

Gedik Yatırım Strateji Raporu

13 Aralık 2024

2025: Risksiz Faizden Borsaya Geçiş Dönemi

TCMB faiz indirim sinyalini güçlü bir şekilde verdi

- TCMB'den son Enflasyon Raporu ve PPK toplantısı sonrası gelen mesajlar faiz indirim sürecini başlatma niyetini net bir şekilde ortaya koyuyor. Kasım'da manşet TÜFE enflasyonu beklentileri aştıysa da, **TCMB** son dönemde öne çıkardığı kira-hariç hizmet enflasyonundaki iyileşmeyi gerekçe göstererek **Aralık'ta sembolik bir adımla (100-150 bazpuan) faiz indirim sürecini başlatmak isteyebilir.**
- TCMB'nin mevcut enflasyonun 300-400 bazpuan üzerinde bir politika faizi ile para politikası sıkılığını koruyabileceğini düşünüyoruz. **TCMB'nin mart ayı için %38'lik TÜFE enflasyonu tahmini baz alındığında, Banka'nın nisan ayına kadar 750-800 bazpuan civarında bir faiz indirimi yapabileceği çıkarımını yapıyoruz.** TCMB'nin daha düşük bir ex-post reel faizin (örneğin 200-250 bazpuan) de yeterli sıklığa işaret edeceğini düşünmesi halinde, bu süredeki faiz indirimi tutarı 1,000 bazpuana kadar da ulaşabilir. Buna göre, TCMB Aralık'ta faiz indirimi pas geçse bile, piyasalardaki faiz indirim sürecine ilişkin fiyatlamanın ve yükseliş eğiliminin korunabileceğini değerlendiriyoruz.
- **Swap hariç net rezervlerin Mart sonundaki -65,5 milyar \$ seviyesinden görülen artış kabaca 113 milyar \$'a ulaşmış durumda.** Bu gelişmenin hem yurtdışı yerleşiklerin hem de yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihlerindeki değişimlerden kaynaklandığını söyleyebiliriz. **TCMB'nin döviz pozisyonundaki bu iyileşme, TCMB'ye TL'de olası değer kayıplarını önleme/sınırlama konusunda önemli bir alan yaratmaktadır.**
- Cari açığın GSYH'nin %1,0'in altına gerilemesi ve öngörülebilir vadede düşük seviyelerde kalmaya devam edeceği beklentisi, halen yüksek faizlere bağlı olarak carry-trade işlemlerinin devam eden cazibesi ve TCMB'nin döviz pozisyonunda yaşanan önemli miktardaki iyileşme gibi tüm unsurlar **Türk Lirası'nda reel değerlenme sürecinin kısa vadede sürdürülebileceğine işaret ediyor.**
- Bununla beraber, kur ve enflasyon makasının açılmaya devam etmesi, bir noktada Türk Lirası üzerinde dışsal veya içsel bazı faktörlere bağlı olarak baskıların ortaya çıkmasına da yol açabilir. Bu açıdan, **faiz indirim sürecinin enflasyondaki düşüğe paralel bir şekilde kademeli olarak hayata geçirilmesi ve sürdürülmesi de kritik önem taşıyor.**

TL'deki reel değerlenmeye ek olarak hizmet enflasyonundaki iyileşmenin desteğiyle TÜFE enflasyonunda kademeli gerileme sürebilir

- Kurda 2025 yılında %20'nin biraz üzerinde bir değer artışıyla (2024'e göre daha sınırlı bir reel değerlenmeye), **\$/TL kurunu 2025 sonunda 43,0 seviyesinde, yıllık ortalama olarak da 39,0 seviyesinde öngörüyoruz.** Bununla beraber, TÜFE ve Yİ-ÜFE bazlı reel döviz kurlarının geldiği seviyeleri de dikkate aldığımızda, 2025 yılında kurun seyrine ilişkin olarak 2024 yılına nazaran daha fazla belirsizlik olduğunu söyleyebiliriz. Türk Lirası'ndaki reel değerlenmenin kısa vadede devam edeceği öngörümüze bağlı olarak, TÜFE enflasyonunun ilk çeyrek sonunda %37-38, ilk yarıyıl sonunda ise %33-35 seviyelerine gerileyebileceğini düşünüyoruz.
- **Hizmet enflasyonunda kırılmanın devam etmesi ön koşuluna bağlı olarak, TÜFE enflasyonu sene sonunda %29,0 civarına gerilemesini bekliyoruz.** Enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin gecikmesi ve kurda potansiyel bir değer kaybı yukarı yönlü riskleri canlı tutsa da, kurların ve emtia fiyatlarının seyrine bağlı olarak, daha olumlu bir görünüm de mümkün olabilir.
- 2024 yılını 11 milyar \$ seviyesinde tamamlayacağını düşündüğümüz cari açığın **2025 yılı boyunca ılımlı seyrederek GSYH'nin %1,5-2,0'si civarında, finanse edilebilir seviyelerde kalmasını bekliyoruz. 2025 sonu cari açık tahminimiz 25 milyar \$ olarak ortaya çıkıyor.**
- **2025'te depreme bağlı ödenekler azalacak olsa da, bütçe açığı/GSYH oranının %4,0'ün altına indirilmesini zor olduğunu değerlendiriyoruz.** 2024'te gündemden çıkan vergi düzenlemelerin 2025'te hayata geçmesi halinde bu oran %4,0'ün altında kalabilir.
- **Önümüzdeki süreçte enflasyonun düşüş trendine ilişkin daha somut bir görünümün ortaya çıkması halinde 200 bazpuana doğru düşüşün sürebileceğini ve bu durumda da kurumlardan 1 kademe daha kredi notu artışının gündeme gelebileceğini düşünüyoruz.**
- **Yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı bir dizi belirsizlik unsurunun gelişimine göre her iki yönde de önemli risklerin olduğunu söyleyebiliriz. Potansiyel risk faktörlerine göre, iyimser ve kötümser makro senaryolarımıza ilişkin detaylara 17-19. sayfalar arasında ulaşabilirsiniz.**

Serkan Gönençler
Baş Ekonomist

Daha destekleyici bir döngünün eşliğinde olabiliriz

- 2023 yılı sonunda yayınladığımız strateji raporumuzda 2024 yıl genelinde temkinli duruşumuzu yatırımcılar ile paylaştık. Bu görüşümüzün ana nedenleri (a) düşük faiz ve yüksek talep politikaları sonucunda karların hızla artması, ve endeksin 2022 ve 1Ç 2024 arasında ABD doları bazında iki katına çıkması, yani yüksek baz etkisi, ve (b) buna ek olarak düşük faiz ve yüksek kar büyümesi döngüsünün terse döneceği beklentimiz idi. Sonuç olarak, 2024'te, bugüne kadar, BIST100 Endeksi (güçlü TL'nin de etkisi ile) ABD doları bazında %14,2 (lira bazında +%33) yükseldi. MSCI EM endeksine göre yatay bir performans gösteren endeks enflasyon beklentimize yaklaşık negatif %25, mevduat faizlerine nazaran de Mayıs'tan itibaren yaklaşık %35 negatif reel getiri sağladı. Buna ek olarak, oldukça oynak bir yıl yaşadık. Şöyle ki; endeks Temmuz ayındaki zirvesi ile Kasım ayındaki dibi arasında %20'lik bir düşüş yaşadı, ve o dip tarihindən bugüne %17 oranında arttı. Şirketler ise 2024'ün ilk çeyreğinin sonundan bu yana giderek daha zor bir faaliyet dönemi geçirmekte.
- 2024 yıl sonunda reel anlamda %70 net kar daralması ve %20 FAVÖK daralması beklemekteyiz. Daralmanın ana nedenleri azalan alım gücü ve talebe bağlı ürün fiyat artışlarının sınırlanması, ve göreceli güçlü kalan TL ve zayıf global ekonomiler nedeni ile sınırlı talep ve düşük karlılıkta ihracat gelirleri sayılabilir. 2025 yılına ise benzer bir resim ile giriyor ve şirketlerin faaliyet ortamının, özellikle yılın ilk yarısında zorlu bir dönemin içinde olacağını düşünüyoruz. **Ancak, Türkiye'nin geçen sene başının tam tersine, faiz düşüşü yaşayacağı bir döngüye girmekte olduğunu ve bunun 2024'den kalan düşük baz da dikkate alındığında yılın ikinci yarısında farklı bir resim ortaya çıkarabileceğini düşünüyoruz.** 2025 için reel olarak %13 net kar, %4 FAVÖK artışı beklemekteyiz. Bu da karlılıklar açısından 2025 yılının ikinci yarısının birinci yarıya nazaran daha yüksek seyredeceğine işaret ediyor. Buna ek olarak, artan GSYH beklentimiz ile 2026 yılında reel anlamda %5 FAVÖK ve %14 net kar büyümesi tahmin etmekteyiz. Olası ek vergiler ve daralmanın beklenenden daha derin olması, özellikle 2025 için, kar tahminlerimizdeki ana risk unsuru olarak öne çıkmakta. **2025 yılında sektörel bazda reel kar performansı açısından, değerlemeleri de göz önüne alarak, öne çıkartmak istediğimiz sektörler bankacılık, demir çelik, gıda perakende ve telekomünikasyon sektörleri.**

Halihazırdaki endeks adil değer tahminimiz 13,037 ve yükselme potansiyeli %29. Ancak, karlılık döngü ivmesinin yukarıya evrilmesi ile birlikte çok daha yüksek seviyeler mümkün. Bu bağlamda, adil değerler bankacılık ve sanayii sektörlerinde %27 ve holdinglerde %39.3 Ancak, uzun vadeli döngünün ivmesinin yukarıya evrilmesi ile birlikte çok daha yüksek endeks seviyelerinin mümkün olduğunu düşünüyoruz. **Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimizi 30-33. sayfalarda bulabilirsiniz.**

Reel bazda (2025/2026) kar büyüme beklentilerimizi ülkeler arası büyüme ve çarpanlara harmanladığımızda Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran makul bir yıl geçirme ihtimalinin olduğunu ve iskontolu çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. Öte yandan, 2026 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ FK çarpanlarına %60 civarı iskontoda gözükmemekte. Sonuç olarak, yukarıda bahsettiğimiz olası 6 aylık zorluklara ve bölgesel politik faktörlerin yaratacağı olası oynaklıklara rağmen endeksteeki zayıflıkların alım fırsatı yarattığını, ve Türkiye borsasının uzun vadeli patika değişikliğinin eşliğinde olabileceğini, **2026 öngörülebilirliği arttıkça hisse senetlerinin prim yapabileceğini düşünüyoruz ve faizin üzerinde getiri sağlamayabilme olasılığının mümkün olduğunu düşünüyoruz.** Öte yandan, jeopolitik gelişmeler geçmişten farklı olarak olumlu anlamda risk primini düşürücü etki yaratabilir.

Model portföyden Anadolu Grubu ve İş Bankası'nı çıkartıyor, Garanti Bankası ve TSKB'yi ekliyoruz.

- 4.çeyrekte de ana bankacılık gelirlerinde zayıflık beklentimiz ve enflasyon muhasebesinden göreceli avantaj sağlayacağını düşündüğümüz İş Bankası'nda 2025 yılında enflasyon muhasebesine geçişin iptali sebebiyle kar alıyor, yerine güçlü marj ve karlılık performansını sürdürmesini beklediğimiz Garanti Bankası ve TSKB'yi model portföyümüze ekliyoruz.
- Anadolu Grubunu da son dönemdeki güçlü performansının ardından model portföyümüzden çıkartıyoruz.

Strateji Raporu

İçerik

- Ekonomik Görünüm
- Piyasalara Dair Beklentiler
- Sektör Yorumları
- Ana Tahminler
- Varlık Dağılımı Önerileri
- Model Portföy ve Hisse Önerileri



Ekonomik Görünüm: Özet

Baz makro senaryomuza ilişkin temel varsayımlar ve tahminlerimiz...

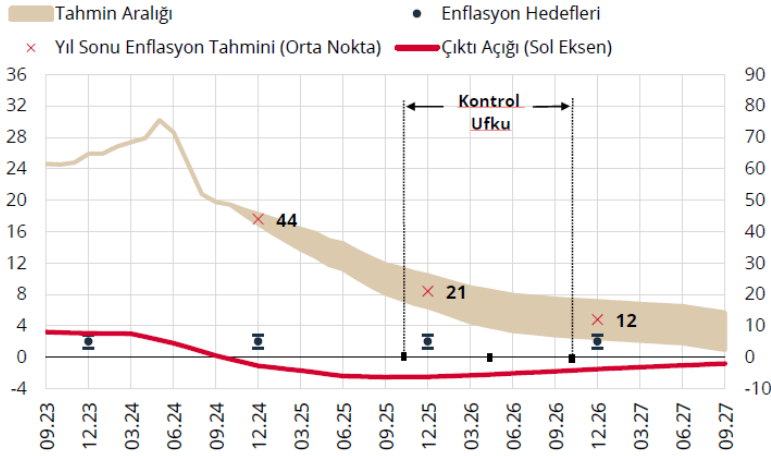


		<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024T</u>	<u>2025T</u>
USD/TL	Dönem sonu	13.33	18.70	29.44	35.30	43.00
	Dönem ortalaması	8.89	16.62	23.77	32.82	39.00
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	36.1%	64.3%	64.8%	45.0%	29.0%
	Dönem ortalaması	19.6%	72.3%	53.9%	58.6%	33.5%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	31.9%	51.3%	70.2%	45.7%	31.1%
	Dönem ortalaması	18.3%	57.0%	58.3%	59.9%	34.3%
10-yıllık Tahvil	Dönem sonu	24.6%	10.6%	26.6%	28.8%	22.5%
	Dönem ortalaması	17.6%	18.3%	18.4%	28.1%	25.2%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	14.00%	9.04%	40.00%	48.50%	32.00%
	Dönem ortalaması	17.6%	12.7%	20.0%	48.8%	38.5%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	11.0%	5.6%	4.5%	3.0%	2.5%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	7,209	15,007	26,260	44,185	60,958
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	810	893	1,092	1,341	1,556
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-2.7%	-0.9%	-5.2%	-5.0%	-4.1%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.2%	1.1%	-2.7%	-2.6%	-0.9%
Faiz-Dışı Denge (IMF)	GSYH'ye oranı	-1.6%	-0.2%	-3.7%	-3.4%	n.a.
Cari Denge	Milyar \$	-7.3	-48.7	-45.5	-11.3	-25.0
	GSYH'ye oranı	-1.7%	-5.5%	-4.2%	-0.8%	-1.6%
Bilgi (Varsayımlar):						
Brent Petrol (\$/varil)	Dönem ortalaması	70.6	98.9	82.2	80.3	75.0
Doğalgaz, Avrupa TTF (€/MW saat)	Dönem ortalaması	46.3	135.1	41.4	34.0	38.0
CRB Emtia Endeksi	Dönem ortalaması	699.1	898.0	644.8	574.7	520.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.0-0.25%	4.25-4.50%	5.25-5.50%	4.25-4.50%	3.25-3.50%
ECB politika faizi	Dönem sonu	-0.50%	2.00%	4.00%	3.00%	1.75%
EUR/USD	Period Average	1.18	1.05	1.08	1.09	1.05
Küresel GSYH Büyümesi	Period Average	6.6%	3.6%	3.3%	3.2%	3.0%

TEMEL VARSAYIMLAR - BAZ SENARYO:

- Asgari ücret artışını %30-32 civarında belirlenmesi.
- Yurtiçi siyasi gündemin mevcut haliyle devam etmesi ve siyasi risk priminde artış yaşanmaması.
- TCMB'nin politika faizini mevcut enflasyonun (300-400 baz puan) üzerinde tutarak parasal sıkılığı koruması.
- Genişleyici maliye politikası adımlarından kaçınılması.
- Yılın ikinci yarısında, enflasyondaki gerilemeye ve CDS'in 200'e doğru gerilemesine paralel, 1 kademe kredi notu artışı gündeme gelebilir.
- ABD'de yumuşak iniş:** ABD ekonomisinin konsensus görüşle paralel olarak yumuşak iniş senaryosu ile uyumlu hareket etmesi. ABD enflasyonunda tarifeler kaynaklı yukarı yönlü risklerin vergi indirimleriyle dengelenmesiyle TÜFE enflasyonunda bir yükselişin önlenmesi. Buna bağlı olarak 2025'te FED'in mevcut yönlendirmeleri ile uyumlu olarak 100 baz puan faiz indirimi gerçekleştirmesi (buna karşın FED yıl içinde faiz indirimlerine ara vermek durumunda kalması ya da daha az faiz indirimine gitmesi riski olabilir).
- Avrupa'da yavaşlayan büyüme:** Avrupa'da tarifelerin etkisiyle büyüme görünümünün daha fazla bozulması ve ECB'nin mevcut beklentilerin üzerinde 125 baz puan faiz indirimi yapması.
- Çin büyümesinde kademeli yavaşlama:** ABD'nin uyguladığı ek tarifelere rağmen, Çin yönetiminin attığı teşvik adımlarının Çin büyümesini %4,0-4,5 bandında tutması.
- Jeopolitik risklerde azalma:** Ek jeopolitik gerginliklerin ortaya çıkmaması, Brent petrol fiyatlarının 75\$/varil civarlarında dengelenmesi. Doğalgaz fiyatlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin gerçekleşmemesi.

TCMB'nin enflasyon ve çıktı açığı tahminleri



TCMB'nin 3 yıllık enflasyon tahmin aralıkları şöyle şekilleniyor:

2024 sonu: %44 (%42-46); %38 (%34-42)'den revize edildi.

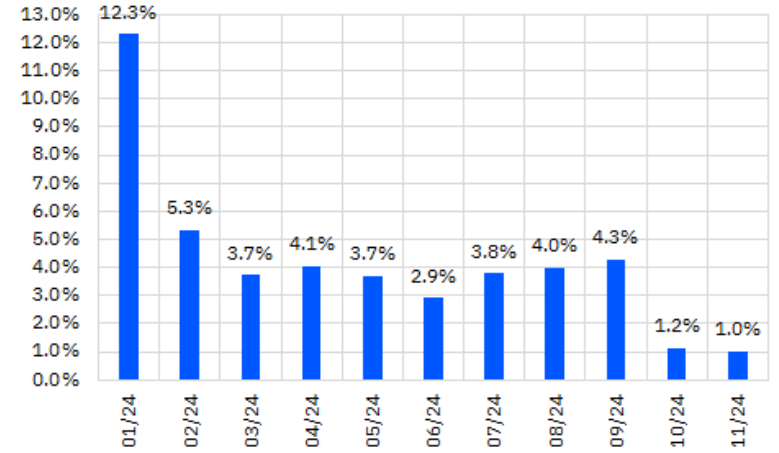
2025 sonu: %21 (%16-26); %14 (%7-21)'ten revize edildi

2026 sonu: %12 (%6-18); %9'dan revize edildi.

