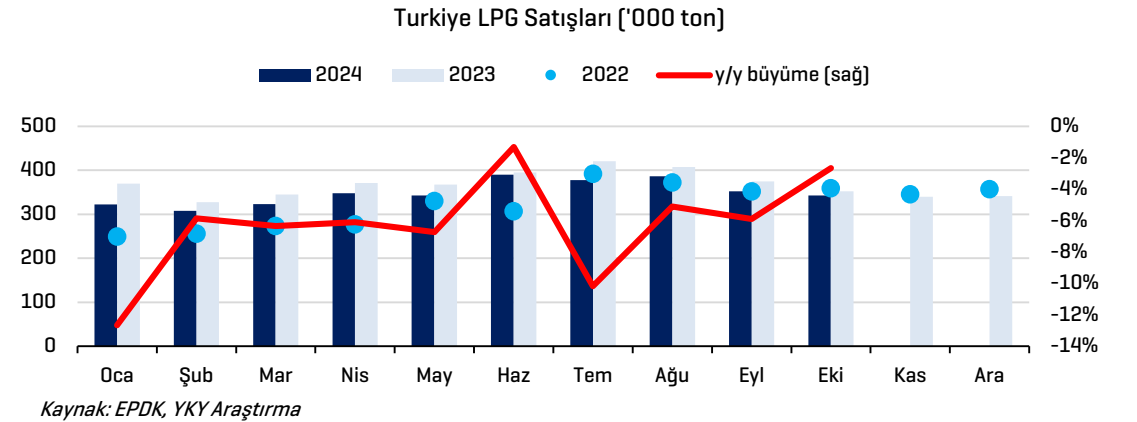
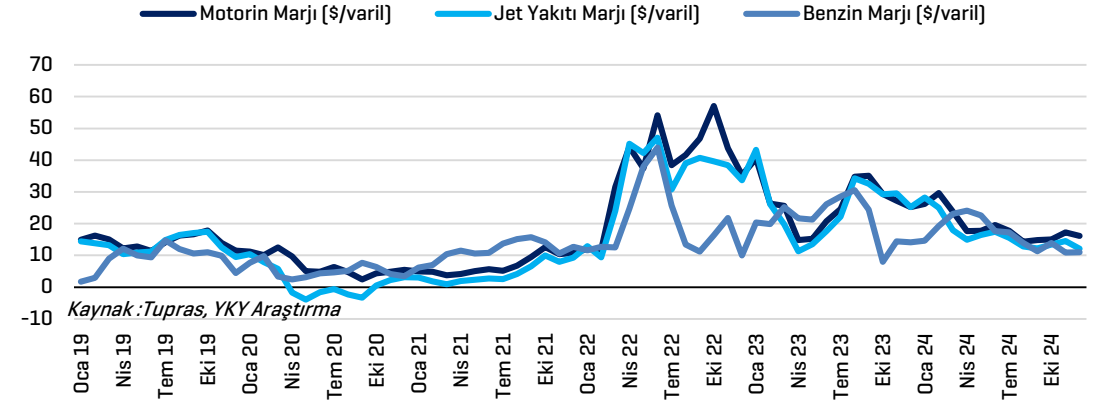
Yiyecek & İçecek: Coca-Cola İçecek'in <COLA TI> ana pazarları olan Türkiye ve Pakistan'daki zorlu makro şartlar nedeniyle ve Ortadoğu'daki jeopolitik risklerin neden olduğu 2024'te yıllık %2 hacim daralmasına rağmen, şirketin nakit yaratma gücünü beğenmeye devam ediyoruz. Şirketin fiyatlama gücüyle, zayıf hacimlerin ve güçlü TL'nin olumsuz etkisini kısmen telafi etmesini ve yılı %1,5 gibi sınırlı reel gelir büyümesiyle (nominal %44 artış) kapatmasını öngörüyoruz. 2025 yılında benzer nedenlerle reel gelir büyümesinin sınırlı kalmasını beklerken, şirketin etkin maliyet yönetimi sayesinde VAFÖK marjını 1.5 pp arttırmasını ve %10 SNA marjı (2024T: %9) yakalamasını bekliyoruz. **Anadolu Efes <AEFES TI>** için, Belçikalı AB InBev ile Rusya'daki ortak iştiraki ve tam konsolidasyona tabi tuttuğu "AB InBev Efes" EBI'nin varlıkları ve üretim tesisleri, Rusya tarafından 2024'ün son günlerinde geçici yönetime devredildi. AEFES'in, AB InBev hisselerini ne zaman ve hangi şartlarda devralacağına odaklanılan ve bunun AEFES için değer yaratacak bir hamle olmasının beklendiği bir dönemde Rusya'nın aldığı bu beklenmedik karar sonrası hisse %30'a yakın değer kaybetti. Şirketin Rusya dışındaki operasyonlarının ve varlıklarının (CCI'daki %50'lik payı dahil) makul değerleri ışığında, mevcut fiyatlama seviyelerinin riskleri büyük oranda yansıttığı kanaatindeyiz. Ancak geçici yönetimin ne şekilde evrileceği ve bir sonraki adımın ne olacağına dair belirsizlikler ortadan kalkmadıkça, hisselerin baskı altında kalabileceğini düşünüyoruz. Rusya'da güçlü performans sayesinde bira segmentinde 2024'te %15'lik reel ciro gelişimi bekliyoruz. Konsolide cironun reel %8 büyümesini bekliyoruz. **Ülker <ULKER TI>** için, 2024'te asgari ücrete ara zam yapılmamasının ardından alım gücü ve talepteki daralmanın etkisiyle 2024'te şirket yönetimi 2024 yılı beklentilerinde aşağı yönlü revizyona gitmişti. Yüksek hedge oranı sayesinde başta kakao olmak üzere hammadde ve girdi maliyetlerindeki olası bir artışın marj tarafında kayda değer bir baskı yaratmasını beklemiyoruz. Şirketin her ne kadar etkisi geçmişe göre azalsa da açık döviz pozisyonu göz önüne alındığında, 2025 yılında güçlü TL temasının devam etmesini şirket için görünümü destekleyici unsur olarak görüyoruz.