TCMB'nin tahmin revizyonunun kaynakları:

	2024	2025
Gıda Fiyatları	1.6	1.9
Türk Lirası Cindinden İthalat Fiyatları	0.2	0.5
Çıktı Açığı	0.3	0.2
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-	0.9
Başlangıç Koşulları, Enflasyon Ana Eğilimi ve Ataleti	3.9	3.5

Kira hariç hizmet enflasyonu



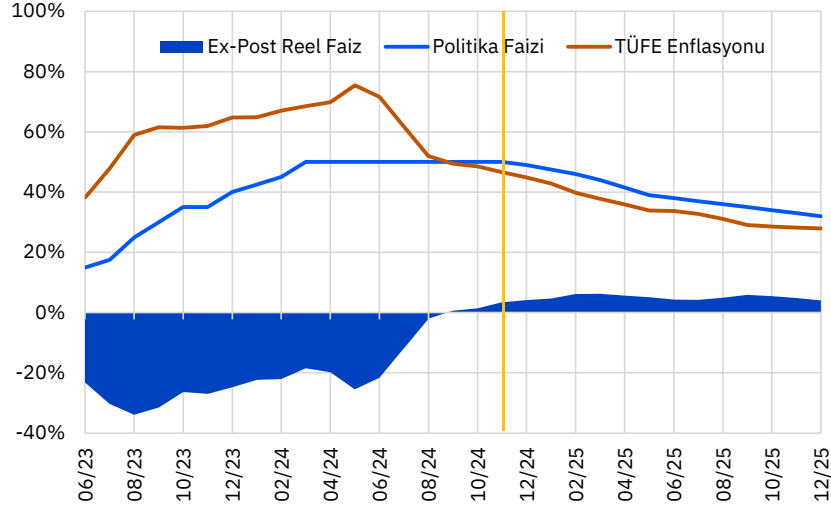
- TCMB Başkanı Fatih Karahan 8 Kasım'da gerçekleşen Enflasyon Raporu toplantısında, Banka'nın enflasyon tahminlerine yapılan revizyonların ana kaynağını enflasyonun ana eğiliminin beklentilerinin üzerinde seyretmesine bağladı. Karahan buna karşın, enflasyondaki bu eğilimin para politikası kontrolü dışında kalan gıda ve kira enflasyondan kaynaklandığını ve kira enflasyonu hariç tutulduğunda hizmet enflasyonunda belirgin bir iyileşme gözlemlediklerini belirtti. Karahan bunlara ek olarak yüksek oranlı revizyonların Banka'nın politika rotasını etkilemeyeceğini vurguladı. **Piyasalar TCMB'nin bu mesajlarını güçlü bir faiz indirim sinyali olarak algıladı.**
- TCMB 21 Kasım'daki PPK toplantısında da, iç talebin yavaşlamaya devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelere geldiğini, hizmet enflasyonunda iyileşmeye dair sinyallerin belirginleştiğini ve temel mal enflasyonunun düşük seyretmeye devam ettiğini belirterek faiz indirim beklentilerini daha da güçlendirdi.
- Bu mesajların ardından açıklanan Kasım ayı manşet TÜFE enflasyonu beklentileri aştıysa da, **TCMB'nin son dönemde öne çıkardığı kira-hariç hizmet enflasyonundaki iyileşmeyi gerekçe göstererek Aralık'ta sembolik bir adımla (100-150 baz puan) faiz indirim sürecini başlatmak eğiliminde olabileceğini düşünüyoruz.**

Ekonomik Görünüm

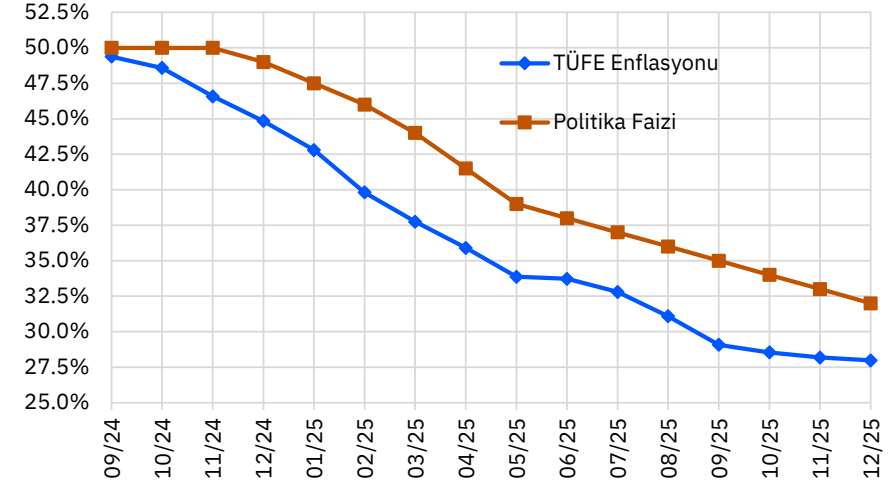
TCMB ex-post reel politika faizini pozitif bölgede tutmak isteyecektir



Anlık Enflasyona Göre Reel Politika Faizi (Ex-Post)



TÜFE Enflasyonu ve Politika Faizi Projeksiyonlarımız



- TCMB politika faizinin, enflasyon gerçekleştirmeleri ve beklentileri göz önünde bulundurularak öngörülen dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleneceğini söylüyor. Buna göre, **TCMB'nin faiz indirim sürecinin ilk aşamalarında mevcut enflasyonun 300-400 baz puan üzerinde bir politika faizi ile para politikası sıklığını koruyabileceğini düşünüyoruz.**
- Bu bağlamda, **TCMB'nin mart ayı için %38'lik TÜFE enflasyonu tahmini baz alındığında, Banka'nın nisan ayına kadar 750-800 baz puan civarında bir faiz indirimi yapabileceği çıkarımını yapıyoruz. TCMB'nin daha düşük bir ex-post reel faizin (örneğin 200-250 baz puan) de yeterli sıklığa işaret edeceğini düşünmesi halinde, Nisan'a kadarki faiz indirimi tutarı 1,000 baz puana kadar da ulaşabilir.**
- Buna göre, TCMB Aralık'ta faiz indirimini pas geçse bile, piyasalardaki faiz indirim sürecine ilişkin fiyatlamının ve yükseliş eğiliminin korunabileceğini değerlendiriyoruz.**
- TCMB ilerleyen süreçte de 300-400 baz puan ex-post reel faiz vererek politika faizini sene sonuna kadar %32 civarına kadar çekebilir.**

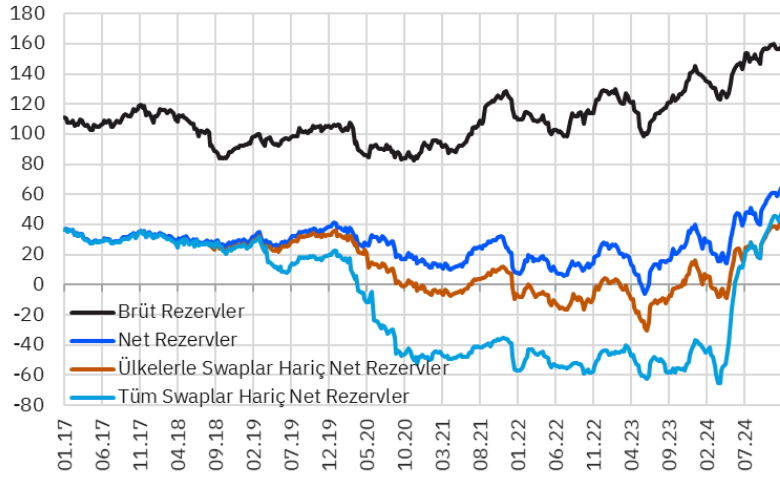
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

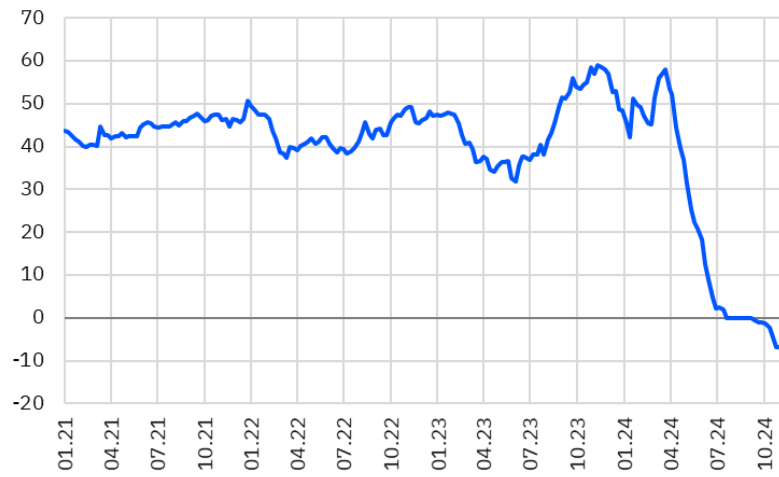


TCMB'nin Mart sonundan bu yana döviz pozisyonundaki iyileşme 113 milyar \$'a ulaşmıştır

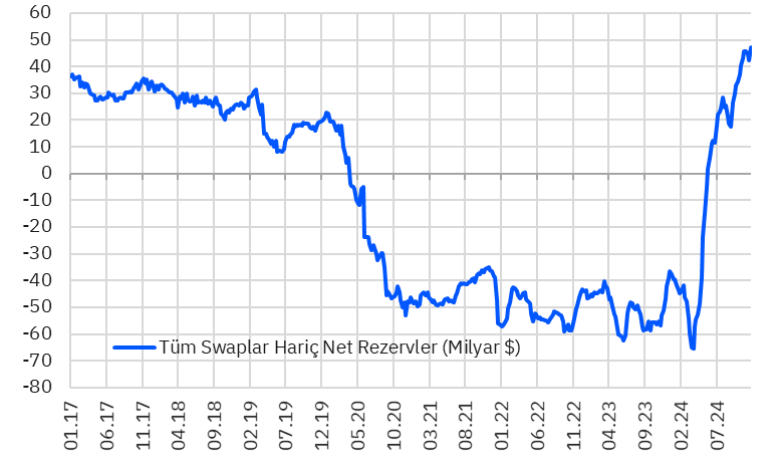
Uluslararası Döviz Rezervleri (Milyar \$)



TCMB'nin Bankalarla Swap İşlemleri (Milyar \$)



Swaplar Hariç Net Döviz Rezervleri (Milyar \$)



- TCMB'nin döviz rezervlerinde Mart ayı sonundan itibaren yükseliş eğilimi bazı haftalar kesintiye uğrasa da hızlı bir şekilde sürmektedir. Son olarak, 29 Kasım haftasında brüt rezervler 156,6 milyar \$'dan 157,7 \$'a, net rezervler ise 60,9 milyar \$'dan 64,2 milyar \$'a, swap hariç rezervler ise 4,9 milyar \$ artış göstererek 47 milyar \$'a kadar yükselmiştir.
- **Swap hariç net rezervlerin Mart sonundaki -65,5 milyar \$ seviyesinden görülen artış kabaca 113 milyar \$'a ulaşmış durumdadır.** Bu süreçte, brüt döviz rezervleri 35 milyar \$, net döviz rezervleri ise 49 milyar \$ artış göstermiştir.
- **TCMB'nin döviz pozisyonundaki bu iyileşme, TCMB'ye TL'de olası değer kayıplarını önleme/sınırlama konusunda önemli bir alan yaratmaktadır.**

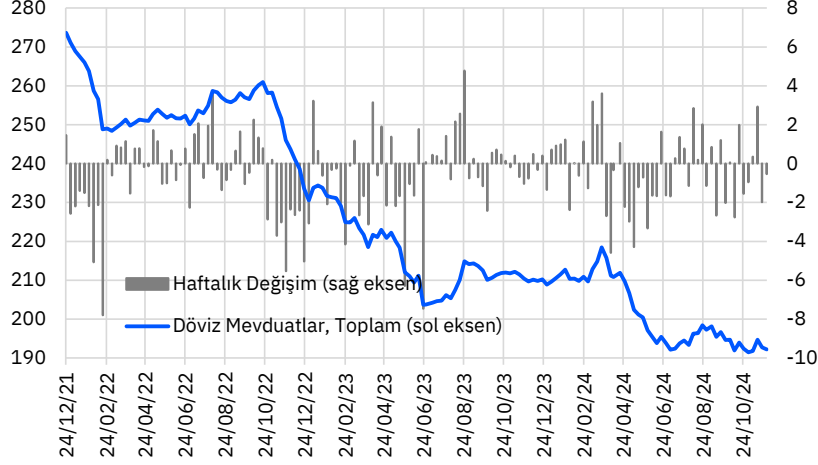
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Makro Görünüm

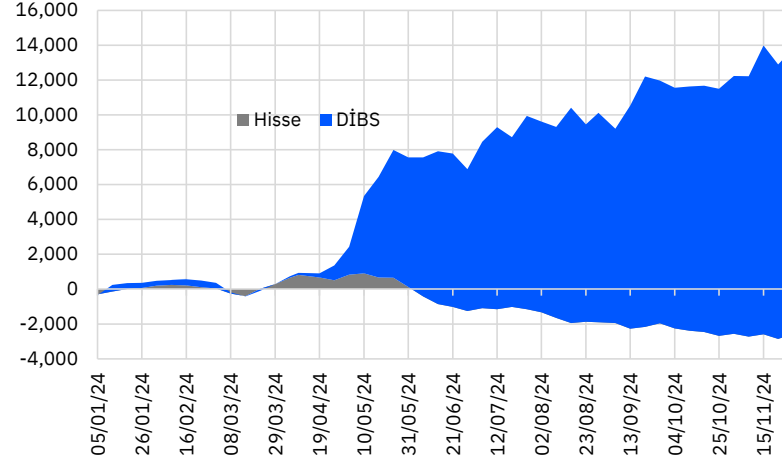


Döviz pozisyonundaki iyileşmede hem yurtiçi hem de yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri belirleyicidir

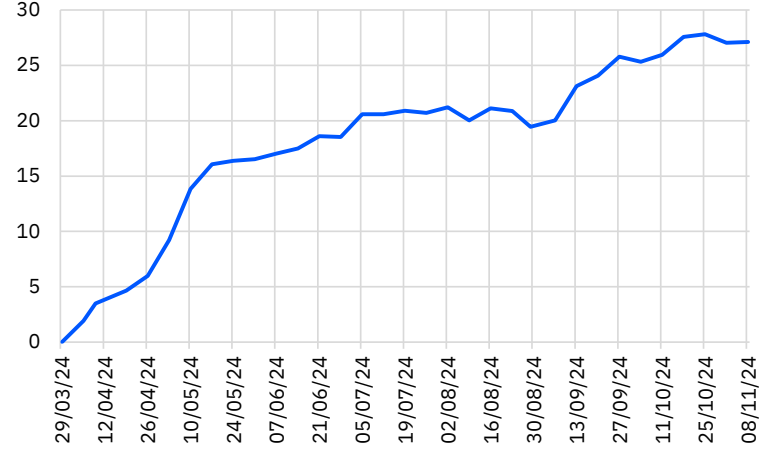
**Döviz Mevduatlar, Toplam (Milyar USD);
parite etkisi düzeltilmiş**



**Yurtdışı yerleşiklerin net sermaye hareketleri,
Kümülatif (Milyon \$)**



**Swap Kanalından Tahmini Sermaye Hareketleri
(Carry-Trade), Kümülatif (Milyon \$)**



- TCMB'nin döviz pozisyonundaki bu iyileşme hem yurtdışı yerleşiklerin, hem de yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihlerindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır.
- **29 Mart haftasından bu yana bakıldığında döviz mevduatlar 26,3 milyar \$ gerilerken**, bunun 12,8 milyar \$'ı bireysellerden, 13,5 milyar \$'ı ise kurumsallardan kaynaklanmıştır.
- **Mart sonundan bu yana yurtdışı yerleşiklerin DİBS alımları ise 16,5 milyar \$'a ulaşmıştır.**
- Aynı dönemde **para piyasalarına da carry-trade amaçlı olarak swap kanalıdan 26-27 milyar \$' civarında para girişi gerçekleştiğini tahmin etmekteyiz.**
- Bunlar dışında, ihracat bedellerinin TCMB'ye satış yükümlülüğünün (%30 oranında) devam etmesi de TCMB rezervlerini desteklemektedir.
- Döviz bazlı kredilerde mart sonundan bu yana yaşanan 30 milyar \$'lık artış da, TCMB'nin ticari bankalarla swap ihtiyacını azaltarak, swap hariç rezervlerdeki artışa dolaylı olarak katkıda bulunmaktadır.

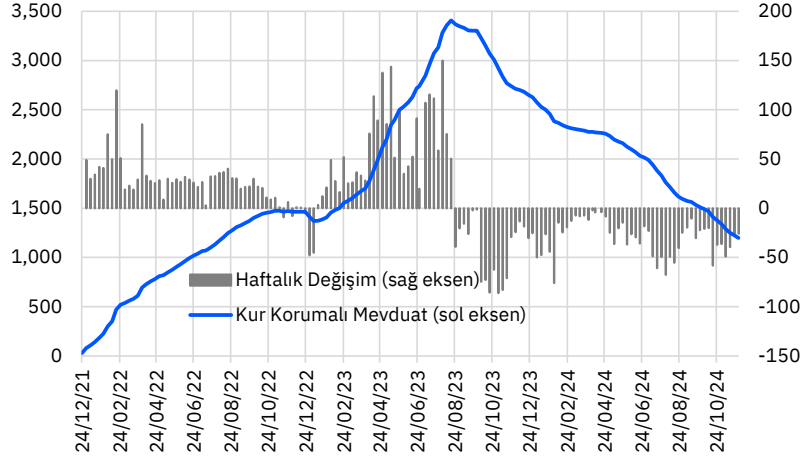
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

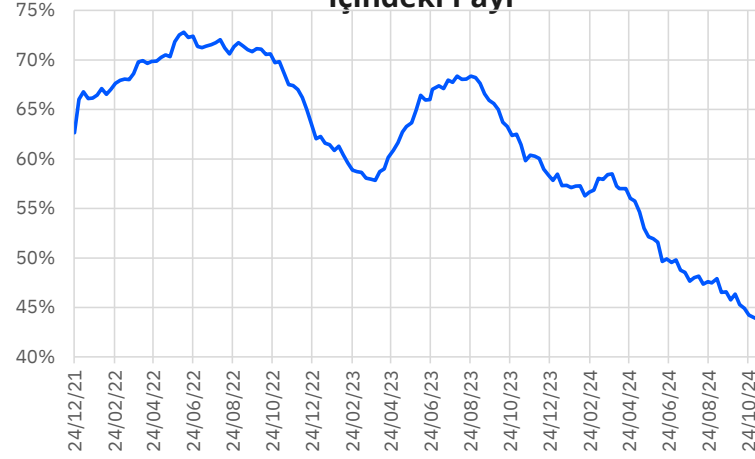


KKM hesaplarında tepe noktadan çözülme 2,2 milyar TL'ye ulaşmıştır

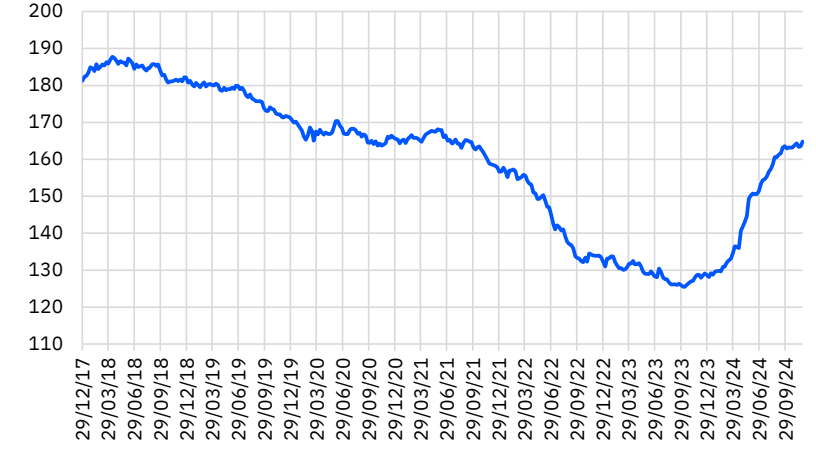
Kur Korumalı Mevduatlar (Milyar TL)



DTH ve KKM Hesaplarının Toplam Mevduatlar İçindeki Payı



Döviz Bazlı Krediler (Milyar USD)



- Bu süreçte, Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarındaki çözülme de sürmektedir. KKM büyüklüğü mart sonundan bu yana kabaca 1,1 milyar TL'ye ulaşmıştır. **KKM hesaplarında Ağustos 2023'te ulaşılan tepe noktadan çözülme ise 2,2 milyar TL'ye ulaşmış durumdadır.**
- Döviz tevdiat hesapları ve KKM hesaplarının toplam mevduat içindeki payı mart sonundan bu yana %59'dan %43 civarına gerilemiştir. Bu oran 2022 ortalarında %72, Ağustos 2023'te ise %68 seviyelerine ulaşmıştır.

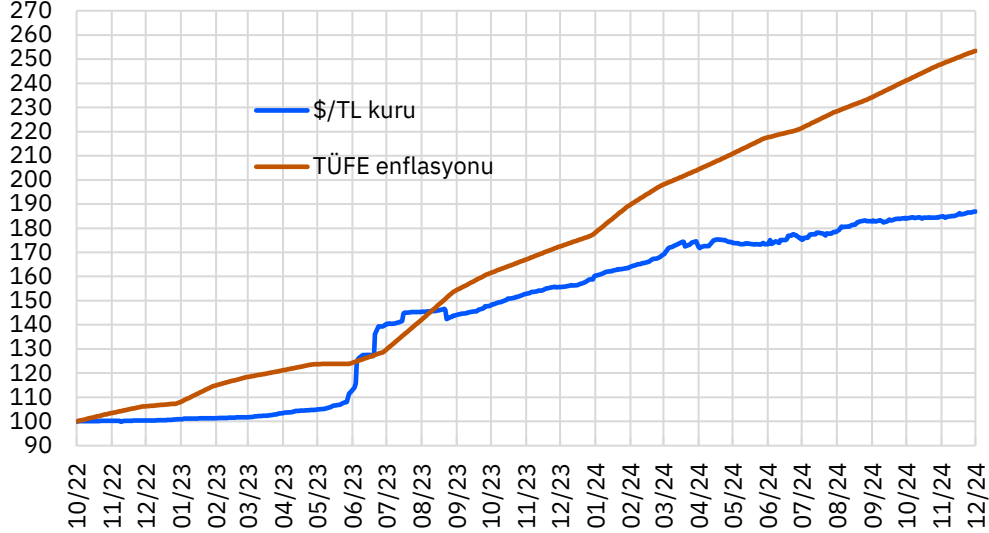
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

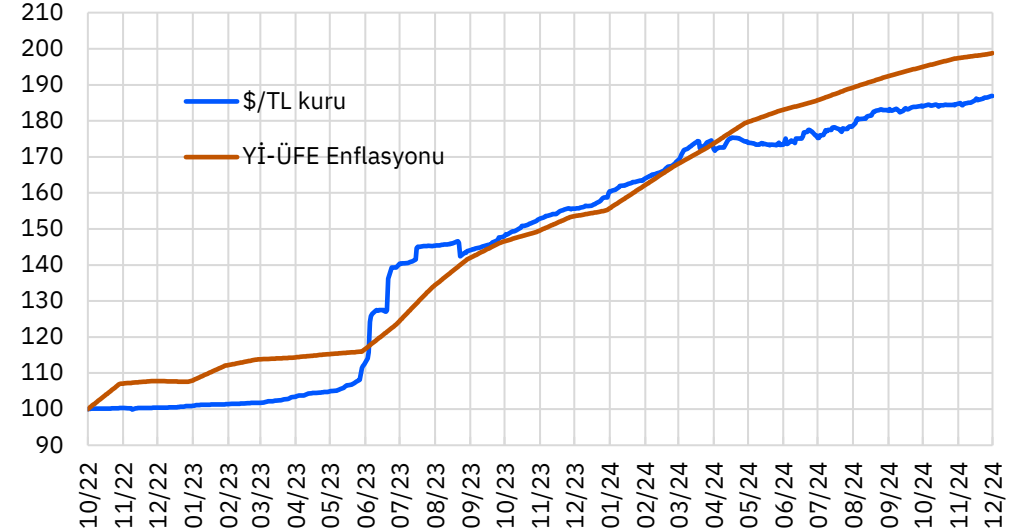


TL'deki reel değerlenme sürecinin kısa vadede sürmesini bekliyoruz

\$/TL Kuru - TÜFE Enflasyonu (1 Ekim 2022=100)



\$/TL Kuru - Yİ-ÜFE Enflasyonu (1 Ekim 2022=100)



- 2023 genel seçimlerin ardından yeniden ortodoks politikalara geçilmesi ve kurun serbest bırakılmasıyla hızla değer kaybeden **Türk Lirası Ağustos 2023'ten bu yana ise reel değerlenme sürecine girmiştir. Bu tarihten sonra \$/TL'de yaklaşık %30'luk bir artış gerçekleşirken, TÜFE enflasyonu %65, Yİ-ÜFE enflasyonu ise %40 olmuştur.**
- Cari açığın GSYH'nin %1,0'in altına gerilemesi ve öngörülebilir vadede düşük seviyelerde kalmaya devam edeceği beklentisi, halen yüksek faizlere bağlı olarak carry-trade işlemlerinin devam eden cazibesi ve TCMB'nin döviz pozisyonunda yaşanan önemli miktardaki iyileşme gibi tüm unsurlar **Türk Lirası'nda reel değerlenme sürecinin kısa vadede sürdürülebileceğine işaret ediyor.** Enflasyon eğiliminde istenen kırılmanın ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin gecikmesi de, TCMB'yi önümüzdeki günlerde TL'de reel değerlenme stratejisini daha agresif bir şekilde sürdürmeye itebilir.

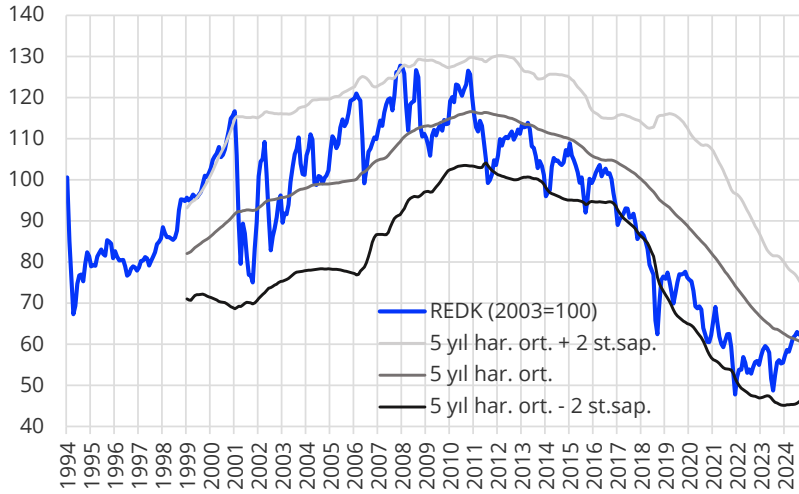
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

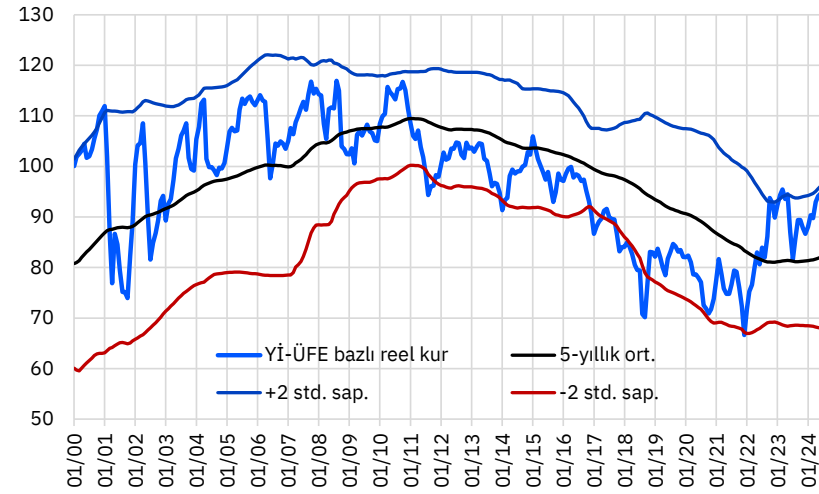


TL'deki reel değerlenmenin sürdürülebilirliği kalıcı dezenflasyon için önemli...

Reel Efektif Döviz Kuru, TÜFE Bazlı (2003=100)



Reel Efektif Döviz Kuru, Yİ-ÜFE Bazlı (2003=100)



- Bununla beraber, **önümüzdeki dönemde kur ve enflasyon makasının açılmaya devam etmesi, bir noktada Türk Lirası üzerinde dışsal veya içsel bazı faktörlere bağlı olarak baskıların ortaya çıkmasına da yol açabilir.** Böyle bir durum enflasyondaki düşüş trendini de sekteye uğratmasına yol açabilir. Bu açıdan, faiz indirim sürecinin enflasyondaki düşüşü paralel bir şekilde kademeli olarak hayata geçirilmesi ve sürdürülmesi de kritik önem taşıyor.
- TL'yi reel değerlenmeye bırakarak ve ücretleri baskılayarak enflasyonda kalıcı bir düşüş trendi sağlanabileceğini düşünmüyoruz. Enflasyonda 2025 ve sonraki yılların hedeflerine doğru kalıcı bir düşüş için öncelikle enflasyon beklentilerinin kırılması ve buna bağlı olarak da talebi öne çekme ve geriye dönük fiyatlama gibi enflasyonda atalet yaratan unsurların ortadan kalkması gerekiyor.
- **Kurda 2025 yılında %20'nin biraz üzerinde bir değer artışıyla (2024'e göre daha sınırlı bir reel değerlenmeyle), \$/TL kurunu 2025 sonunda 43,0 seviyesinde, yıllık ortalama olarak da 39,0 seviyesinde öngörüyoruz.**
- Bununla beraber, TÜFE ve Yİ-ÜFE bazlı reel döviz kurlarının geldiği seviyeleri de dikkate aldığımızda, 2025 yılında kurun seyrine ilişkin olarak 2024 yılına nazaran daha fazla belirsizlik olduğunu söyleyebiliriz. Yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı bir dizi belirsizlik unsurunun gelişimine göre her iki yönde de önemli risklerin olduğunu söyleyebiliriz

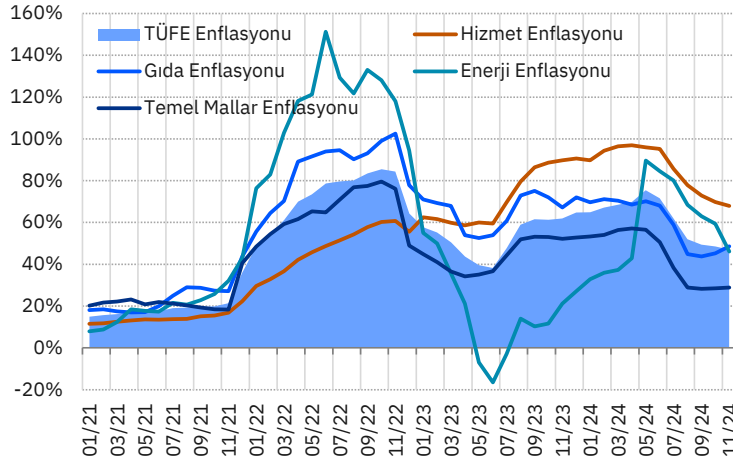
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

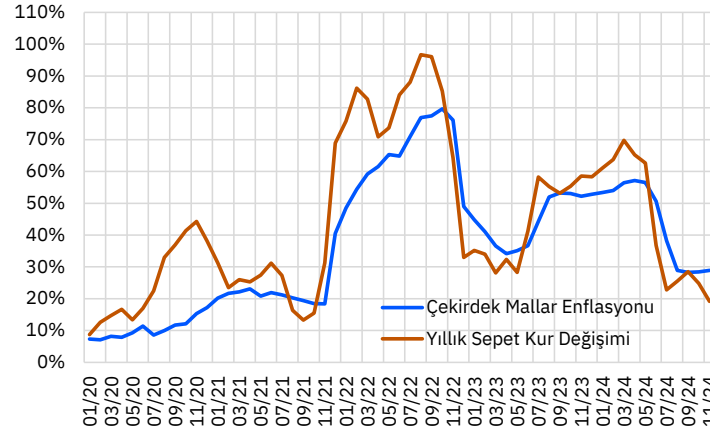


Enflasyon görünümünde hizmet enflasyonu ve çekirdek mal enflasyonu arasındaki ayrışma öne çıkıyor...

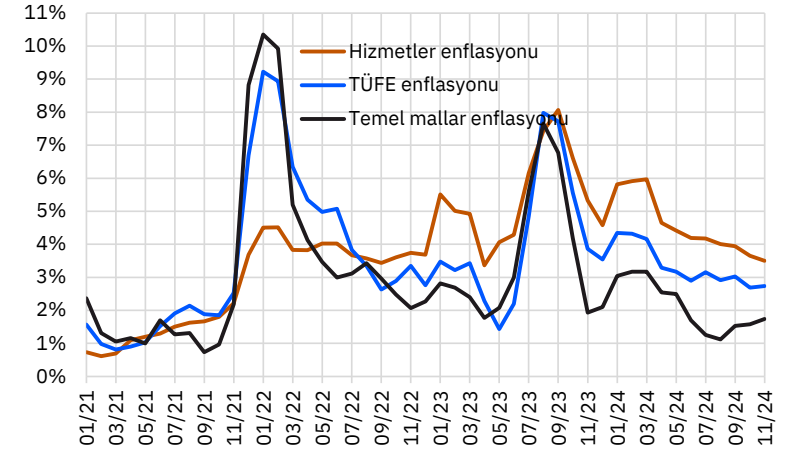
TÜFE Enflasyonunu Alt Kalemler, Yıllık



Sepet Kur Değişimi - Çekirdek Mallar Enflasyonu, Yıllık



Mevsimsellikten Arındırılmış Aylık Enflasyon, 3-Aylık Ortalama



- Kasım'da TÜFE enflasyonu beklentilerin üzerinde %2,24 seviyesinde gerçekleşirken, temel belirleyici %5,1 seviyesinde gelen gıda enflasyonu oldu. Buna karşın, piyasalar Ağustos ve Eylül'deki %4,6 ve %4,9'luk gerçekleştirmelerin ardından Ekim'e %1,9'a gerileyen hizmet enflasyonunun Kasım'da da %1,6 seviyesine çekilmesine daha fazla odaklanarak veriyi (faiz indirimi sinyali açısından) olumlu karşıladı.
- **TCMB'nin son dönemde fazlaca öne çıkardığı kira hariç hizmet enflasyonunun ise son iki ayda %4,0'lü seviyelerden 1,0'li seviyelere geri çekildiğini hesaplıyoruz.** Bununla beraber, TCMB'nin aylık enflasyon eğilimi olarak takip ettiği mevsimsellikten arındırılmış enflasyon göstergelerinde ise katılığın korunduğu gözlemleniyor. Aylık enflasyon eğilimi manşet TÜFE için %2,7, hizmetler için ise %3,5 gibi yüksek seviyelerde yüksek seyretmeye devam ediyor. Hatırlanacağı gibi, TCMB şubat ayında yaptığı yönlendirmesinde, aylık enflasyon eğiliminin son çeyrekte %1,5 civarına gerilemesi yönündeki beklentisini paylaşmıştı.
- **Aylık hizmet enflasyonundaki yumuşamaya karşın, yıllık hizmet enflasyonu %68 ile %29 seviyesindeki çekirdek mallar enflasyonunun oldukça üzerinde kalmaya devam ediyor.** Bu fark, kalıcı dezenflasyon için kurdaki stabilitenin tek başına yeterli olmadığını, enflasyon beklentilerindeki ve fiyatlama davranışlarında da iyileşmeye ihtiyaç olduğunu bize anlatmakta.

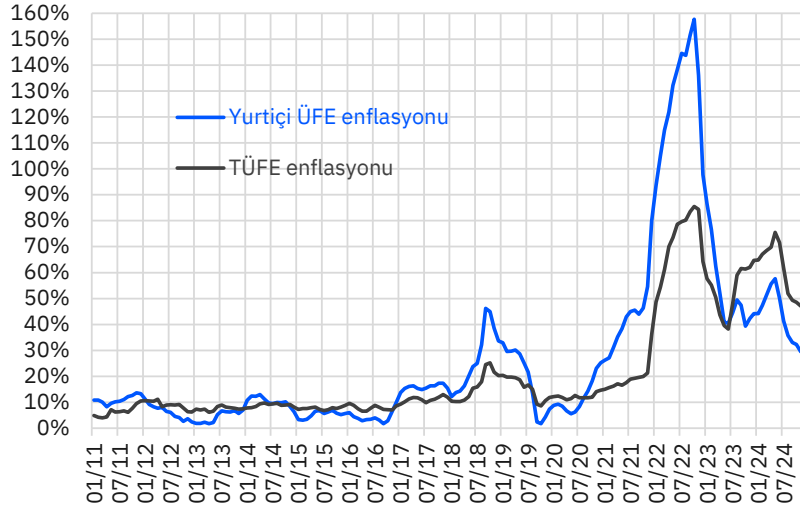
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

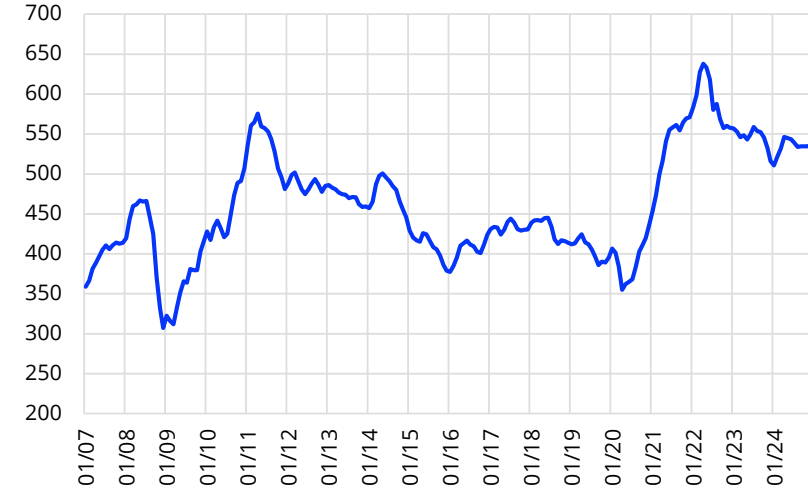


TÜFE enflasyonunun ilk çeyrek sonunda %37-38, ilk yarıyıl sonunda ise %33-35 seviyelerine gerileyebilir

TÜFE Enflasyonu – Yurtiçi ÜFE Enflasyonu, Yıllık



Emtia fiyatları (CRB/Reuters US Spot All Commodities Index)



- Yurtiçi ÜFE enflasyonunda ise kurdaki stabilitenin korunmasına ve pandemi sonrası ve Rusya/Ukrayna savaşının olumsuz etkileri ile 2020-2022 arasında hızla tırmanan emtia fiyatlarında yaşanan geri çekilmeye bağlı olarak daha olumlu bir görünüm olduğunu söyleyebiliriz. Mayıs ayında %57,7 seviyesinden gerilemeye başlayan yıllık Yİ-ÜFE enflasyonu Ekim'deki %32,2 seviyesinden Kasım'da %29,5'e geriledi. Dolayısıyla, önümüzdeki süreçte kurdaki stabiliteye ek olarak küresel emtia fiyatlarındaki ılımlı seyrin korunması önce Yİ-ÜFE enflasyonunu daha sonra da TÜFE enflasyonunu olumlu etkileyebilir.
- **Türk Lirası'ndaki reel değerlenmenin kısa vadede devam edeceği öngörümüze bağlı olarak, TÜFE enflasyonunun ilk çeyrek sonunda %37-38, ilk yarıyıl sonunda ise %33-35 seviyelerine gerileyebileceğini düşünüyoruz.** Enflasyondaki bu düşüşün sadece kurdaki stabiliteyle temel mal enflasyonu sayesinde olmaması, hizmet enflasyonundaki iyileşmenin de daha fazla katkı vermesi, dezenflasyonun kalıcılığı açısından önemli olacak. **Hizmet enflasyonunda kırılmanın devam etmesi ön koşuluna bağlı olarak, TÜFE enflasyonu sene sonunda %29,0 civarına gerilemesini bekliyoruz.**
- Bununla beraber, enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin gecikmesi ve kurda potansiyel bir değer kaybı süreci yukarı yönlü riskleri canlı tutsa da, kurların ve emtia fiyatlarının seyrine bağlı olarak, daha olumlu bir görünüm de mümkün olabilir. Bu nedenle, **jeopolitik gelişmeler ve küresel ekonominin seyrinin de enflasyon üzerinde belirleyici faktörler olabileceğini değerlendiriyoruz.**

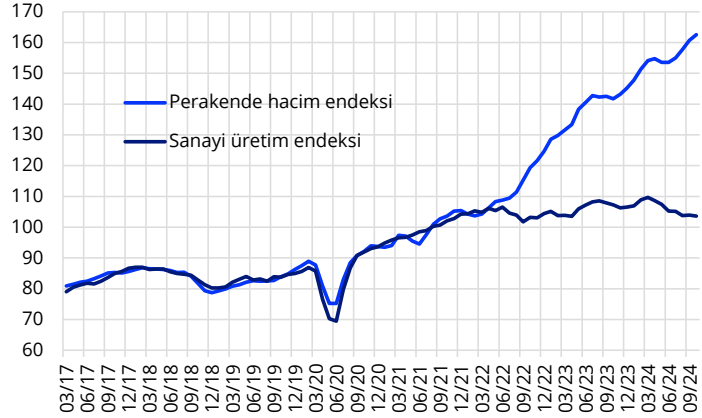
Kaynak: TÜİK, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