Yiyecek & İçecek	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
AEFES	297,0	82%	AL	2,3	2,3	1,6	4,9	3,9	4,6
COLA	87,0	47%	TUT	3,7	10,7	8,5	5,4	4,2	6,2
ULKER	171,0	55%	AL	5,5	5,6	3,9	3,7	3,8	4,7

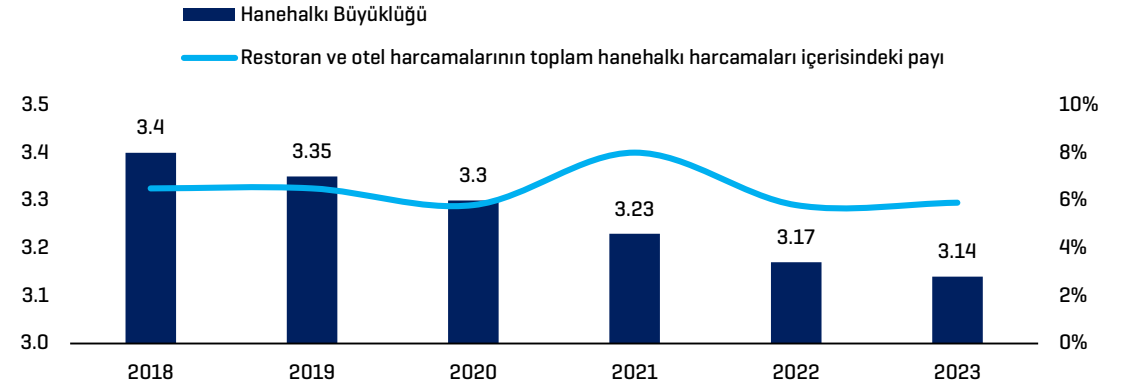
Petrol: 2023 yılındaki güçlü performansın ardından ürün marjları 2024 yılında normalleşme sürecine girdi. Mevcut arz-talep dengesi günlük yaklaşık 104 milyon varil düzeyinde seyrediyor ve 2025 için küresel dinamiklerde önemli bir değişiklik beklemiyoruz. Ancak 2025 sonrasında yeni küresel rafinaj kapasitesinin yokluğunun rafinaj marjları için destekleyici bir faktör olması beklenebilir. Öte yandan, muhtemelen Trump başkanlığının etkisiyle OPEC'in üretimi artırma yönündeki olası kararı, petrol fiyatları için aşağı yönlü risk oluşturabilir. Bir diğer noktada, dünyanın en büyük petrol ithalatçısı olan Çin'de beklenenden daha güçlü ekonomik büyümeyle (IMF'nin 2025 yılı GSYİH büyüme öngörüsü %4,5) artan petrol talebi fiyatlar için katalizör olabilir. Mevcut görünümde Brent fiyatlarının 2024 seviyelerinden önemli ölçüde sapacağını düşünmüyoruz.