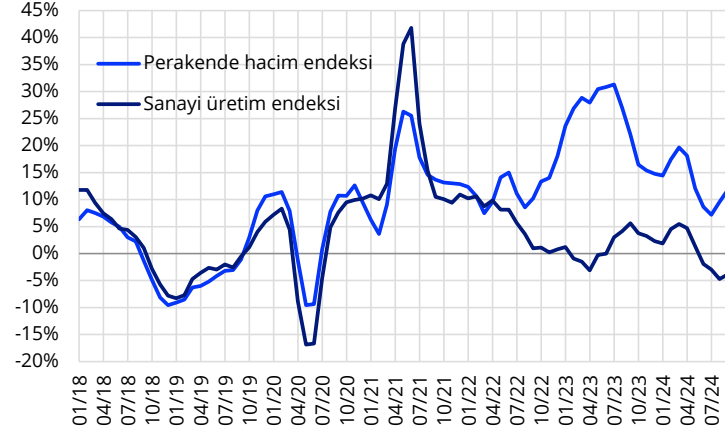
Üretim tarafındaki gerileme belirginleşti ancak tüketimde net bir yavaşlama henüz yok



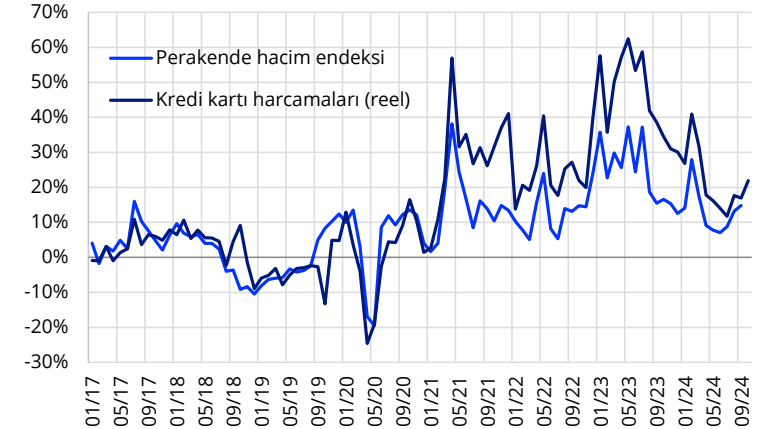
Sanayi üretimi - Perakende satışlar (2021=100)



Sanayi üretimi - Perakende satışlar, Yıllık değişim



Kredi kartı harcamaları - Perakende satışlar, Yıllık değişim



- İmalat PMI Kasım'da 45,8'den 48,3 yükselmekle birlikte üst üste 8.ayda da eşik değer 50,0'nin altında kaldı. Aslına bakılırsa, bu yılın Şubat ve Mart aylarındaki 50,2 ve 50,0 seviyeleri hariç tutulursa, imalat PMI Temmuz 2023'ten beri 50 eşik değerinin altında seyrediyor. Bu dönemde ortalama PMI değeri 48,3 seviyesinde gerçekleşti.
- Üretimdeki bu zayıflığa karşın, zaten çok sınırlı oranda soğuma gösteren tüketim eğiliminin son aylarda yeniden kıpırdamaya başladığını takip ediyoruz. Şöyle ki, perakende hacim endeksinde Eylül'deki aylık %2,3 artışla son 4 aydaki (Haziran-Eylül) kümülatif artış %8'e yaklaşırken, yıllık bazda da %15,9'luk artış oluştu. Buna göre, 3. çeyrek itibariyle, dezenflasyon süreci için önem taşıyan iç talepte soğuma eğilimine ilişkin net bir görünümün henüz oluşmadığını söyleyebiliriz.
- Perakende hacim endeksi ile eğilim olarak güçlü bir ilişki gösteren kredi harcamalarındaki eğilimler ve güven endekslerindeki son çeyrekte de net bir soğuma olmadığına işaret ediyor. **Perakende satışlardaki bu canlanmanın yurtiçi talebin dezenflasyon sürecini destekleyecek seviyelere gerilediğini söyleyen TCMB'nin görüşü ile çeliştiğini söyleyebiliriz.**
- Mevcut eğilimler GSYH büyümesinin son çeyrekte %2,5-3,0 seviyelerinde gerçekleşebileceğine işaret ediyor, ki bu da 2024 yılı GSYH büyümesini %3,0 civarında tutacaktır. **Tüketimde 2025 yılında da çok net bir yavaşlamama beklememekle beraber, üretim tarafında süregelen durağanlık 2025 yılı büyümesini %2,5 civarında tutabilir. Ancak, mevcut eğilimler altında risklerin yukarı yönlü olduğunu söyleyebiliriz.**

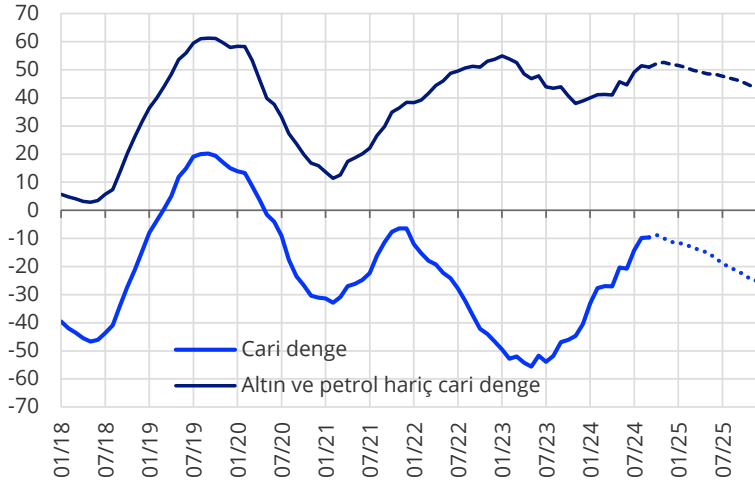
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

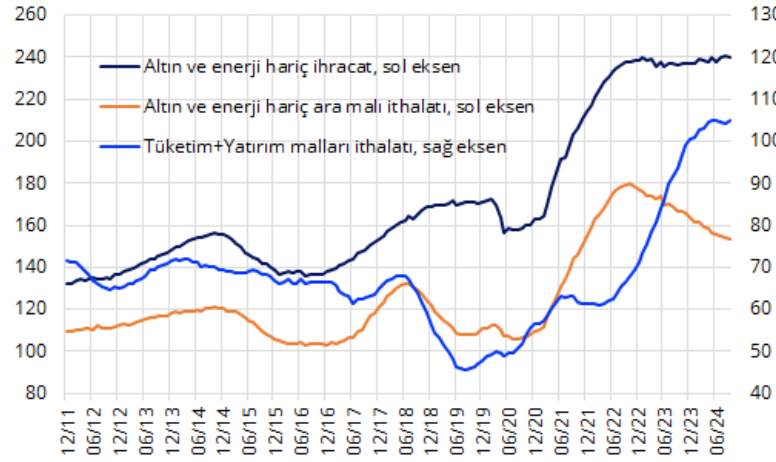


Cari açığın 2025'te ılımlı seyrederek GSYH'nin %1,5-2,0'si civarında, finanse edilebilir seviyelerde kalmasını bekliyoruz

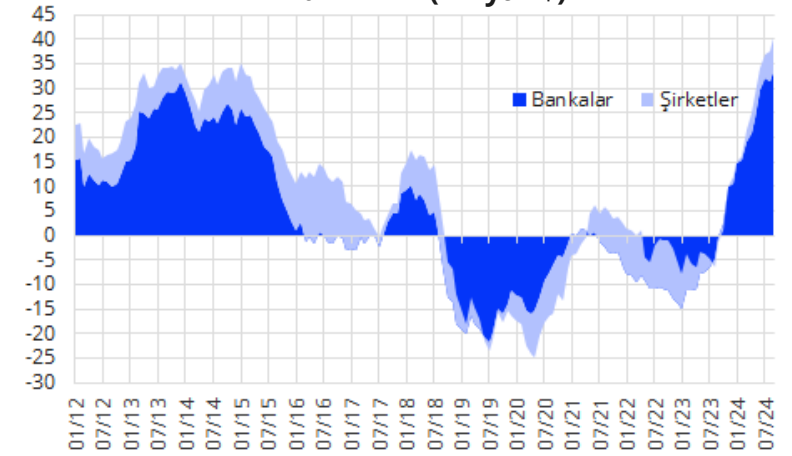
Cari dengeye ilişkin projeksiyonumuz (Milyar \$)



İhracat ve ithalatın kırılımı, 12-ay (Milyar \$)



*Özel sektörün yurtdışından borçlanması, 12-ay birikimli (Milyar \$)



* krediler ve tahvil ihraçları toplamını içerir

- 12-aylık birimli cari açık Eylül itibariyle önceki aylarda yapılan ve 10 milyar \$'a yaklaşan revizyonların da desteğiyle 10 milyar \$'ın (GSYH'nin %1,0'inden az) altında seviyelere kadar geriledi. Buna göre, cari açığa Mayıs 2023'teki zirvesine göre kabaca 46 milyar \$'lık bir gerileme olduğu görülüyor. Bu gerilemenin 44 milyar \$'ı dış ticaret açığındaki iyileşmeden kaynaklanırken, bunda da başrolü net altın ve enerji ticareti kaynaklı açığındaki yaklaşık 42 milyar \$'lık düşüş oynuyor. Bunlar dışında, hammadde ithalatı gerilerken, yatırım mali ve özellikle de tüketim ithalatı ise hızlı bir şekilde artmaya devam etmiş. Buna göre, iç talepte hedeflenen soğuma gerçekleşebilmiş olsaydı, tüketim ve yatırım malları ithalatının da desteğiyle çok daha düşük bir cari açık, hatta cari fazla verilmesi mümkün olabilirdi.
- Son 12-aylık döneme bakıldığında, bankaların 20 milyar \$'ı kredi borçlanması, 13,4 milyar \$'ı tahvil ihracı olmak üzere 33,4 milyar \$'lık, şirketlerin de 2,2 milyar \$'ı kredi borçlanması ve 4,7 milyar \$'ı tahvil ihracı olmak üzere 6,9 milyar \$'lık finansman gerçekleştirdikleri (toplamda 40 milyar \$'ın üzerinde) görülüyor. Buna göre, özel sektörün yurtdışından borçlanma olanaklarının 2012-2013 dönemindeki zirve seviyelerini de aştığı görülüyor. Dolayısıyla, ülke risk primindeki iyileşmenin olumlu etkisinin buraya doğrudan yansımaları söyleyebiliriz.
- Cari açığındaki düşüş trendinin kasım ayından itibaren baz etkilerinin terse dönmesi ve düşük kur seviyelerinin ithalat talebini desteklemesiyle terse dönmesini bekliyoruz. **2024 yılını 11 milyar \$ (GSYH'nin %0,8'i) seviyesinde tamamlayacağını düşündüğümüz cari açığın 2025 yılı boyunca ılımlı seyrederek GSYH'nin %1,5-2,0'si civarında, finanse edilebilir seviyelerde kalmasını bekliyoruz. 2025 sonu cari açık tahminimiz 25 milyar \$ olarak (GSYH'nin %1,5-1,6'sı) ortaya çıkıyor.**

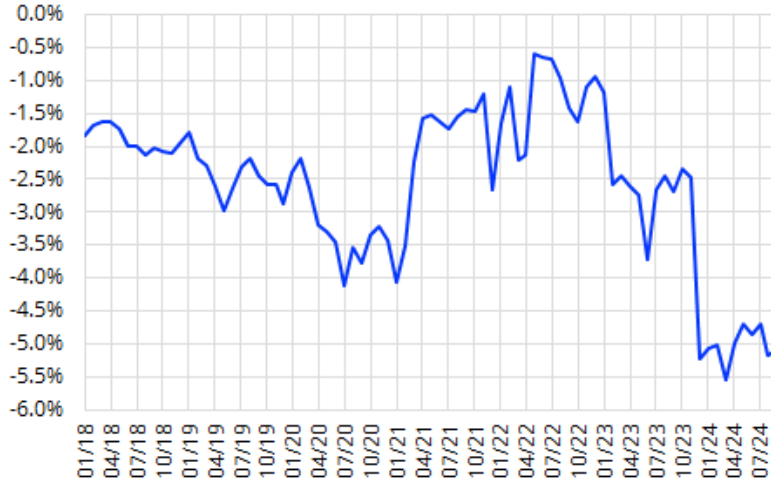
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

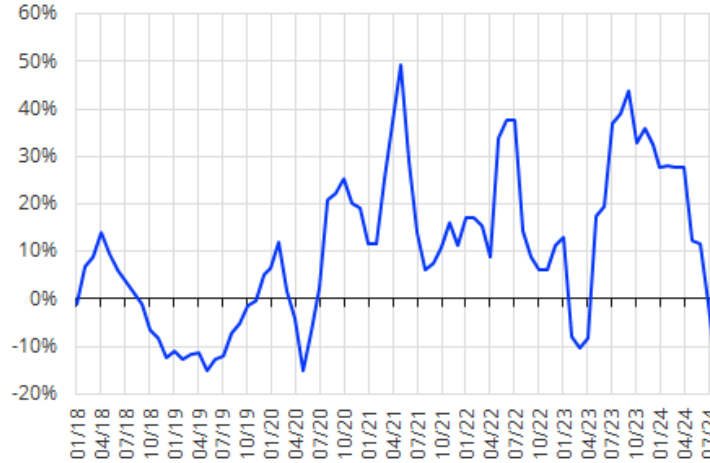


2025'te depreme bağlı ödenekler azalsa da, bütçe açığı/GSYH oranının %4,0'ün altına indirilmesini zor görüyoruz

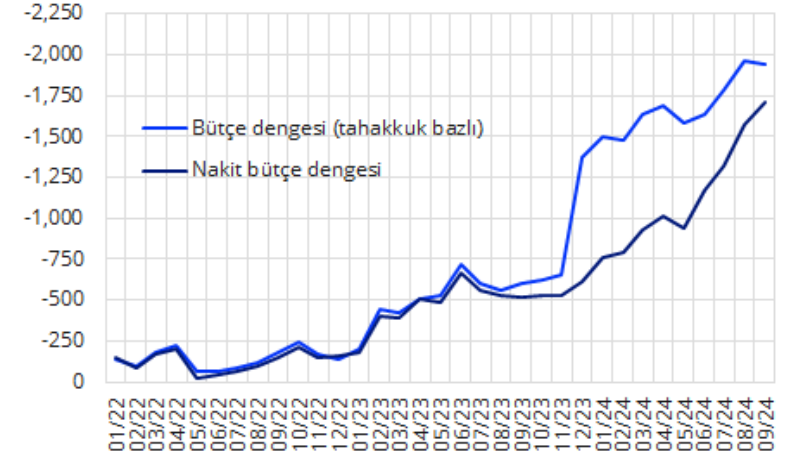
Merkezi bütçe dengesi, GSYH'ye oranı



Vergi gelirleri, Yıllık reel değişim, 3-aylık ort.



Nakit ve tahakkuk bazlı bütçe dengesi, 12 aylık (Milyar TL)



- Son aylarda bütçe harcamalarının artışında sınırlı da bir yavaşlama takip edilse de, bütçe açığındaki artışa toplam vergi tahsilatında da (kısmen güçlü baz etkisine bağlı olsa da) reel gerilemeler göze çarpıyor. Ek olarak, faiz harcamalarındaki sert yükselişler de bütçe açığındaki yükselişe katkı yapan bir unsur olarak öne çıkıyor. **Özetle, bütçe açığı GSYH'nin %5'i civarında seyretmeye devam ederken, yılı da buna yakın bir seviyeden tamamlaması muhtemel görünüyor.**
- 2023'ün aralık ayında kullanılmayan deprem ödeneklerinin emanet hesabına alınması nedeniyle, tahakkuk bazlı bütçe açığı ile nakit bazlı bütçe açığı arasında yaklaşık 750 milyar TL'lik bir fark oluşmuştu. Geçen sene kullanılmayan ödeneklerin kullanılmasıyla nakit bazlı bütçe açığında son aylarda daha hızlı bir artış yaşandığını takip ediyoruz. Bu arada deprem ödeneklerinin önemli bir bölümünün kaydedildiği ve bu sene 685 trilyon TL ödenek ayrılan sermaye transferleri kaleminde bu sene şu ana kadar sadece 52 milyar TL'lik tahakkukta bulunulmuş. Bu nedenle, Aralık ayında bu ödeneklerin tahakkuk ettirilmesiyle, geçen yıl olduğu gibi çok yüksek bir bütçe açığı ile karşılaşılacağını söyleyebiliriz.
- **2025'te depreme bağlı ödenekler azalacak olsa da, bütçe açığı/GSYH oranının %4,0'ün altına indirilmesini zor olduğunu değerlendiriyoruz.**
- Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek 2024 yılında «vergilendirilmemiş alan kalmayacak» diyerek kapsamlı bir vergi paketi taslağı hazırlamıştı. Fakat, sonrasında bu paketin önemli ölçüde tıraşlanmasıyla düzenlemelerin küçük bir bölümü hayata geçmişti. **2024'te gündemden çıkan bu düzenlemelerin veya benzerlerinin 2025'te hayata geçmesi halinde bütçe açığı/GSYH oranının %4,0'ün altına indirilmesi mümkün olabilir.**

Kaynak: TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı (HMB), Gedik Yatırım Araştırma









Ekonomik Görünüm: Özet

Alternatif makro senaryolar...











- Yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı bir dizi faktör makro senaryolara ve tahminlere ilişkin önemli belirsizliklere neden olmaktadır. Özellikle, ABD Başkanı Trump'ın korumacılık (ek tarifeler) ve genişleyici maliye politikası (vergi indirimleri) adımları, Çin başta olmak üzere diğer ülkelerin bu politikalara vereceği karşılıklar ve içerideki politik gelişmeler makro senaryoların bambaşka yönlere evrilmesine neden olabilir. **Aşağıda iyimser veya kötümser senaryoların ana parametrelerini özetlemeye çalışıyoruz.**

İYİMSER SENARYO

-  Yurtiçi siyasi gündemin mevcut haliyle devam etmesi ve siyasi risk priminde artış yaşanmaması.
-  TCMB'nin politika faizini enflasyonun üzerinde tutarak parasal sıkılığı koruması.
-  Kamu maliyesinde genişleyici harcama adımlarından kaçınılması ve enflasyonist olmayan ek gelir yaratıcı vergi düzenlemeleri yapılması.
-  Yılın ilk yarısında, beklenenden erken bir kredi notu artışı gelmesiyle risk priminde düşüşler olması.
-  **ABD'de büyüme görünümünde bozulma:** ABD'de yumuşak inişin ötesine geçen bir yavaşlama gerçekleşmesi, ancak resesyondan kaçınılması. Bu yavaşlamanın FED'i daha hızlı faiz indirimlerine yönlendirmesiyle Dolar endeksinde zayıflama yaşanması.
-  **Avrupa'da büyümede hafif iyileşme:** Avrupa'da büyümede kısmi toparlanma olması ve ECB'nin mevcut beklentilere paralel 100 bazpuanlık indirim gerçekleştirmesi.
-  **Çin'de güçlü büyüme:** ABD'nin uyguladığı ek tarifelere rağmen, Çin yönetiminin attığı teşvik adımlarının Çin büyümesini %4,5-5,0 bandında tutması.
-  **Jeopolitik risklerde yumuşamaya bağlı emtia fiyatlarında düşüşler:** Örneğin Ortadoğu'da ateşkes anlaşmalarına uyulması. Küresel büyümede yavaşlama ve jeopolitik gerginliklerdeki azalmaya bağlı olarak Brent petrol fiyatlarının 65 \$/varil civarında dengelenmesi. Emtia fiyatlarının 2022 ortasından beri süren ılımlı düşüş trendinin korunması. Rusya-Avrupa ilişkilerindeki sorunlardan kaynaklanabilecek doğalgaz fiyatlarında sert artışların gerçekleşmemesi.

KÖTÜMSER SENARYO

-  Yurtiçi siyasi risk ve ülke risk priminde artışlara yol açması.
-  TCMB'nin politika faizi indirimlerini enflasyon patikası ile uyumlu olmayan bir hızda gerçekleştirmesi
-  Kamu maliyesinde genişleyici harcama artışlarına gidilmesi ve bunun enflasyonist etkilere yol açması.
-  Ülke risk priminde artışlara neden olan gelişmeler yaşanması.
-  **FED'in faiz indirim döngüsünü yavaşlatması:** ABD'de genişleyici maliye politikalarının da etkisiyle büyüme eğiliminde güçlenmeye ek olarak getirilen gümrük tarifelerinin ek enflasyonist baskı yaratması. Güçlü büyüme ve enflasyonda yükselişin FED'i faiz indirim sürecini durdurmaya (yavaşlatmaya) zorlaması.
-  **Avrupa'da büyümede sert yavaşlama:** Avrupa'da büyümenin ABD'nin ek tarifelerinden ve Almanya ve Fransa'daki siyasi istikrarsızlıklardan beklentilerin ötesinde olumsuz etkilenmesi ve ECB'nin 175-200 bazpuana varan faiz indirimlerine gitmesi.
-  **Çin'den gelen karşı adımların sert olması:** Çin'den gelen karşı adımlarla küresel ticaretin ve tedarik zincirlerinin sekteye uğraması ve bunun bir noktada küresel büyüme ve enflasyonu olumsuz etkilemesi.
-  Ortadoğu'daki anlaşmazlıkların şiddetli bir hal alması ve Suriye'deki belirsiz sürecin uzaması. Küresel büyümede ilk etapta canlanma ve artan jeopolitik gerginlikler nedeniyle Brent petrol fiyatının 85\$/varil civarında dengelenmesi. Rusya-Avrupa arasında artan problemler nedeniyle doğalgaz fiyatlarında sert yükselişlerin görülmesi.

Ekonomik Görünüm: Özet

Alternatif makro senaryolar altında 2025 makro tahminlerimiz ...



		<u>2024T</u>		<u>2025 T</u>	
			<u>BAZ</u>	<u>İYİ</u>	<u>KÖTÜ</u>
USD/TL	Dönem sonu	35.30	43.00	40.00	47.50
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	45.0%	29.0%	22.0%	40.0%
10-yıllık Tahvil	Dönem sonu	28.8%	22.5%	20.0%	32.5%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	48.50%	32.00%	25.00%	42.50%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	3.0%	2.5%	3.0%	3.3%
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-5.0%	-4.1%	-3.7%	-4.4%
Cari Denge	Milyar \$	-11.3	-25.0	-27.0	-34.0
	GSYH'ye oranı	-0.8%	-1.6%	-1.7%	-2.3%

Kaynak: TCMB, TÜİK, HMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Özet

Alternatif makro senaryolar altında 2025 makro tahminlerimiz...



		<u>2024T</u>	<u>BAZ</u>	<u>2025 T</u>	<u>KÖTÜ</u>
USD/TL	Dönem sonu	35.30	43.00	40.00	47.50
	Dönem ortalaması	32.82	39.00	37.50	42.02
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	45.0%	29.0%	22.0%	40.0%
	Dönem ortalaması	58.6%	33.5%	29.7%	37.7%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	45.7%	31.1%	24.2%	39.5%
	Dönem ortalaması	59.9%	34.3%	31.0%	37.0%
10-yıllık Tahvil	Dönem sonu	28.8%	22.5%	20.0%	32.5%
	Dönem ortalaması	28.1%	25.2%	22.8%	29.9%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	48.50%	32.00%	25.00%	42.50%
	Dönem ortalaması	48.8%	38.5%	35.8%	40.6%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	3.0%	2.5%	3.0%	3.3%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	44,185	60,958	59,515	63,344
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	1341	1,556	1,583	1,497
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-5.0%	-4.1%	-3.7%	-4.4%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-2.6%	-0.9%	-0.4%	-1.4%
Faiz-Dışı Denge (IMF)	GSYH'ye oranı	-3.4%	n.a.	n.a.	n.a.
Cari Denge	Milyar \$	-11.3	-25.0	-27.0	-34.0
	GSYH'ye oranı	-0.8%	-1.6%	-1.7%	-2.3%

<u>Bilgi (Varsayımlar):</u>		<u>2024T</u>	<u>BAZ</u>	<u>2025 T</u>	<u>KÖTÜ</u>
Brent Petrol (\$/varil)	Dönem ortalaması	80.3	75.0	65.0	85.0
Doğalgaz, Avrupa TTF (€/MW saat)	Dönem ortalaması	34.0	38.0	34.0	52.0
CRB Emtia Endeksi	Dönem ortalaması	574.7	530	480	600
FED politika faizi	Dönem sonu	4.25-4.50%	3.25-3.50%	2.50-2.75%	4.25-4.50%
ECB politika faizi	Dönem sonu	3.0%	1.75%	2.00%	1.25%
EUR/USD	Dönem ortalaması	1.09	1.04	1.07	1.00
Küresel GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	<u>3.2%</u>	<u>3.0%</u>	<u>2.8%</u>	<u>2.5%</u>
ABD	Dönem ortalaması	2.8%	2.2%	1.7%	2.5%
Avrupa	Dönem ortalaması	0.8%	0.9%	1.1%	0.2%
Çin	Dönem ortalaması	4.8%	4.2%	4.5%	3.5%

Kaynak: TCMB, TÜİK, HMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



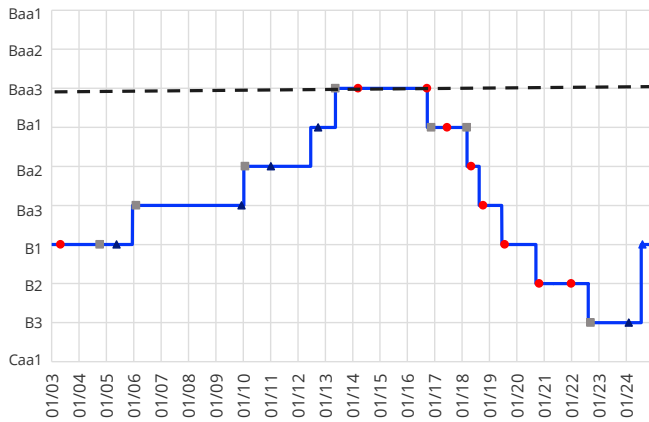
Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomi politikalarındaki normalleşmeye olumlu tepki veriyor

	S&P	Moody's	Fitch
Son güncelleme tarihi:	01/11/24	19/07/24	06/09/24
Kredi notu güncellemesi:	BB-'ya yükseltildi	B1'e 2 kademe yükseltildi	B+'ya yükseltildi
Görünüm güncellemesi:	durağana çekildi	pozitif teyit edildi	durağana çekildi
Yatırım yapılabilir kademe:	3 kademe altı	4 kademe altı	3 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	05/25 - 11/25	01/25 - 07/25	03/25 - 09/25

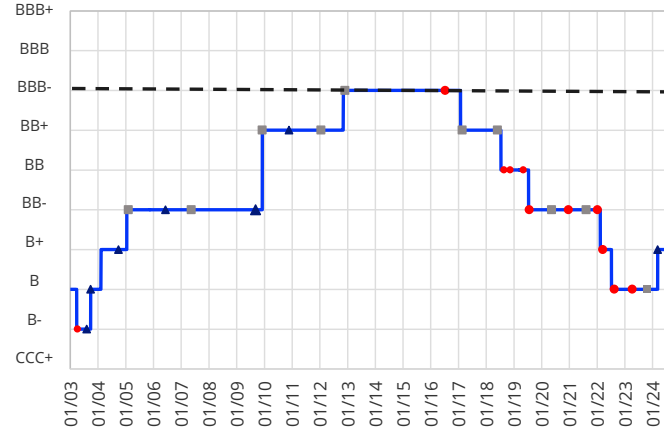
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
01/11/24	S&P	BB-	▲	durağan	▼
06/09/24	Fitch	BB-	▲	durağan	▼
19/07/24	Moody's	B1	▲	pozitif	→
03/05/24	S&P	B+	▲	pozitif	→
08/03/24	Fitch	B+	▲	pozitif	▲
12/01/24	Moody's	B3	→	pozitif	▲

YATIRIM YAPILABİLİR												J UNK											
Moody's	AAA1	AAA2	AAA3	AA1	AA2	AA3	A1	A2	A3	BAA1	BAA2	BAA3	BA1	BA2	BA3	B1	B2	B3	CAA1	CAA2	CAA3	CA	C
S&P/Fitch	AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
	Prime			Yüksek Not			Yüksek Orta Not			Alt Orta Not			Spekülatif			Çok Spekülatif			Aşırı Riskli			Batık	

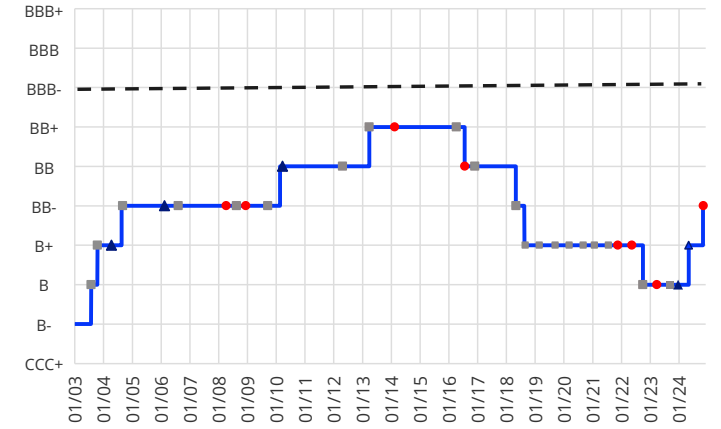
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



▲ Pozitif görünüm ■ Durağan görünüm ● Negatif görünüm

Kaynak: S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

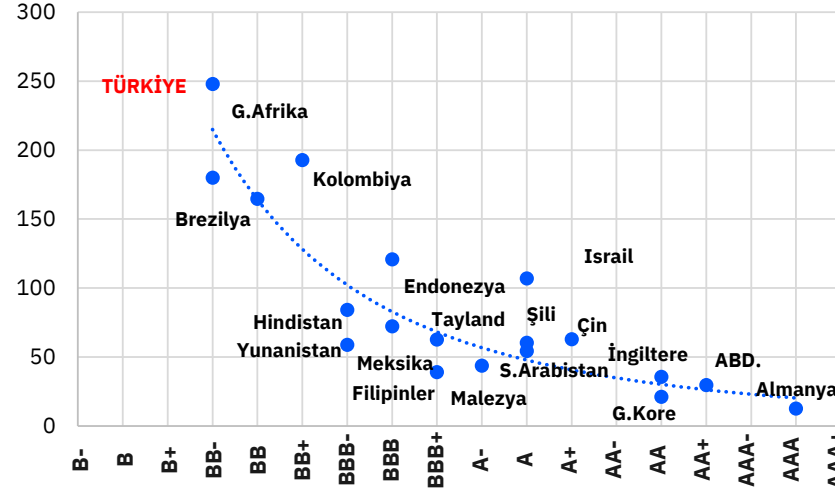
Türkiye'nin kredi notu artışları 2025 yılında sürebilir



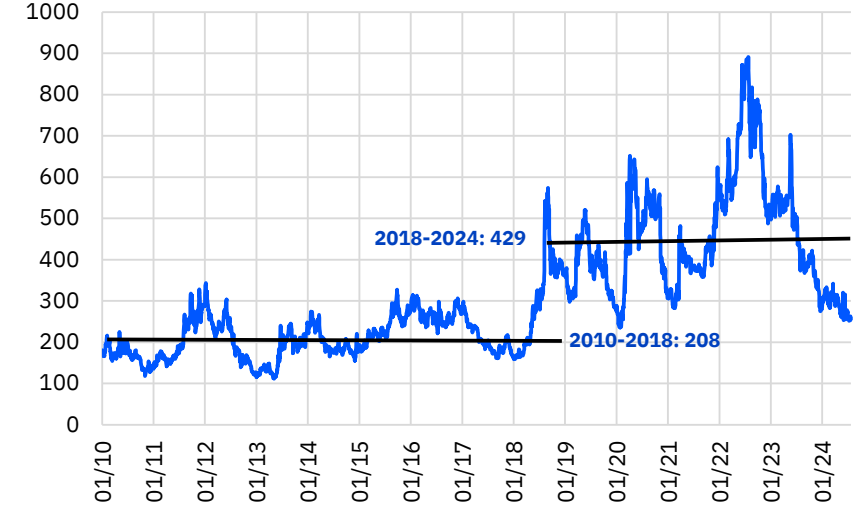
Ülkelerin CDS Primleri (09/12 İtibariyle)

Ülke	Kredi Notu (S&P)	CDS
Almanya	AAA	13
ABD	AA+	30
G.Kore	AA	36
İngiltere	AA	21
İsrail	A	107
Çin	A+	63
S.Arabistan	A	60
Şili	A	54
Malezya	A-	44
Tayland	BBB+	39
Filipinler	BBB+	63
Endonezya	BBB	72
Meksika	BBB	121
Hindistan	BBB-	84
Yunanistan	BBB-	59
Kolombiya	BB+	193
Brezilya	BB	164
G.Afrika	BB-	180
TÜRKİYE	BB-	248

Ülkelerin CDS Primi – Kredi Notu Matrisi



5-Yıllık CDS Primi (bazpuan)



- Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseldiği 2012'nin sonları ve 2013'ün başlarını kapsayan dönemde Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 110'lu seviyelere kadar gerilerken, bu dönemde ortalama CDS primi kabaca 130 olmuştu. 2015-2017 arasında 300 civarında seyreden CDS primi 2017 içinde 160'lu seviyelere kadar geriledikten sonra 2018'den itibaren yüksek bir patikaya yerleşmişti. CDS priminin 2010-2018 arası ortalaması kabaca 208 bazpuan olurken, 2018-2023 arasında CDS primi ortalaması 443 puan civarında seyretti.
- Geçmiş raporlarımızda mevcut ekonomik görünümün korunması ve de küresel risk iştahında ani bir bozulma olmaması durumunda, Türkiye'nin CDS priminin ilk etapta 250 bazpuan seviyelerine kadar gerileyebileceğini belirtmiştik ve mevcutta bu seviyenin çok az da olsa altına gelindiğini görüyoruz. **Önümüzdeki süreçte enflasyonun düşüş trendine ilişkin daha somut bir görünümün ortaya çıkması halinde 200 bazpuana doğru düşüşün sürebileceğini ve bu durumda da kurumlardan 1 kademe daha kredi notu artışının gündeme gelebileceğini düşünüyoruz.** Daha üstü not seviyeleri ve CDS makasının kalıcı bir şekilde 200 seviyesinin altına gerilemesi için ise enflasyonun 2025 sonrası hedefine doğru yönelmesi gerektiğini değerlendiriyoruz. Bununla beraber, küresel risk iştahında sert bozulma olması durumunda ülkelerin CDS primlerinde topyekün yükselişler olabileceği de not edilmeli.

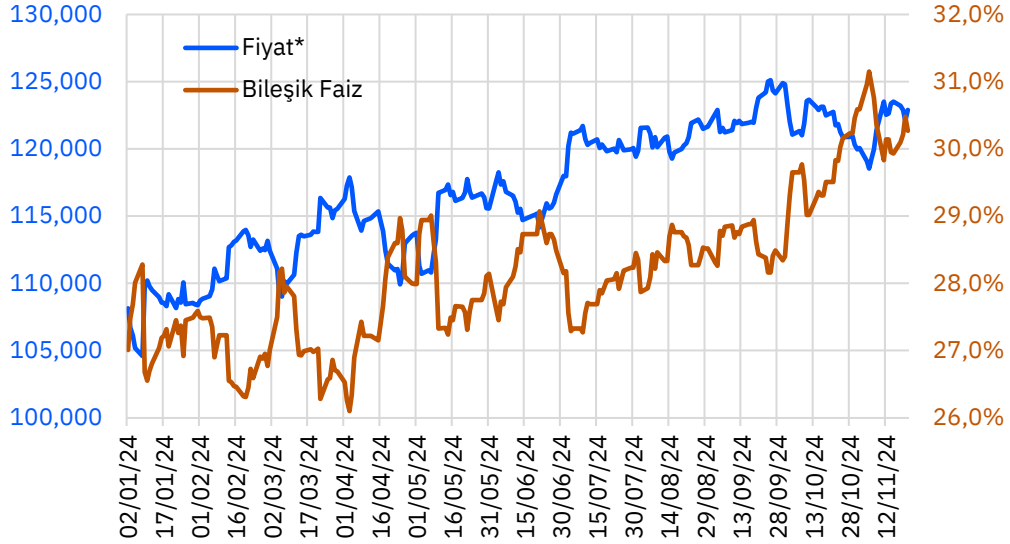
Kaynak: Trading Economics, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

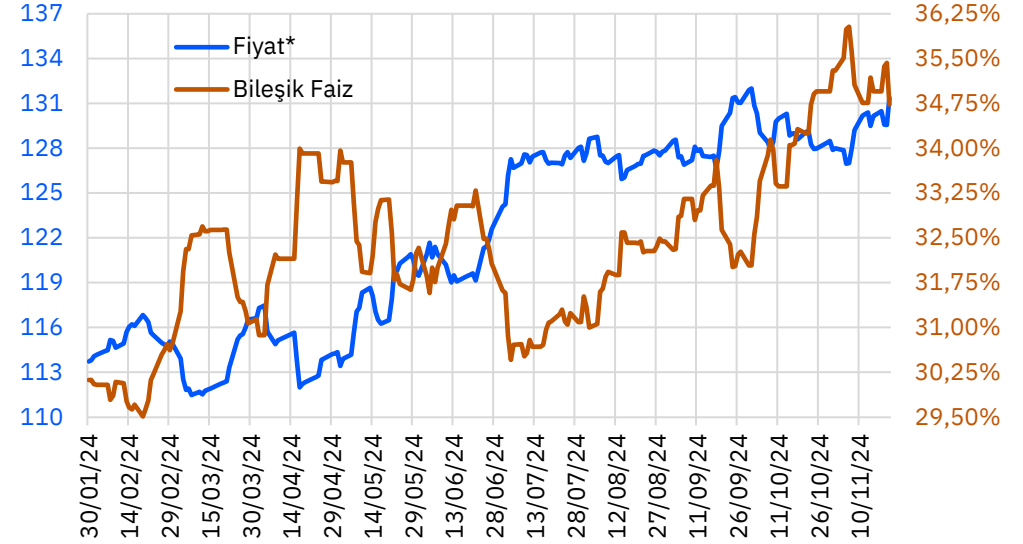


Faiz indirim sürecinin yaklaşmasıyla DİBS piyasasının cazibesi daha fazla öne çıkacak

TRT051033T12 Kodlu Tahvilin Faizi ve Fiyatı



TRT081128T15 Kodlu Tahvilin Faizi ve Fiyatı



- Halihazırda en fazla önerdiğimiz tahviller ise durasyon ve likidite koşullarını gözeterek **TRT081128T15** kodlu 5-yıllık ve **TRT051033T12** ve **TRT270934T18** kodlu 10-yıllık tahviller olarak öne çıkıyor.
- Verim eğrisinin kısa tarafında ise **TRT100925T18** kodlu kuponsuz tahvil de faiz indirimlerinden bağımsız olarak cazip bir getiri sunuyor.