Tüpraş <TUPRS TI> için, normalleşen rafinaj marjları sonrasında karlılık üzerindeki ana unsurun ağır ve hafif ham petrol arasındaki makas olacağını düşünüyoruz. İlerleyen dönemde şirketin marjlarında toparlanma bekliyoruz. Türkiye LPG piyasası ise yıllık yaklaşık 4 milyon tonluk talebi korurken, bu talebin %77'si otagaz tüketiminden geliyor. Artan doğal gaz penetrasyonu nedeniyle hane halkı LPG talebi düşüşünü sürdürürken, otagaz talebi ise gücünü koruyor. **Aygaz <AYGAZ TI>**, yurt içi pazardaki doyumunu dengelemesi açısından olumlu gördüğümüz yeni MGC (orta gaz taşıyıcı) yatırımlarıyla ticari faaliyetlerini aktif olarak genişletiyor. Ayrıca şirketin United Aygaz aracılığıyla Bangladeş'teki operasyonlarının da büyümeyi desteklemesi ve LPG segmentinde hacim artışına katkı sağlaması bekleniyor. Ancak, mevcut görünümde hisseye dair ihtiyatlı duruşumuzu koruyoruz.

Petrol	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
AYGAZ	184,0	15%	TUT	3,8	16,6	15,4	18,2	9,8	11,1
TUPRS	198,0	35%	TUT	3,8	11,6	7,4	1,5	2,2	2,7

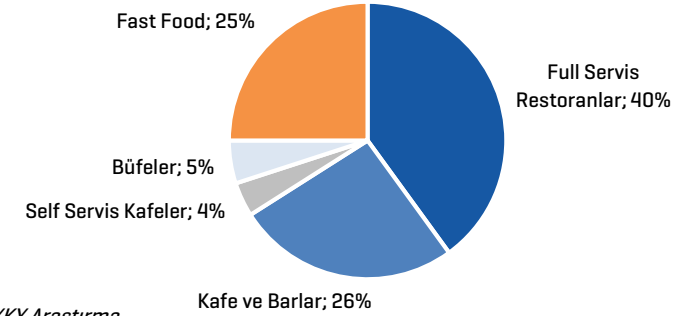


Restoran: Hanehalkı büyüklüğünün azalması, kadınların istihdama katılımının artması ve kente göçlerin artmasıyla Türk restoran sektörünün mevcut görünümünü beğeniyoruz. 2024 yılında asgari ücret artışının olmaması nedeniyle gelirlerin daralmasıyla 3Ç24'te fiş sayısında azalma gözlemledik. Ancak faiz indirim döngüsüyle birlikte 2025 yılının Türk restoran zincirleri için 2024'ten daha iyi bir görünüm sunacağını düşünüyoruz. **Tab Gıda'nın <TABGD TI>** yedi markadan oluşan geniş portföyüyle özellikle online kanallarda aktif olmasını memnuniyetle karşılıyoruz. İleriye dönük olarak, şirketin mevcut büyüme momentumunun kesintiye uğramamasını, daha fazla pazar payı kazanımı elde edeceğini ve daha güçlü marjlar elde edeceğini öngörüyoruz. Gelecekteki büyümenin temel dayanakları (i) daha fazla marka çeşitliliğini artıran ve beyaz alan yakalayan yeni mağaza açılışları, (ii) daha az yatırıma ihtiyaç duyan büyümeye izin veren franchise restoranların toplam içindeki artan payı, (iii) yeni açılan restoranların daha yüksek katkısı ve yeni markalar (örn. Subway) ve (iv) toplam trafiği ve ortalama fiş büyüklüğünü destekleyen genişleyen ürün gamı ve artan online teslimat faaliyetleri. Bağımsız işletmeler yerine büyük ulusal zincirleri tercih eden mevcut pazar dinamiklerinin de TAB Gıda'nın büyüme planlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.