Kaynak: Odifin Bondground, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Ekonomi ve Piyasa Takvimi



2025		Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
MB Faiz Toplantıları	23	6	6	17	1	5	24	7	11	29	6	10	
	24	20	19		7	17	30	17	30			18	
29		20		8	18	31		18				19	
30						19		19					
Önemli Olaylar		6		27							19	28	
		Enflasyon Raporu		'Dünya Bankası Ekonomik							'Dünya Bankası Ekonomik	G20 Zirvesi - Güney Afrika	
24	11			13				12			5		
Dünya Ekonomik Forumu Davos toplantısı	MSCI Endeks Değişiklikleri			MSCI Endeks Değişiklikleri				MSCI Endeks Değişiklikleri			MSCI Endeks Değişiklikleri		

Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - I



	S&P	Moody's	Fitch
Prime	AAA Avustralya, Kanada, Danimarka, Almanya, Lihtenştayn, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre	Aaa Avustralya, Kanada, Danimarka, Avrupa Birliği, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre, Amerika Birleşik Devletleri	AAA Avustralya, Danimarka, Avrupa Birliği, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre, Avusturya
Yüksek Not	AA+ Avusturya, Finlandiya, Hong Kong, Yeni Zelanda, Tayvan, Amerika Birleşik Devletleri	Aa1 Avusturya, Finlandiya	AA+ Kanada, Finlandiya, Yeni Zelanda, Amerika Birleşik Devletleri
	AA Belçika, Avrupa Birliği, Katar, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık	Aa2 Birleşik Arap Emirlikleri, Güney Kore, Katar	AA Makao, Katar, Tayvan, İrlanda
	AA- Çek Cumhuriyeti, Fransa, Slovenya	Aa3 Suudi Arabistan, Belçika, İrlanda, Tayvan, Hong Kong, Makao, Cayman Adaları, Birleşik Krallık, Çek Cumhuriyeti, Man Adası	AA- Belçika, Çek Cumhuriyeti, Fransa, Hong Kong, Kuveyt, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık
Yüksek Orta Not	A+ Bermuda, Çin, Estonya, İzlanda, Japonya, Kuveyt, Slovakya	A1 Japonya, Çin, Kuveyt, Estonya, İzlanda	A+ Çin, Estonya, Malta, Suudi Arabistan
	A Şili, İsrail, Letonya, Litvanya, Suudi Arabistan	A2 Şili, Polonya, Malta, Bermuda, Litvanya, Slovakya	A İzlanda, Japonya, Litvanya, Slovenya, İsrail
	A- Polonya, Malta, Malezya, İspanya, Hırvatistan, Hırvatistan, Andorra, Portekiz	A3 Malezya, Letonya, Slovenya, Botswana, Kıbrıs, Hırvatistan, Portekiz	A- Andorra, Şili, Polonya, Portekiz, İspanya, Slovakya, Hırvatistan, Kıbrıs
Alt Ara Not	BBB+ Botswana, Kıbrıs, Tayland, Filipinler, Uruguay	Baa1 İsrail, İspanya, Bulgaristan, Tayland, Peru, Kazakistan, Andorra, Uruguay	BBB+ Malezya, Tayland
	BBB Aruba, Bulgaristan, Endonezya, İtalya, Meksika	Baa2 Endonezya, Meksika, Macaristan, Filipinler	BBB Bulgaristan, Macaristan, Endonezya, İtalya, Kazakistan, Peru, Filipinler, Uruguay
	BBB- Sırbistan, Umman, Trinidad ve Tobago, Yunanistan, Peru, Kazakistan, Macaristan, Panama, Hindistan, Romanya, Mauritius, Montserrat, San Marino	Baa3 Paraguay, Panama, Hindistan, Romanya, Mauritius, İtalya	BBB- Meksika, Hindistan, Romanya, Azerbaycan, Yunanistan

Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - II



	S&P	Moody's	Fitch
Spekülatif	BB+ Fas, Azerbaycan, Paraguay, Vietnam, Kolombiya	Ba1 Guatemala, Fas, Azerbaycan, Brezilya, Umman, Yunanistan	BB+ Aruba, Kolombiya, Makedonya, Fas, Panama, Paraguay, Sırbistan
	BB Guatemala, Brezilya, Gürcistan, Dominik Cumhuriyeti, Fildişi Sahili	Ba2 Güney Afrika, Vietnam, Sırbistan, Gürcistan, Trinidad ve Tobago, Fildişi Sahili	BB Brezilya, Kosta Rika, Gürcistan, Guatemala, Umman, San Marino, Vietnam
	BB- Benin, Arnavutluk, Honduras, Ürdün, Jamaika, Kosta Rika, Güney Afrika, Özbekistan, Ermenistan, Makedonya, Türkiye	Ba3 Karadağ, Arnavutluk, Ürdün, Kosta Rika, Özbekistan, Ermenistan, Dominik Cumhuriyeti	BB- Ermenistan, Dominik Cumhuriyeti, Fildişi Sahili, Jamaika, Ürdün, Namibya, Seyşeller, Güney Afrika, Özbekistan, Türkiye , Türkmenistan
Çok Spekülatif	B+ Karadağ, Bahamalar, Fiji, Bangladeş, Bahreyn, Ruanda, Moğolistan, Nikaragua, Bosna Hersek, Senegal	B1 Benin, Bahamalar, Fiji, Honduras, Namibya, Jamaika, Tanzanya, Senegal, Türkiye	B+ Bahreyn, Bangladeş, Benin, Ruanda, Tanzanya, Moğolistan, Barbados
	B Barbados, Togo, Tacikistan, Yeşil Burun Adaları	B2 Bangladeş, Papua Yeni Gine, Bahreyn, Ruanda, Kamboçya, Moğolistan, Nikaragua, Svaziland	B Yeşil Burun Adaları, Kamerun, Mısır, Lesoto, Nikaragua, Uganda
	B- Papua Yeni Gine, Uganda, Kongo, Mısır, Angola, Kenya, Irak, Nijerya, Kamerun, Belize, Ekvador, El Salvador, Madagaskar	B3 Uganda, Barbados, Kongo, Bosna Hersek, Moldova, St Vincent ve Grenadinler, Togo, Angola, Tacikistan, Kırgızistan	B- Angola, Bolivya, Irak, Nijerya, Kenya
Aşırı riskli	CCC+ Bolivya, Kongo Cumhuriyeti, Mozambik, Pakistan, Surinam, Burkina Faso	Caa1 Mısır, Kenya, Irak, Nijerya, Kamerun, Solomon Adaları, Belize, El Salvador, Surinam	CCC+ Ekvador, Mozambik, Kongo Cumhuriyeti, Gabon, Pakistan, Gana, Kongo
	CCC Arjantin	Caa2 Zambiya, Gana, Gabon, Maldivler, Kongo Cumhuriyeti, Mali, Mozambik	CCC- Etiyopya, Tunus
	CCC-	Caa3 Bolivya, Nijer, Etiyopya, Ekvador, Laos	CC Maldivler
	CC Ukrayna	Ca Ukrayna, Arjantin, Sri Lanka	NR Rusya
Batık	C	C Lübnan, Venezuela, Belarus	RD Lübnan, Venezuela, Belarus, Ukrayna, Zambiya, Sri Lanka, Surinam
	DD	DDD	D
	D Lübnan, Porto Riko	D	

Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

Daha destekleyici bir döngünün eşiğinde olabiliriz

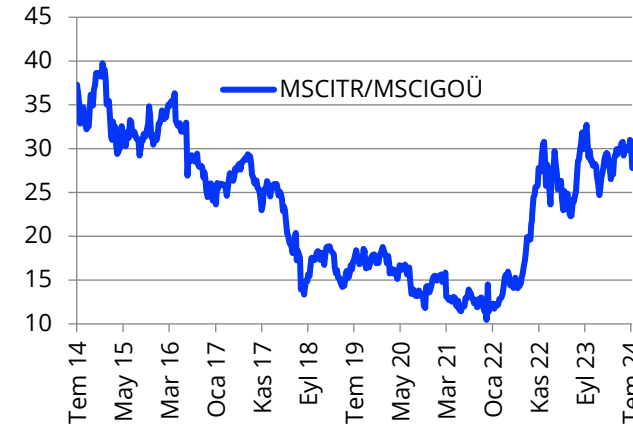
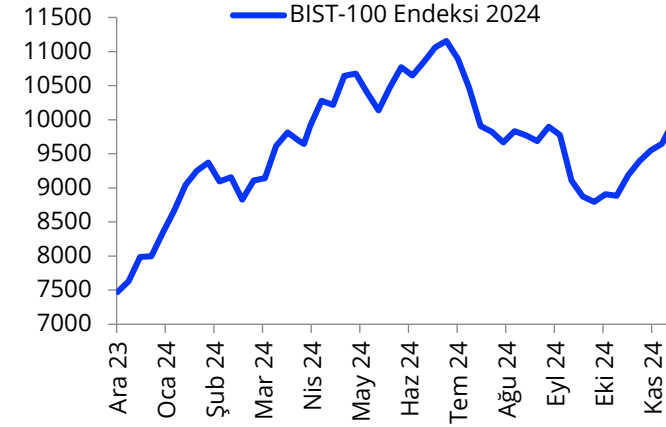
- 2023 yılı sonunda ve 2024 yılı içinde yayınladığımız strateji raporunda hisse senetlerinde temkinli duruşumuzu öne çıkarmış, hisse endeks getirilerinin mevduat getirisinin altında kalabileceğini belirtmiştik. Bu bağlamda, BIST-100 endeksi yılbaşından beri %34'lük performansı ile enflasyonun, ve yılın genelinde, mevduatın oldukça altında bir performans sergiledi.
- **Karlar 2025 yılının ilk yarısının sonuna kadar zayıf seyredebilir.** Artan faiz ortamı, yavaşlayan talep ivmesi, artan maliyetler ve göreceli güçlü TL ve özellikle Avrupa ekonomisi olmak üzere global ekonomik aktivitedeki zayıflık, 2024'ün ilk çeyreği akabinde şirketlerin faaliyetlerinde 'normalleşmeye' neden olduğunu takip ediyoruz. Bu süreç, 2025 yılının ilk yarısının sonuna kadar devam edebilir.
- **Karlar 2025'in ikinci yarısında toparlanma evresine geçebilir.** Öte yandan, faiz indirim süreci ile birlikte şirketlerin 2025 yılının ikinci yarısından itibaren karları destekleyici uzun vadeli bir döngüye girmesi muhtemel.
- **Borsa faizin üzerinde getiri sağlama döngüsüne yakın:** Halihazırdaki endeks adil değer tahminimiz 13,037 ve yükselme potansiyeli %29. Ancak, uzun vadeli karlılık döngü ivmesinin yukarıya evrilmesi ile birlikte yıl içinde çok daha yüksek seviyeler görülmesi mümkün. Uluslararası çarpan analizi uzun vadede %60'lık bir potansiyele işaret ediyor.
- **Jeopolitik gelişmelerin gerek olumlu, gerekse olumsuz anlamda oynaklığa neden olması mümkün.**
- **Olası ek vergiler ve bunların tüketim ve karlılıklar üzerindeki etkileri de borsada oynaklığa yol açabilir.** Ancak bu unsurun uzun vade görüşümüzü değiştirme ihtimali düşük.
- **2025 yılının ilk yarısında kar daralmasının beklenenin üzerinde gerçekleşme ihtimalini ise göz önünde bulundurulması gereken diğer bir risk etkeni olarak değerlendiriyoruz.**
- Raporun 35. Sayfasında model portföyümüzü bulabilirsiniz.

Piyasalara Dair Beklentiler (II)

BIST 100 getirisi 2024 yılında enflasyon ve mevduatın gerisinde kaldı...



- 2023 yılı sonunda yayınladığımız strateji raporumuzda ve 2024 yılının genelinde temkinli duruşumuzu yatırımcılar ile paylaştık. Bu görüşümüzün ana nedenleri;
 - a) düşük faiz ve yüksek talep politikaları sonucunda karların hızla artması, ve endeksin 2022 ve 1Ç 2024 arasında USD bazında iki katına çıkması, yani yüksek bir baz oluşturması,
 - b) düşük faiz ve yüksek kar büyümesi döngüsünün terse döneceği beklentimiz idi.
- Sonuç olarak, **2024'te, bugüne kadar, BIST100 Endeksi (güçlü TL'nin de etkisi ile) ABD doları bazında %14,2 (lira bazında +%33) yükseldi. MSCI EM endeksine göre yatay bir performans gösteren endeks yıl sonu enflasyon beklentimize yaklaşık negatif %25, Mayıs ayından itibaren ise mevduat faizlerine nazaran yaklaşık %35 negatif reel getiri sağladı.**
- Buna ek olarak, oldukça oynak bir yıl yaşadık. Şöyle ki; endeks Temmuz ayındaki zirvesi ile Kasım ayındaki dibi arasında arasında %20'lik bir düşüş yaşadı ve o dip tarihinden bugüne ise %17 oranında arttı.
- Şirketler ise 2024'ün ilk çeyreğinin sonundan bu yana giderek daha zor bir faaliyet dönemi geçirmekte.



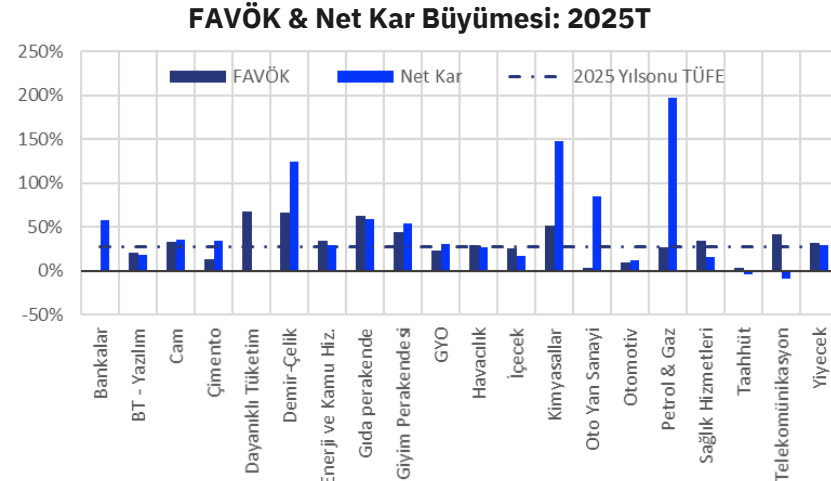
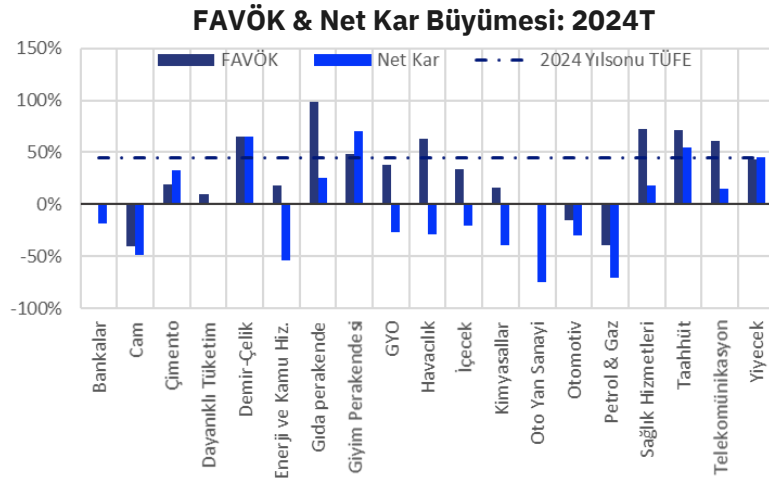
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (III)

Şirket karları 2025 yılının ikinci yarısında toparlanabilir...



- **2024 yıl sonunda reel anlamda %70 net kar daralması (3 ay önceki beklentimiz: -%34%) ve %20 FAVÖK daralması (3 ay önceki beklentimiz: -%12) beklemekteyiz.** Daralmanın ana nedenleri olarak azalan alım gücü, talebe bağlı ürün fiyat artışlarının sınırlanması ve göreceli güçlü kalan TL ve zayıf global ekonomik aktivite nedeni ile sınırlanan ihracat gelirleri sayılabilir.
- 2025 yılına ise benzer bir resim ile giriyor ve şirketlerin faaliyet ortamının, özellikle yılın ilk yarısında zorlu bir dönemin içinde olacağını düşünüyoruz. **Ancak, Türkiye'nin geçen sene başının tam tersine, faiz düşüşü yaşayacağı bir döngüye girmekte olduğunu ve bunun 2024'den kalan düşük baz da dikkate alındığında yılın ikinci yarısında farklı bir resim ortaya çıkarabileceğini düşünüyoruz.**
- **2025 için reel olarak %13 net kar, %4 FAVÖK artışı beklemekteyiz.** Bu da karlılıklar açısından 2025 yılının ikinci yarısının birinci yarıya nazaran daha yüksek seyredeceğine işaret ediyor. **Buna ek olarak, artan GSYH beklentimiz ile 2026 yılında reel anlamda %5 FAVÖK ve %14 net kar büyümesi tahmin etmekteyiz. Olası ek vergiler ve daralmanın beklenenden daha derin olması, özellikle 2025 için, kar tahminlerimizdeki ana risk unsuru olarak öne çıkmakta.**
- 2025 yılında sektörel bazda reel kar performansı açısından, değerlemeleri de göz önüne alarak, öne çıkartmak istediğimiz sektörler bankacılık, demir çelik, gıda perakende, ve telekomünikasyon sektörleri.



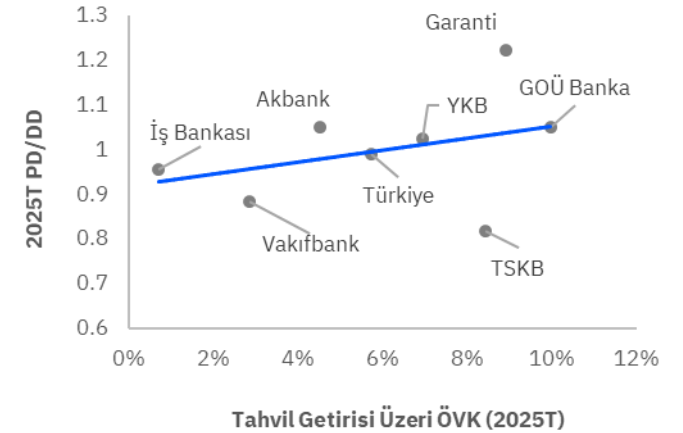
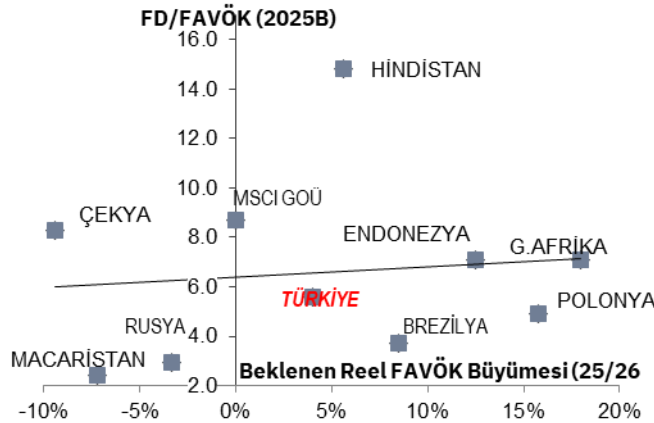
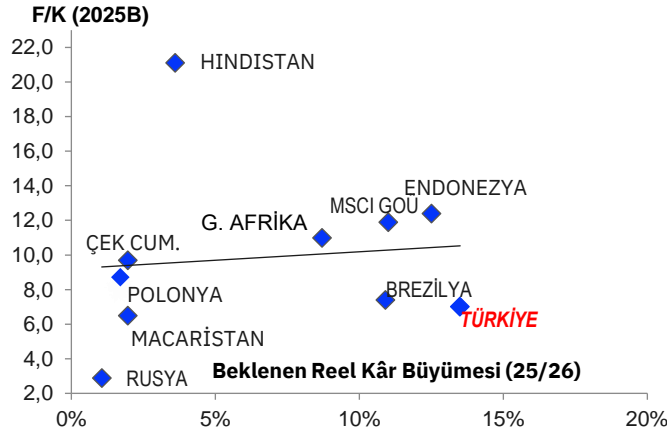
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (III)

Borsa faizin üzerinde getiri sağlayacak döngüye yakın...



- **BIST-100 Endeks adil değerimiz %29.7'lik yükselme potansiyeliyle 13,027.** Bu bağlamda, adil değerler bankacılık ve sanayii sektörlerinde kabaca %28 ve holdinglerde %39 yükselme potansiyeline işaret ediyor. Ancak, uzun vadeli döngünün ivmesinin yukarıya evrilmesi ile birlikte çok daha yüksek endeks seviyelerinin mümkün olduğunu düşünüyoruz.
- Reel bazda (2025/2026) kar büyüme beklentilerimizi ülkeler arası büyüme ve çarpanlara harmanladığımızda Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran makul bir yıl geçirme ihtimalinin olduğunu ve iskontolu çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. **Öte yandan, 2026 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ FK çarpanlarına %60 civarı iskontoda gözükmekte. Sonuç olarak, yukarıda bahsettiğimiz olası 6 aylık zorluklara ve bölgesel politik faktörlerin yaratacağı olası oynaklıklara rağmen endeksteki zayıflıkların alım fırsatı yarattığını, ve Türkiye borsasının uzun vadeli patika değişikliğinin eşliğinde olabileceğini, 2026 öngörülebilirliği arttıkça hisse senetlerinin prim yapabileceğini ve faizin üzerinde getiri sağlayacağını düşünüyoruz.**
- Öte yandan, jeopolitik gelişmeler geçmişten farklı olarak olumlu anlamda risk primini düşürücü etki de yaratabilir.
- **Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimizi 30-33 sayfalarda görebilirsiniz.**



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Öneri		Net Kar			F/K			PD/DD			Özsermaye Karlılığı (%)		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	2024 T	2025 T	2026 T	2024 T	2025 T	2026 T	2024 T	2025 T	2026 T	2024 T	2025 T	2026 T
Akbank	65,15	80,40	80,50	24%	EÜG	EÜG	43.976	78.738	115.064	7,7	4,3	2,9	1,4	1,1	0,8	19,7	28,3	32,2
Garanti Bankası	128,90	156,00	165,00	28%	EÜG	EÜG	98.883	122.739	173.172	5,5	4,4	3,1	1,6	1,2	0,9	34,9	32,7	34,2
İş Bankası	13,83	19,46	18,00	30%	EÜG	EÜG	41.829	78.729	118.650	8,3	4,4	2,9	1,2	0,9	0,7	14,8	24,5	28,7
TSKB	12,71	15,62	17,70	39%	EPG	EÜG	10.278	12.831	14.609	3,5	2,8	2,4	1,1	0,8	0,6	38,7	34,3	29,7
Vakıfbank	22,82	26,52	28,46	25%	EPG	EÜG	39.383	58.920	98.265	5,7	3,8	2,3	1,1	0,8	0,6	20,5	26,7	34,4
Yapı ve Kredi Bankası	31,24	41,00	40,46	30%	EÜG	EÜG	30.377	66.467	114.711	8,7	4,0	2,3	1,3	1,0	0,7	16,3	30,7	37,8

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

****EÜG:** Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG:** Endekse Paralel Getiri / **EAG:** Endeksin Altında Getiri / **GG:** Gözden Geçiriliyor

a.d.: anlamlı değil

10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)			
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	
Akiş GMYO	6,90	7,88	8,27	20%	EPG	EPG	2.943	2.171	2.443	3.641	2.682	3.186	4.525	3.326	3.925	6,8	5,2	4,2	8,3	6,8	5,6	8,2	9,6	10,6	
Akçansa	179,60	177,43	194,52	8%	EPG	EPG	21.382	3.935	2.152	26.954	4.608	3.038	34.335	5.932	4.444	16,0	11,3	7,7	7,6	6,3	4,8	11,2	14,2	17,9	
Aksa Akriklik	10,48	11,00	11,20	7%	EPG	EPG	28.906	4.340	1.387	36.717	5.728	1.880	41.859	6.802	2.616	29,4	21,7	15,6	10,4	7,9	6,6	6,3	8,6	11,0	
Aksa Enerji	36,52	55,00	53,00	45%	EÜG	EÜG	28.125	7.462	3.154	35.802	10.761	4.118	41.949	13.633	5.669	14,2	10,9	7,9	9,3	6,6	5,2	7,9	9,4	12,0	
Anadolu Efes	230,60	376,00	376,00	63%	EÜG	EÜG	229.456	36.159	18.676	305.176	44.860	20.186	357.055	55.004	27.354	7,3	6,8	5,0	4,4	3,5	2,8	20,3	16,7	18,8	
Anadolu Holding	353,00	547,90	547,90	55%	EÜG	EÜG	-	-	16.819	-	-	19.672	-	-	23.418	5,1	4,4	3,7	-	-	-	16,9	15,2	14,5	
Arçelik	147,00	201,42	158,42	8%	EPG	EPG	432.214	22.320	(1.654)	586.755	37.407	1.464	800.029	49.812	4.952	a.d.	67,8	20,1	8,7	6,1	5,3	-	2,1	1,8	5,8
Aygaz	179,90	195,00	197,00	10%	EPG	EPG	79.840	1.485	1.364	91.467	1.784	3.040	118.354	2.341	3.624	29,0	13,0	10,9	25,6	21,4	16,3	2,7	5,7	6,7	
Bim Mağazaları	526,00	645,00	645,00	23%	EPG	EPG	559.834	26.366	27.200	778.721	40.670	41.111	975.850	58.150	53.786	11,7	7,8	5,9	13,1	8,9	6,6	23,3	20,7	23,2	
Brisa	95,90	122,56	109,81	15%	EPG	EPG	32.070	4.658	1.194	34.011	4.791	1.642	44.461	6.623	3.524	24,5	17,8	8,3	7,0	7,0	5,4	6,6	8,5	16,0	
Coca Cola İçecek	63,15	84,20	84,20	33%	EÜG	EÜG	134.254	23.846	15.445	178.275	30.264	19.794	232.771	40.642	22.877	11,4	8,9	7,7	8,4	6,9	5,5	22,8	22,8	21,1	
Çimsa	42,84	38,09	46,29	8%	EPG	EPG	24.792	5.080	4.309	30.929	5.616	5.601	40.255	7.417	7.961	9,4	7,2	5,1	7,6	6,2	4,1	16,5	18,7	22,4	
Doğan Holding	14,84	21,50	21,50	45%	EÜG	EÜG	-	-	4.678	-	-	6.019	-	-	8.379	8,3	6,5	4,6	-	-	-	7,3	7,9	9,3	
Doğuş Otomotiv	215,50	208,16	189,61	-12%	EAG	EAG	198.560	18.311	9.183	168.874	13.300	6.334	195.264	14.477	7.021	5,2	7,5	6,8	3,0	3,6	3,3	16,9	11,2	11,5	
Enerjisa	63,50	80,00	78,24	23%	EPG	EPG	183.075	24.410	3.830	235.151	32.743	4.852	284.223	38.507	5.845	19,6	15,5	12,8	4,8	3,6	3,2	5,3	6,5	7,5	

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor

a.d.: anlamlı değil

10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)			
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	
Enka İnşaat	53,55	56,53	62,78	17%	EÜG	EPG	102.161	20.688	24.032	128.371	22.502	22.108	147.955	25.064	24.147	13,4	14,5	13,3	10,3	9,1	7,7	8,6	7,3	7,2	
Ereğli	26,16	27,05	31,58	21%	EAG	EPG	211.687	26.232	13.914	265.280	44.716	18.221	321.642	53.214	23.306	13,2	10,0	7,9	10,0	6,6	5,8	5,8	6,9	8,0	
Ford Otosan	979,00	1179,27	1098,56	12%	EPG	EPG	625.586	44.049	41.901	787.762	56.877	50.457	1.055.160	75.282	57.309	8,2	6,8	6,0	9,7	7,7	6,0	35,6	32,6	29,3	
Galata Wind	28,20	44,00	41,70	48%	EÜG	EÜG	2.455	1.778	889	3.339	2.852	1.354	4.708	3.455	1.784	17,1	11,2	8,5	9,0	5,6	4,6	9,1	13,6	16,3	
Good Year	16,80	21,04	18,76	12%	EPG	EPG	20.465	1.512	(297)	21.828	1.620	21	27.214	1.966	701	a.d.	216,0	6,5	3,6	3,1	2,3	-	7,9	0,6	15,6
İndeks Bilgisayar	7,19	11,63	11,63	62%	EÜG	EÜG	59.165	2.948	1.298	73.096	3.533	1.954	84.791	3.628	2.348	4,2	2,8	2,3	1,8	1,2	1,2	27,1	37,1	40,6	
Kardemir	28,26	39,61	40,54	43%	EÜG	EÜG	59.236	4.421	(3.670)	74.848	7.073	3.599	87.318	8.671	4.019	a.d.	9,0	8,0	8,4	5,3	4,1	-	7,1	6,5	6,8
Kocaer Çelik	15,46	26,14	20,53	33%	EÜG	EÜG	19.732	2.473	190	24.654	3.234	1.638	32.187	4.575	2.953	156,1	18,1	10,0	13,4	10,0	6,7	1,9	14,3	21,3	
Koç Holding	195,40	257,82	239,91	23%	EPG	EPG	-	-	2.018	-	-	66.819	-	-	88.710	245,6	7,4	5,6	-	-	-	0,4	10,9	12,7	
Kordsa	73,95	142,64	138,16	87%	EÜG	EÜG	35.204	2.614	(279)	47.156	4.838	863	58.943	6.608	1.125	a.d.	16,7	12,8	11,3	6,0	4,3	-	2,0	5,8	7,4
Koza Altın	23,04	28,83	30,22	31%	EPG	EPG	10.399	3.138	1.509	15.788	6.619	6.718	17.771	8.497	9.267	48,9	11,0	8,0	19,4	8,8	6,3	5,0	18,3	20,1	
Koza Anadolu	70,45	76,50	90,28	28%	EPG	EPG	10.926	3.192	(1.154)	16.587	6.735	6.011	18.671	8.645	8.291	a.d.	4,5	3,3	3,9	1,6	0,7	-	7,0	26,8	27,0
Logo	122,50	132,00	130,00	6%	EPG	EPG	4.521	1.175	492	5.387	1.414	578	7.007	1.874	726	24,9	21,2	16,9	10,0	8,3	6,3	18,4	19,8	24,1	
Lokman Hekim	17,82	17,00	17,40	-2%	EPG	EPG	2.715	647	174	3.554	991	268	4.168	1.148	342	22,1	14,4	11,3	7,3	5,0	4,3	9,7	14,0	16,0	
Mavi Giyim	87,60	130,00	130,00	48%	EÜG	EÜG	40.698	7.196	3.039	57.047	10.392	4.693	64.867	12.577	5.866	11,5	7,4	5,9	4,5	3,0	2,4	27,6	35,5	38,6	
Migros Ticaret	512,50	799,00	799,00	56%	EÜG	EÜG	325.386	14.313	7.123	431.454	21.224	11.751	515.024	28.121	13.668	13,0	7,9	6,8	6,0	4,0	2,9	14,0	20,7	21,5	

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor

a.d.: anlamlı değil

10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
MLP Sağlık Hizmetleri	419,00	456,52	455,00	9%	EPG	EPG	38.950	9.928	5.537	41.205	13.145	6.324	51.820	15.960	7.864	14,5	12,7	10,2	8,4	6,3	5,2	26,2	27,7	32,4
Orge Elektrik	85,05	99,49	107,88	27%	EÜG	EPG	3.167	1.825	610	2.941	1.148	915	4.004	1.430	1.212	11,2	7,4	5,6	3,7	5,7	4,5	23,5	26,1	25,7
Otokar	480,00	580,00	580,00	21%	EPG	EPG	30.125	120	-1.250	58.658	360	-3.252	93.368	9.768	6.458	a.d.	a.d.	8,9	n.m.	a.d.	7,4	- 14,8	- 36,2	35,6
Pegasus	220,30	229,00	234,00	6%	EPG	EPG	112.014	32.350	13.813	138.451	39.973	16.225	153.004	40.045	17.962	8,0	6,8	6,1	6,8	6,2	6,4	16,7	14,4	14,0
Petkim	18,99	29,94	27,04	42%	EÜG	EÜG	79.047	-185	-2.187	95.620	8.868	3.919	112.719	15.219	9.872	a.d.	12,3	4,9	n.m.	9,9	5,2	- 3,4	5,6	11,9
Sabancı Holding	98,80	153,73	154,22	56%	EÜG	EÜG	-	-	-10.220	-	-	23.815	-	-	35.720	a.d.	8,7	5,8	-	-	-	- 3,6	7,8	11,0
Şişecam	42,40	54,19	47,31	12%	EPG	EPG	180.165	12.303	8.810	239.501	16.424	11.923	299.616	22.369	16.283	14,7	10,9	8,0	16,0	12,2	9,7	4,9	6,2	7,9
Şok Marketler	42,60	GG	62,50	47%	GG	EPG	207.362	686	1.678	277.865	5.557	4.278	323.438	8.095	7.668	15,1	5,9	3,3	40,3	4,8	3,0	5,9	13,8	22,9
Tav Airports	281,75	395,00	402,00	43%	EÜG	EÜG	59.518	17.697	7.506	81.859	24.628	9.349	98.230	26.124	10.751	13,6	10,9	9,5	8,1	5,8	5,6	11,9	13,9	14,8
Tekfen Holding	78,30	77,88	91,77	17%	EÜG	EPG	58.158	3.328	168	53.813	2.977	881	62.718	3.540	1.979	172,3	32,9	14,6	10,3	12,7	11,4	0,5	2,5	5,0
Tofaş	201,10	309,27	239,39	19%	EPG	EPG	132.553	11.244	7.328	158.164	13.529	10.466	219.445	18.579	15.632	13,7	9,6	6,4	7,4	6,5	5,1	15,8	20,1	25,5
Türk Hava Yolları	299,25	406,00	397,00	33%	EÜG	EÜG	735.942	189.944	115.108	953.042	245.178	147.951	1.002.600	261.504	162.451	3,6	2,8	2,5	3,7	2,7	2,5	18,1	16,5	17,4
Türk Telekom	46,48	63,59	65,31	41%	EÜG	EÜG	157.851	57.490	6.376	216.330	82.179	13.928	279.320	109.579	21.672	25,5	11,7	7,5	3,7	2,7	2,1	4,4	9,1	12,9
Türk Traktor	755,50	786,37	786,37	4%	EPG	EPG	67.372	11.745	7.166	59.266	9.934	6.411	71.624	11.893	7.656	10,5	11,8	9,9	6,1	7,1	5,9	34,8	30,2	31,6
Turkcell	93,85	144,10	139,78	49%	EÜG	EÜG	168.162	71.002	27.087	230.464	99.213	16.405	296.665	128.708	33.889	7,6	12,6	6,1	3,2	2,5	2,0	14,5	8,2	14,8
Tüpraş	154,00	246,00	221,64	44%	EÜG	EÜG	849.008	56.921	20.456	996.589	62.817	51.333	1.135.647	65.788	53.674	14,5	5,8	5,5	4,1	3,9	3,7	8,2	18,2	17,2
Ülker Gıda	117,90	161,00	161,00	37%	EPG	EPG	89.337	15.187	4.913	125.072	20.011	6.378	147.521	26.550	7.689	8,9	6,8	5,7	4,5	3,4	2,5	16,9	19,0	21,1
Zorlu Enerji	4,42	6,40	6,15	39%	EPG	EPG	29.154	5.721	2.145	35.149	6.627	2.651	43.761	8.855	3.882	10,3	8,3	5,7	10,7	9,5	7,3	3,4	1,0	1,1

* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor

a.d.: anlamlı değil

10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Varlık Dağılımı Önerileri

Hisse senedi ağırlığı yıl içinde kademeli olarak arttırılabilir...



Varlık Sınıfı	Muadil Finansal Ürün	Para Cinsi	Son Ağırlık				
			12/12/24	22/11/24	10/10/24	22/08/24	08/08/24
Mevduat / Para Piyasası Fonu	Inveo Portföy Para Piyasası (TL) Fonu - IRY	TL	%40	%40	%40	%40	%50
Borsa İstanbul	Gedik Yatırım Araştırma Model Portföy	TL	%40	%40	%30	%20	%20
DİBS - Uzun Vade	Inveo Portföy Borçlanma Araçları (TL) Fonu - GK	TL	%20	%20	%20	%20	%10
Gram Altın	Inveo Portföy Altın Fon - GK	Döviz	%0	%0	%10	%10	%10
ÖST Eurobond	Inveo Portföy Birinci Serbest (Döviz) Fon - GK	Döviz	%0	%0	%0	%10	%10

- Sene içinde Borsa İstanbul'un risk/getiri profilini cazip bulmamız ve daha önemlisi risksiz faiz oranının %50 civarında seyretmesi nedeniyle 8 Ağustos'taki Strateji Raporumuzda yer verdiğimiz Varlık Dağılımında Borsa İstanbul için portföy ağırlığımızı çok muhafazakar bir yaklaşımla %20 olarak belirlemiştik. Sonrasında hisse ağırlığımızı endekslerde yaşanan değer kayıpların değerlemeleri cazip seviyelere yaklaştırmasıyla önce 10 Ekim'de %30'a, daha sonra da TCMB'nin faiz indirimine ilişkin mesajlarını somutlaşmasıyla 22 Kasım'da %40'a yükseltmiştik. **Bu Strateji Raporumuzda hisse ağırlığımızı %40'ta sabit tutuyoruz.** Bununla beraber, önümüzdeki süreçte TCMB'nin faiz indirimine ilişkin fiyatlamanın desteğiyle Borsa İstanbul'da mevduat/para piyasası fonu faizlerinin üzerinde getiri yaratma potansiyelinin arttığını ve bu kapsamda süreç içinde Borsa İstanbul ağırlığının arttırılırken, risksiz faiz ağırlığının düşürülebileceğini değerlendiriyoruz.
- Risksiz faiz oranının halen çok cazip seviyelerde seyretmesi nedeniyle, **TL mevduat / para piyasası fonlarındaki ağırlığımızı %40'ta sabit tutuyoruz.**
- Faiz indirim sürecinin yaklaşmasıyla, DİBS piyasasının özellikle verim eğrisinin uzun tarafında cazip getiri fırsatları sunabileceği yönündeki görüşümüze bağlı olarak, **%20'lik DİBS portföy ağırlığımızı da koruyoruz.**
- TCMB'nin dezenflasyon stratejisinin en önemli parametrelerinden olan TL'nin reel değerlenmesine agresif bir şekilde bağlı kalmaya devam etmesini bekliyoruz, ki döviz rezervlerinde yerel seçimler sonrası yaşanan artışlar bu konuda TCMB'ye yardımcı oluyor. Enflasyon-kur makasının açılmaya devam etmesi bir noktada kur baskısı yaratma potansiyeli taşısa da, kısa vadede TL'deki reel değerlenmenin devam edeceğini öngörüyoruz. Bu bağlamda, **döviz enstrümanlardaki ağırlığımızı %0 olarak korumaya devam ediyoruz.**
- **Özetle, mevcut durumda tüm yatırımların TL enstrümanlarda değerlendirilmesini tavsiye ederken, hisse senedi / sabit getirili enstrümanlar dağılımımızı %50/50 olarak değerlendirdiğimizi söyleyebiliriz.**

Kaynak: TÜİK, İSO Gedik Yatırım Araştırma

Model Portföy ve Hisse Önerileri



10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri (%)
Dogan Holding	0,5%	38.836	334,1	21,5	43,8%
Garanti Bankasi	2,7%	541.380	2.665,5	165,0	26,7%
Kardemir (D)	0,7%	22.049	1.345,8	40,5	40,9%
Kordsa	-	14.385	44,8	138,2	84,0%
Migros	1,7%	92.790	793,8	799,0	55,9%
T.S.K.B.	0,5%	35.588	263,1	17,7	37,4%
Turkcell	3,9%	206.470	2.099,3	139,8	48,5%
Yapi Ve Kredi Bankasi	3,7%	263.886	5.424,4	40,5	26,9%

Çıkarılanlar	Rölatif Getiri					
	Portföye Girişinden	1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	YBB
Ag Anadolu Grubu Holding	5%	7%	3%	5%	42%	33%
Is Bankasi (C)	3%	10%	4%	-9%	26%	15%

Değişiklikler

Eklene	GARAN, TSKB
Çıkarılan	AGHOL, ISCTR

Portföy Performans	Nominal Getiri (%)	BİST-100 Rölatif Getiri (%)
2023	64,6%	21,4%
2024 Yıl Başından Beri	50,4%	11,3%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