Kaynak: Deloitte, YKY Araştırma

Gıda Hizmetleri Sektör Payları



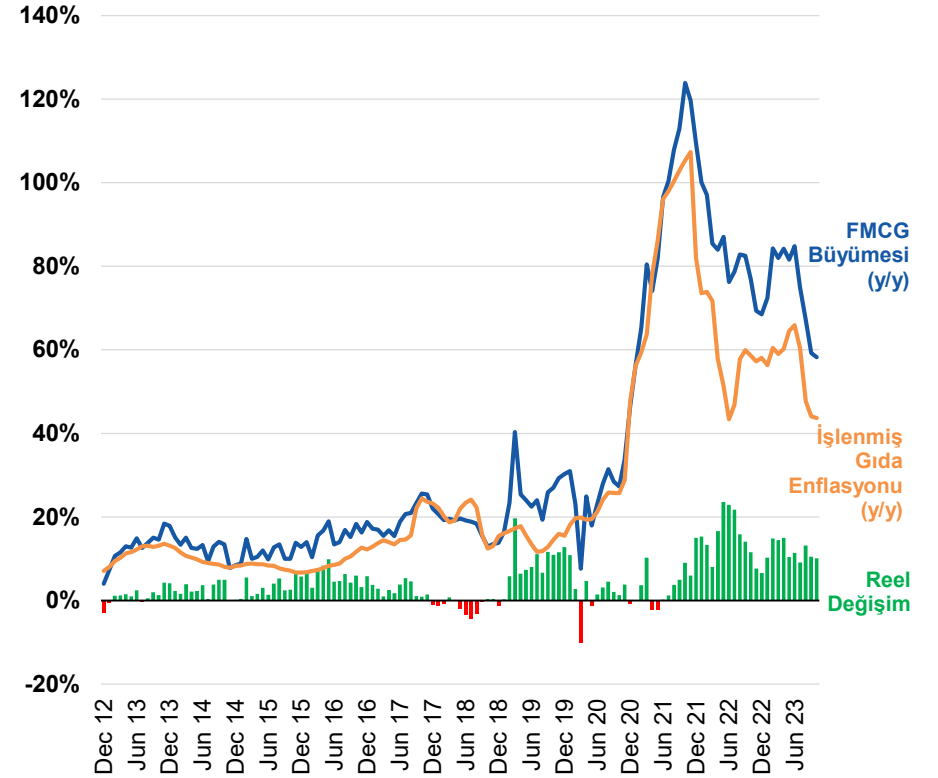
Kaynak: Deloitte, YKY Araştırma

Restoran	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
TABGD	274,0	71%	AL	15,8	17,4	10,1	8,7	5,5	4,1

Perakende: Enflasyonist etkilerin devam ettiği, pazar payı kazanımları ve mağaza ilaveleri ile güçlü geçen 2024'ün ardından, kapsamımızdaki tüm gıda perakendecileri 2024'te enflasyonun üzerinde ciro büyümesi kaydetti ve hisse fiyatları maliyet baskısının diğerlerine göre yoğun hissedildiği Şok Marketler'in oldukça negatif ayrışan performansı hariç BIST100 Endeksinin büyük ölçüde üzerine çıktı. 2025 yılı için, enflasyonun her ne kadar düşüş eğiliminde olsa da hanehalkı enflasyon beklentilerinde kırılması güç katılığın tüketici dinamiklerine olan etkisinden dolayı büyüme görünümünün temel itici gücü olmaya devam edeceğine inanıyoruz. Satış alan genişlemesi tarafında, Şok 2.0 mağaza dönüşümlerinden dolayı 2024'te düşük bazı olan Şok Marketler hariç 2025'te 2024'e benzer bir performans öngörüyoruz. Personel gideri tarafında enflasyon altında kalan asgari ücret artışının maliyet tarafından operasyonel marjlar üzerindeki baskıyı sınırlamasını bekliyoruz. Güçlü faaliyet kaldırıcı potansiyeli ile SNA marjlarının yılın tamamında genel olarak sağlam kalacağını öngörüyoruz. Bu nedenle, kapsama alanımızdaki tüm gıda perakendecileri, **Bim <BIMAS TI>**, **Migros <MGROS TI>** ve **Şok Marketler <SOKM TI>** için finansal görünüm açısından olumlu duruşumuzu korumaya devam ediyoruz.

Mavi Giyim <MAVI TI> için, alım gücü ve talep üzerine endişelerimizi ve Mavi'nin yüksek bazını da göz önünde bulundurarak 2025'te %2 gelir daralması bekliyoruz. Güçlü pazar konumlandırması, 3,3 milyar TL'lik net nakit (kira yükümlülükleri hariç) ile sağlıklı bilançosu ve güçlü SNA marjı sayesinde, hisselerin aşağı yönlü riskleri sınırladığını düşünüyoruz.

Sektörde Reel Büyüme Devam Ediyor

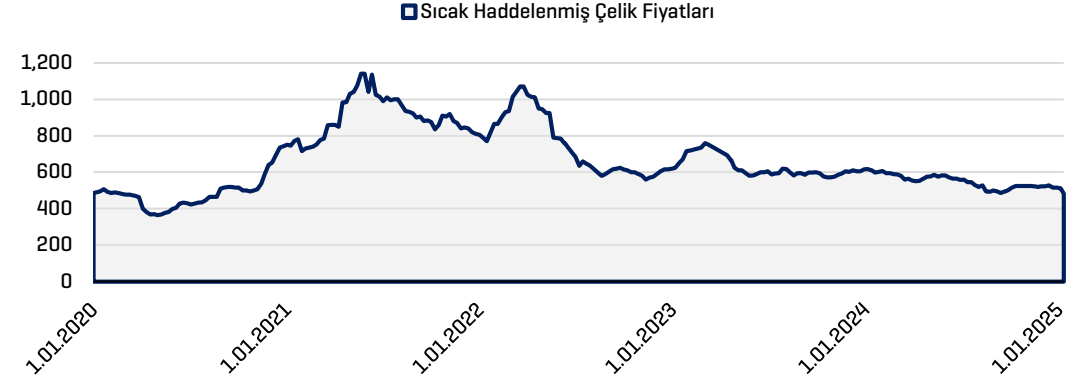


Kaynak: Nielsen, YKY Araştırma

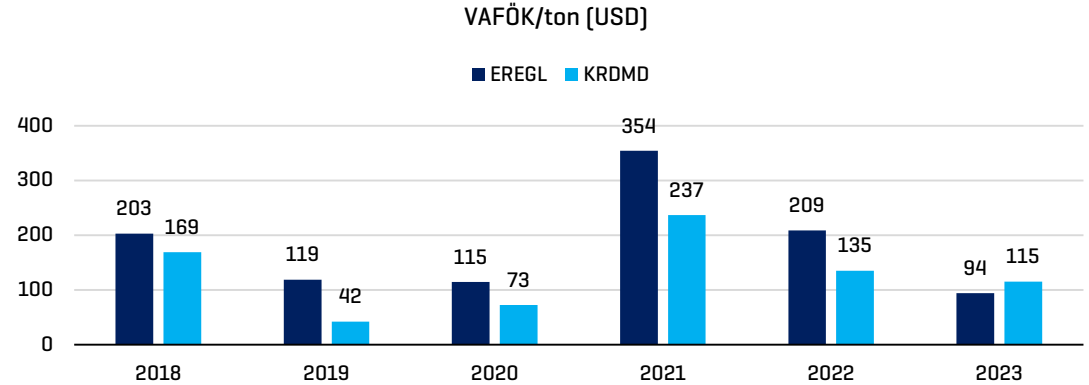
Perakende	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
BIMAS	844,0	65%	AL	8,3	11,7	9,7	10,1	6,5	10,0
MAVI	126,0	70%	AL	9,0	11,5	7,3	2,7	1,6	2,3
MGROS	905,0	70%	AL	5,2	10,4	8,3	13,1	2,8	4,0
SOKM	62,0	61%	AL	5,7	neg.	81,4	6,6	neg.	8,7

Demir&Çelik: 2024 yılında çelik sektöründeki istikrarlı talep, Çin'den gelen agresif dumping nedeniyle gölgede kaldı ve bu da satış fiyatlarında keskin bir düşüşe ve marjlar üzerinde önemli bir baskıya yol açtı. Ekim 2024'teki anti-dumping soruşturması, Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya'dan yapılan sıcak haddelenmiş çelik ithalatına %20-40 vergi getirerek yerel üreticiler üzerindeki fiyat baskılarını hafifletti. 2025 yılında bu düzenlemenin satış fiyatlarında toparlanma sağlayarak daha elverişli bir ortam yaratabileceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak, 2024 yılında ~70 USD seviyesinde gerçekleşen VAFÖK/tonun, 2025 yılında 100 USD'nin üzerine çıkabileceğini öngörüyoruz. Bu bağlamda, **Ereğli'yi <EREGL TI>**, bu gelişmelerin öncelikli faydalanıcısı olarak görüyoruz. Peletleme tesisi, kok bataryası ve yüksek fırın yatırımları şirketin uzun vadeli marjlarını destekleyebilir. Öte yandan artan yatırım harcamaları nakit akışı üzerinde üzerindeki baskı oluşturabilirdi bu nedenle temkinli davranmayı tercih ediyoruz. **Kardemir'in <KRDM TI>**, uzun çelik segmentindeki liderliği nedeniyle faiz indirimlerinden yararlanacağını düşünüyoruz, ancak 2Y24'teki nispeten zayıf ivmenin 1Y25'te de devam etmesini bekleriz. Çin gayrimenkul sektörünün toparlanmasının Çin ihracatını, dolayısıyla fiyatlar üzerindeki baskıyı azaltmasını katalist olarak değerlendiriyoruz. Genel olarak, 2025 yılının çelik sektörü için, iyileşen fiyatlama ve anti-dumping önlemleriyle bir toparlanma yılı olacağına inanıyoruz. Bununla birlikte, fiyatların beklenenden daha yavaş toparlanması, jeopolitik belirsizlik ve hammadde maliyetlerindeki oynaklık gibi riskler, özellikle küresel ve yurt içi ortam gelişmeye devam ederken bizce izlenmesi gereken kritik faktörler olmaya devam ediyor.

Demir Çelik	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
EREGL	30,8	35%	TUT	32,1	12,8	8,7	11,9	7,7	4,4
KRDM	36,7	45%	TUT	10,9	neg.	11,8	4,6	3,7	3,6

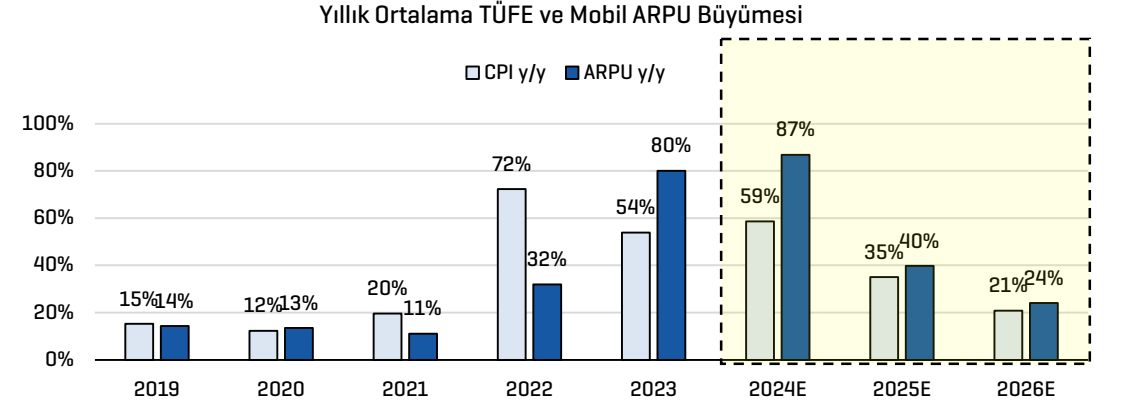


Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

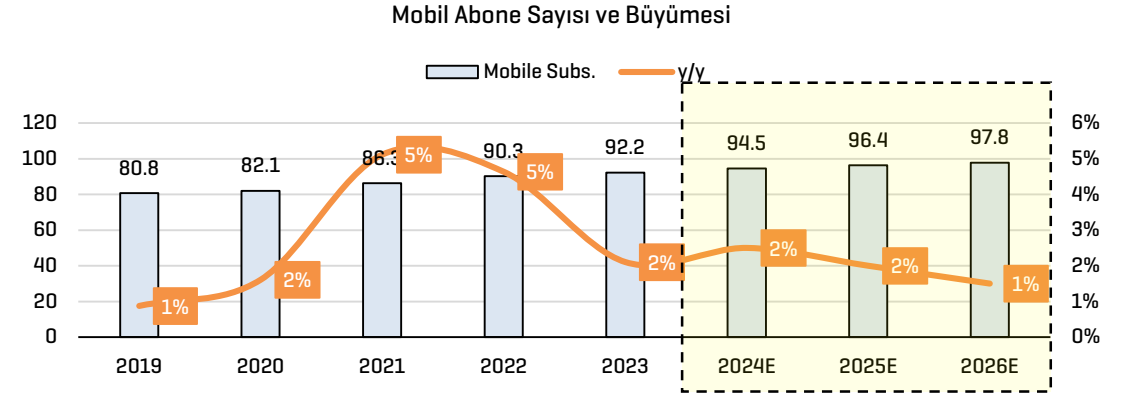


Kaynak: Şirketler, YKY Araştırma

Telekom: Son 12 aylık finansallarına göre sektör geliri, 9A24'te mobil ve sabit segmentlerdeki sözleşme yenilemeleri ve dinamik fiyatlandırma sayesinde reel yıllık ~%40 oldu. Enflasyonun ARPU (Abone başına aylık gelir) üzerindeki gecikmeli etkisi 2025 yılında göreceli olarak azalsa da, özellikle 2025 yılının ilk yarısında güçlü reel ARPU büyümesinin devam edeceğini ve yılsonuna doğru kademeli olarak azalacağını düşünüyoruz. Böylelikle sektörde 2025 yılında bir önceki yıla göre %40 mobil karma ARPU büyümesi bekliyoruz. Personel giderleri sektör oyuncularını için ana maliyet kalemi olup, toplam nakit maliyetlerin %30'unu oluşturmaktadır. Asgari ücrete %30 oranında zam yapıldı. Bu durum şirketlerin marjlarını baskılayabilecekse de ARPU büyüme tahminimizin gerisinde kalması durumunda bu baskının telafi edilebileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle 2025 yılında operasyonel marjların 2024 yılına paralel kalmasını bekliyoruz. Ulaştırma ve Altyapı Bakanı 5G ihalesinin 2025 yılının ilk çeyreğinde yapılacağını, ticari operasyonların ise 2026 yılında yapılacağını söyledi. Dolayısıyla 2025 yılı sektör oyuncularını açısından yoğun yatırım harcamalarının olduğu bir yıl olacak. Modellerimizde **Türk Telekom <TTKOM TI>** ve **Turkcell <TCELL TI>** için 5G kapsamında bir milyar USD'lik yatırım harcaması varsayıyoruz. Özetle, Turkcell ve Türk Telekom için 2025'in dinamik fiyatlandırma avantajının devam ettiği, yoğun yatırım harcamaları yapılacak bir dönem ve yatay marjlarla devam geçecek bir yıl olacağını düşünüyoruz. Mevcut görünümde telekom sektörünü hâlâ beğeniyoruz.



Kaynak: BTK, YKY Araştırma

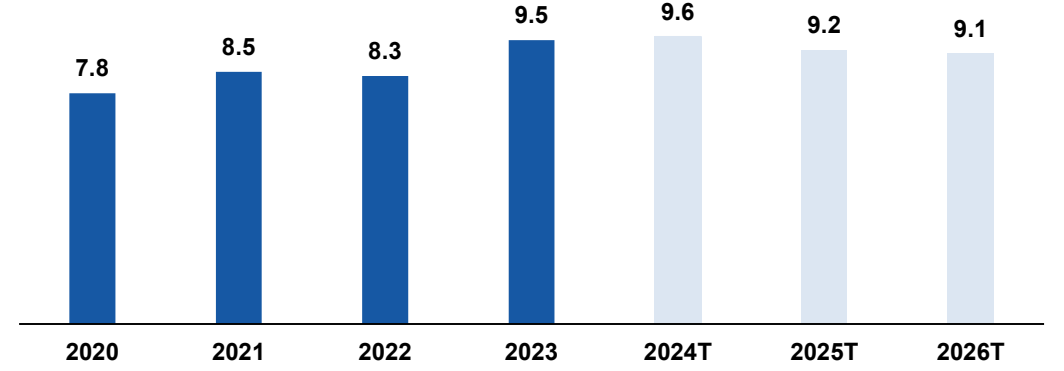


Kaynak: BTK, YKY Araştırma

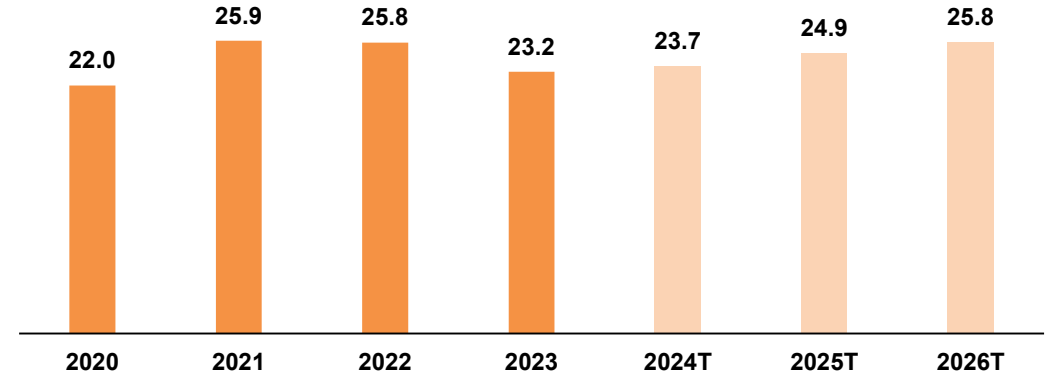
Telekom	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23	24T	25T	23	24T	25T
TCELL	160,3	67%	AL	8,4	11,9	8,4	2,7	2,1	3,0
TTKOM	68,3	53%	AL	4,3	14,9	7,3	3,4	2,2	3,0

Beyaz Eşya: 2024 yılı enflasyon beklentilerindeki katılıktan kaynaklı iç talebin öne çekildiği ve başta Avrupa olmak üzere küresel piyasalardaki durgunluktan kaynaklı dış talebin görece zayıf kaldığı bir yıl oldu. 11A24 itibarıyla iç pazarda beyaz eşya satış hacmi (9,6 milyon adet) yıllık %8 artarken ihracat hacmi (18,8 milyon adet) yıllık %3 düştü ve böylelikle toplam sevkiyatlar (30,3 milyon adet) yıllık bazda yatay kaldı. Başta Batı Avrupa ekonomileri olmak üzere Avrupa pazarında küresel faiz indirimlerinin etkisiyle toparlanmanın 2Y25'e doğru hane halkı alım gücüne sınırlı olumlu yansımaları bekliyoruz. 2025 yılı için beyaz eşya ihracat hacimlerinde Avrupa'daki ekonomik toparlanmayla beraber 24,9 milyon adet (yıllık %5 büyüme) ve yurtiçi satış hacminde makroekonomik koşulların alım gücüne etkisiyle 9,2 milyon adet (yıllık %5 daralma) satış bekliyoruz. **Arçelik <ARCLK TI>** için 2024 yılının en önemli gelişmesi Nisan ayında Whirlpool birleşmesinin tamamlanmasıydı. Şirketi Avrupa pazarında en büyük oyuncu konumuna getiren ve şirketin uzun vadeli yatırım hikayesini oldukça güçlendiren bu birleşmenin kısa vadeli yükü ise marjlar üzerinde baskı ve artan borçluluk oldu. Öte yandan, Avrupa'daki zayıf talep ortamı, güçlü TL ve artan finansman maliyetleri de şirket finansallarını baskıladı. 2025 yılıyla birlikte, bu baskıların tamamen ortadan kalkmasa bile, olumsuz etkilerinin azalmasını ve şirket finansallarının iyileşmesini bekliyoruz. Hissenin, 2025 nominal tahminlerimize göre işlem gördüğü 4,2x FD/VAFÖK çarpanı küresel benzerlerine göre %39 iskontoya işaret etmektedir.

Yurtiçi Satış Hacimleri (mn adet)



İhracat Hacimleri (mn adet)



Kaynak: TURKBESD, YKY Araştırma

Beyaz Eşya	Hedef Fiyat (TL/Pay)	Potansiyel	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22	24T	25T	23	24T	25T
ARCLK	186,0	45%	TUT	11,5	neg.	76,5	7,3	7,6	5,4

ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.