- Model portföyden Anadolu Grubu ve İş Bankası'nı çıkartıyor, Garanti Bankası ve TSKB'yi ekliyor.
- 4.çeyrekte de ana bankacılık gelirlerinde zayıflık beklentimiz ve enflasyon muhasebesinden göreceli avantaj sağlayacağını düşündüğümüz İş Bankası'nda 2025 yılında enflasyon muhasebesine geçişin iptali sebebiyle kar alıyor, yerine güçlü marj ve karlılık performansını sürdürmesini beklediğimiz Garanti Bankası ve TSKB'yi model portföyümüze ekliyoruz.
- Anadolu Grubunu da son dönemdeki güçlü performansının ardından model portföyümüzden çıkartıyoruz.
- Model portföyümüzde seçici olmaya çalışıyoruz. Seçtiğimiz isimlerin (1) öngörülebilir büyüme görünümüne, (2) hisselerinin borsanın gerisinde kalmış olmasına ve/veya düşük çarpanlarda işlem görmesine, ve (3) önümüzdeki dönemde olumlu güncellemeye maruz kalma ihtimalini göz önünde bulundurmaya çalışıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Detaylı Model Portföy											
											10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Nominal Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK* 2024T	FK 2024T
Doğan Holding	21.06.2024	16,69	14,95	-10,5%	-4,5%	21,50	43,8%	38.836	334,1	0,6	3,6
Garanti Bankası	13.12.2024		130,18			165,00	26,7%	541.380	2665,5	1,6	5,5
Kardemir (D)	21.06.2023	19,55	28,78	47,2%	-24,4%	40,54	40,9%	22.049	1345,8	8,4	a.d
Kordsa Teknik Tekstil	2.05.2024	101,69	75,07	-26,2%	-25,4%	138,16	84,0%	14.385	44,8	11,3	a.d
Migros	26.07.2022	51,95	512,35	886,2%	147,8%	799,00	55,9%	92.790	793,8	6,0	13,0
T.S.K.B.	13.12.2024		12,89			17,70	37,4%	35.588	263,1	1,1	3,5
Turkcell	25.07.2023	42,90	94,13	119,4%	43,5%	139,78	48,5%	206.470	2099,3	3,2	7,6
Yapı Ve Kredi Bankası	21.08.2024	30,49	31,88	4,6%	2,5%	40,46	26,9%	263.886	5424,4	1,3	8,7

Çıkarılan	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Portföye Girişinden İtibaren		Rölatif Performans				
				Nominal Getiri	Rölatif Getiri	1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	YBB
Ag Anadolu Grubu Holding	28.08.2024	329,41	356,69	8,3%	4,6%	6,6%	2,7%	4,8%	41,7%	33,0%
Is Bankasi (C)	27.08.2024	13,17	14,07	6,9%	3,2%	9,5%	4,3%	-9,3%	25,9%	14,9%

Performans	Nominal	Rölatif	XU100 Performans
2023 Yılı	64,6%	21,4%	35,6%
YBB	50,4%	11,3%	35,2%

* Banka rasyoları PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Doğan Holding



DOHOL TI / DOHOL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	21,50
Hisse Fiyatı (TL)	14,88
Yükseliş Potansiyeli (%)	44%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-46%
Piyasa Değeri (TL mn)	38.941
Firma Değeri (TL mn)	21.400

Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	296,6	4.678	6.019	8.379
marj	27,77%	1477,3%	28,7%	39,2%
HB Temettü	0,26	0,1	0,3	0,3
Tem. Verimi	1,73%	0,3%	1,7%	2,0%
Özsermaye Karlılığı(%)	0,6	7,3	7,9	9,3
F/K (x)	98,5	8,3	6,5	4,6
PD/DD (x)	0,44	0,6	0,5	0,4

* 12/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Düşük marjlı işletmelerin holding portföyünden çıkışı ve nakit akış potansiyeli daha güçlü şirketlere yapılan yatırımlarla inorganik büyüme stratejisi izlenmesini, uzun vade ana katalist olarak görüyoruz.
- Hepiyi Sigorta tarafında süren güçlü AUM büyümesi, madencilik sektöründe (sanayi/elektrifikasyonda ihtiyaç duyulan Kurşun, Çinko, Pyrite rezervleri) yapılan yatırımlar, Karel (ve aracılığıyla Daiichi) ve Insider gibi teknoloji şirketlerine yapılan yatırımlar, Galatawind aracılığıyla yenilenebilir enerji sektörüne yapılan yatırımlar önümüzdeki birkaç yıl için güçlü büyüme katalizörleridir.
- Galata Wind, devam eden yatırımlarla kapasitesini 291 MW'a çıkardı ve 2025'e kadar 550 MW ve 2028'e kadar 1.000 MW kapasiteye ulaşmayı hedefliyor.
- Karel tarafında 9A24 döneminde beyaz eşya sektöründeki zayıflık, üretim hattındaki geçici duruş, baz istasyonu tarafında projelerin yıl sonuna kayması gibi sebeplerle zayıf seyir görmüştür. 4Ç24'te toparlanma beklesek de, yüksek borçluluk görünümünden dolayı uzun vade büyümenin devamının sağlanabilmesi adına ek sermaye ihtiyacı doğurabileceğini düşünüyoruz.
- Daiichi'nin (otomotiv endüstrisi için multimedya sistemi sağlayıcısı) katma değerli ürünlerle daha çeşitlendirilmiş bir ürün portföyü oluşturan son girişimlerine ek olarak; SAIC ile Türkiye'de yapılan motosiklet tesisi (Eylül 2024'te tamamlandı) yatırımı ve olası diğer yatırımlar ek sinerji yaratabilir.
- Dijital Sigorta sektöründe (Hepiyi Sigorta) gelen katkı da karlılık figürlerini destekliyor. Grubun, Eyl24 itibarıyla 430 milyon USD portföy büyüklüğü (Mar24 : 238 milyon USD, Haz24: 315mn USD) bulunuyor ve bu nedenle; sektör büyüklüğü göz önüne alındığında güçlü bir büyüme potansiyeli barındırıyor.
- Güncel NAD iskontosu ~%50'dir. 598 milyon USD tutarındaki güçlü solo nakit pozisyonu (son satışlar ve satın almalar dahil) gelecekte daha yüksek IRR üretebilecek büyük ölçekli yatırımlar için ek fırsatlar yaratabilir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Garanti Bankası



GARAN TI / GARAN.IS		Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat					165,00
Hisse Fiyatı (TL)					128,90
Yükseliş Potansiyeli (%)					28%
Piyasa Değeri					541.380
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T	
Net Kar	87.331,7	98.883	122.739	173.172	
artış		13%	24%	41%	
Özsermaye Karlılığı		35%	33%	34%	
F/K	0,9	5,5	4,4	3,1	
PD/DD	0,66	1,6	1,2	0,9	

* 10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Garanti Bankası ilk 9 aylık güçlü marj ve dolayısıyla karlılık performansı ile diğer mevduat bankalarından olumlu ayrıştı. Bunda göreceli yüksek serbest sermaye seviyesi sayesinde kısa vadeli TL piyasa fonlamasına diğer bankalardan daha az bağımlı olması, düşük faizli KKM oranının mevduat içerisindeki payının yüksek olmasının etkili olduğunu söyleyebiliriz. Bu olumlu ayrışmanın 4.çeyrekte de devam etmesini ve bankanın yılı yıllık % net kar artışı ve % ROE ile tamamlamasını beklemekteyiz. Banka'nın olumlu ayrışmasının bir süre daha devam edebileceğini düşünmekteyiz.
- Banka 3.çeyrekte TÜFE tahvil değerlemesini diğer bankalara kıyasla daha muhafazakar şekilde %45 ile yapmıştı. Ekim-Ekim Enflasyonun %48.6 açıklanmasıyla birlikte son çeyrekte marj konusunda özel benzerlerine kıyasla avantajını sürdürmesinde Tüfeye endeksli tahvil katkısının da olmasını bekleriz. 2025 içinse dezenflasyon sürecinde Tüfe'ye endeksli tahvillerin katkısının 2024'e kıyasla azalarak marjları bir miktar baskılamasını bekleriz bu anlamda Garanti Bankası'nın geçmiş yıllarda dezavantaj oluşturmuş göreceli düşük seviyedeki Tüfe'ye endeksli tahvil portföyü ile dezenflasyon sürecinde tahvil getirilerindeki düşüşten banka net faiz marjının göreceli daha az etkilenmesini beklemekteyiz.
- Banka 2024 ve 2025 tahminlerimize göre sırasıyla 5.5x - 4.4x F/K ve 1.6x - 1.2x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlar benzerlerine kıyasla yüksek olsa da Garanti Bankası'nın güçlü karlılık performansı ile bu primi hak ettiğini düşünmekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Kardemir



KRDMD TI / KRDMD.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	40,54
Hisse Fiyatı (TL)	28,26
Yükseliş Potansiyeli (%)	43%
Piyasa Değeri (TL mn)	22.049
Firma Değeri (TL mn)	22.715

Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	51.621	59.236	74.848	87.318
artış	39%	15%	26%	17%
FAVÖK	2.197	4.421	7.073	8.671
marj	4,3%	7,5%	9,4%	9,9%
Net Kar	1.087	-3.670	3.599	4.019
marj	2,1%	-6,2%	4,8%	4,6%
Net Borç	-3.471	4.762	5.216	3.720
HB Temettü	0,00	0,48	0,64	1,22
Tem. Verimi	0,0%	1,2%	1,5%	2,9%
FD/FAVÖK	16,8	8,5	5,1	4,1
F/K	29,6	a.d.	9,0	8,0
PD/DD	0,6	0,6	0,6	0,5

* 10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Son 2 yıllık periyoda baktığımızda; Kardemir'in ton başına FAVÖK'ü 3Ç22'te 52 USD ile son yıllardaki en güçsüz verilerden birisi olurken, 1Ç23'te bir miktar toparlanma göstererek 94 USD'ye kadar iyileşme göstermişti. 2Ç23'te ise çeyreklik %72'lik artışla 162 USD'ye ulaştı ancak 3Ç23'te ve 4Ç23'te bu ivmelenme korunamadı ve sırasıyla 114 USD'lik ve 91 USD'lik ton başına FAVÖK figürü gördük. 2024 yılında global çelik piyasasındaki negatifliğin sürmesine bağlı olarak fiyat baskısı sürdü. 1Ç24'te 84 USD ile gevşeme başlarken, 2Ç24'te 31 USD ve 3Ç24'te 35 USD'lik ton başına FAVÖK figürü gördük.
- 2Y24'te global talep koşulları çelik fiyatlarında baskının devamını getirirken güncel konjonktürün hızlı bir toparlanmadan uzak olduğunu düşünmeye devam ediyoruz. Ancak, 2024T'de satış hacminin yıllık bazda %11 (2025T: %8) yükseliş göstermesi beklentimizi koruyoruz (10A24: +12.4%). Sektörün güncel KKO'su %62.6 seviyesindeyken bu oranın %70'lere yakınsaması (Kaynak: TÇÜD) bekleniyor. Kârlılık tarafında ise; 2025T için 60 USD ton başına FAVÖK ve önümüzdeki beş yılda ortalama 79 USD ton başına FAVÖK varsayımımızı da koruyoruz.
- Şirketin önümüzdeki beş yıl içinde yaklaşık 1 milyar USD tutarında yatırım gerçekleştirmesi bekleniyor. Bu tür yatırımlar, Şirket'in operasyonel kârlılığını desteklemesi beklenen katma değeri daha yüksek ürünlerin payındaki artışı hızlandırabilecektir. Özellikle nispeten daha güçlü marjlara sahip olan demiryolu ürünlerinde/tekerleklerine ilişkin girişimler sürmektedir. Ayrıca, liman girişimi gibi yatırımlar, daha yüksek operasyonel marjla birlikte müşteri/ihracat ağını güçlendirebilir.
- Avrupa&Ortadoğu&Hazar bölgesindeki demografik, ekonomik ve siyasi gelişmelerin ticaret yollarını dönüştürebileceğini ve/veya yeni ticaret yolları ekleyebileceğini düşünüyoruz ve Kardemir'in yeni altyapı projelerinden faydalanabileceğine inanıyoruz.
- Şirket payları, 2025 beklentilerimize göre 5,1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Kordsa



KORDS TI / KORDS.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	138,16
Hisse Fiyatı (TL)	73,95
Yükseliş Potansiyeli (%)	87%
Piyasa Değeri (TL mn)	14.385
Firma Değeri (TL mn)	28.719

Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	23.503	35.204	47.156	58.943
artış	27%	50%	34%	25%
FAVÖK	1.952	2.614	4.838	6.608
marj	8,3%	7,4%	10,3%	11,2%
Net Kar	183	-279	863	1.125
marj	0,8%	-0,8%	1,8%	1,9%
Net Borç	10.812	15.241	14.865	14.184
FD/FAVÖK	17,2	11,2	5,9	4,3
F/K	78,5	a.d.	16,7	12,8

* 10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Kordsa, işletme döngüsünde zorlu bir dönemin sonuna yaklaşırken, temel sektörlerdeki baskılanmış performansı ile dikkat çekmektedir. Havacılık üretimindeki zayıflama (FAVÖK'ünün yaklaşık %25'ini oluşturuyor), lastik güçlendirme döngüsündeki gerileme ve kompozitlerdeki sınırlı büyüme, ikincil piyasa fiyatlandırmalarındaki baskıyı yoğunlaştırmıştır.
- Basitçe ifade etmek gerekirse, bu işletme, normal bir döngüde çeyrek bazında yaklaşık 30 milyon ABD doları FAVÖK üretebilme kapasitesine sahiptir; ancak son birkaç çeyrekte 18-20 milyon ABD doları seviyelerinde, optimal olmayan FAVÖK üretimi gerçekleştirilmiştir.
- İleriye dönük olarak, son 4-5 yılda kompozit sektöründe yapılan 300 milyon ABD dolarının üzerindeki inorganik büyüme (M&A) yatırımları, nakit akışı yaratımı açısından olumlu bir görünüme işaret etmektedir.
- Makro tarafta ise, Trump seçimleriyle artan gümrük tarifesi söylemleri, Kordsa'nın ABD operasyonları için olumlu bir yansıma işaret etmektedir. Ayrıca, EUR/USD'deki düşüş, her 100 piplik düşüş başına yıllık 1 milyon ABD doları EBITDA üretim kaybı anlamına gelir; tersi durumda ise pozitif bir etki gözlenir.
- Mevcut adil değer tahminimiz, 2025 yılı beklentilerimize istinaden FD/FAVÖK çarpanı 5.9x ile hisse başına 138.16 TL olarak belirlenmiştir ve bu yaklaşık %87 oranında bir yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Migros



MGROS TI / MGROS.IS	Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat	799,00	
Hisse Fiyatı (TL)	512,50	
Yükseliş Potansiyeli (%)	56%	
Piyasa Değeri (TL mn)	92.790	
Firma Değeri (TL mn)	88.373	

Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	181.674	325.386	431.454	515.024
artış	29%	79%	33%	19%
FAVÖK	3.221	14.313	21.224	28.121
marj	1,8%	4,4%	4,9%	5,5%
Net Kar	8.829	7.123	11.751	13.668
marj	4,9%	2,2%	2,7%	2,7%
Net Borç	-3.461	-6.365	-7.838	-10.158
HB Temettü	0,00	32,45	37,75	37,42
Tem. Verimi	0,0%	6,3%	7,4%	7,3%
FD/FAVÖK	26,9	5,9	3,9	2,9
F/K	10,5	13,0	7,9	6,8
PD/DD	3,3	1,8	1,8	1,6

* 10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Görünüm ve tahminlerimiz: Şirket 2024 yılında satış gelirlerinde %75 (Gedik: %79) artış öngörmektedir. Yılın başında yapılan ücret artışlarının düşen etkisi, daha olumlu marj görünümü için temel katalizör olarak öne çıkmakta. Buna ek olarak, ilk üç çeyrekte FAVÖK marjının %4.9 olması ve mevsimsel olarak ikinci yarının sezonsallıktan dolayı daha yoğun bir dönem olması nedeniyle, 2024'ün son çeyreğinde de güçlü bir dönem geçireceğine işaret etmektedir. Marj beklentimizin, şirketin marj beklentisinden daha düşük olması ile tahminlerimizde muhafazakâr olduğumuzu da belirtmek isteriz (Şirket beklentisi %4.5-5).
- Bunlara ek olarak şirketin iş modelinin ileriye dönük olarak önemli miktarda nakit yaratacak kadar güçlü kaldığına inanmaya devam ediyoruz. Bu durum aynı zamanda Şirketin önümüzdeki dönemde temettü ödemelerini tahminimizden daha yüksek oranda artırma olasılığını ortaya koymaktadır. Şirketin düşen enflasyon ortamında da sağlıklı marklarla faaliyetlerine devam edeceğini düşünmekteyiz.
- Hisse 2025 yılı beklentilerimize 7.9x F/K ve 3.0FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte olup, güçlü nakit yaratma kabiliyetine sahiptir. Benzer şirketlerden Bim Mağazalar ise 14x F/K ve 5.9 FD/FAVÖK rasyosu ile işlem görmektedir. Şirketin güçlü nakit akışı yaratma potansiyelinin, beklenenden daha güçlü bir temettü ödeme potansiyeli yarattığını not etmekte fayda görüyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Turkcell



TCELL.TI / TCELL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	139,78
Hisse Fiyatı (TL)	93,85
Yükseliş Potansiyeli (%)	49%
Piyasa Değeri (TL mn)	206.470
Firma Değeri (TL mn)	225.508

Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	107.116	168.162	230.464	296.665
artış	19%	57%	37%	29%
FAVÖK	47.053	71.002	99.213	128.708
marj	43,9%	42,2%	43,0%	43,4%
Net Kar	12.554	27.087	16.405	33.889
marj	11,7%	16,1%	7,1%	11,4%
Net Borç	34.285	18.715	36.715	51.719
HB Temettü	0,00	1,54	1,86	0,00
Tem. Verimi	0,0%	1,6%	2,0%	0,0%
FD/FAVÖK	4,8	3,4	2,6	2,0
F/K	16,4	7,6	12,6	6,1
PD/DD	1,5	1,4	1,4	1,3

* 10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Lifecell'in satışının ardından Şirket'in borçluluk görünümünde iyileşme meydana gelmiştir. 5G ihalesi öncesinde güncel borçluluk durumunu (Eyl24: 32.3 milyar TL; 0.1x Net Borç/FAVÖK) oldukça sağlıklı olarak yorumluyoruz.
- Turkcell Türkiye abone sayısı Eyl24 itibarıyla ~43.5mn aboneye ulaşırken (Ara23: 42.5mn), M2M hariç mobil ARPU tarafında 239TL (2023: 212TL) ve Fiber ARPU'da 294TL (2023: 258TL)'ye ulaşılmıştır. Alım gücü, hanehalkı talebi ve kullanım alışkanlıkları açısından düşündüğümüzde, reel ARPU büyümesinin ivmelenmesini bekleriz.
- Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle Turkcell payları, enflasyonist ortamlarda fiyat yansıtma zorluğu nedeniyle 2022 yılında BIST-100'e kıyasla %30'a yakın daha düşük getiri sağladı. Bu derin ayrışmaya karşın 2023 yılında %11'lik endeks üzeri getiri görmüştük. 2023 yılında ve 1H24'te gerçekleşen fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının bir miktar daha belirginleştiği finansallarda, bu durumun son çeyrekte ve 2025 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Şirket hisseleri BIST100'e göre YBB %28'lik pozitif ayrışma göstermiştir.
- Uzun vadede ise; mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/popülasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun geniş bant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülüyor. Pilot bölge olarak seçilen İstanbul Havalimanı'nın bazı noktalarında kullanımına başlanan 5G teknolojisine geçişin sektör oyuncuları ve Turkcell için özellikle data kullanımı tarafında önemli atılımlar sağlayacağını düşünüyoruz. Yine uzun vadede; 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırdaki defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğu da inaniyoruz.
- Şirket payları, 2025 beklentilerimize göre 2,6x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

TSKB



TSKB TI / TSKB.IS	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat	17,70			
Hisse Fiyatı (TL)	12,71			
Yükseliş Potansiyeli (%)	39%			
Piyasa Değeri	35.588			
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	7.041,5	10.278	12.831	14.609
artış		46%	25%	14%
Özsermaye Karlılığı		39%	34%	30%
F/K	1,1	3,5	2,8	2,4
PD/DD	0,73	1,1	0,8	0,6

* 10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Bir yatırım ve kalkınma bankası olarak TSKB'nin ana finansman kaynağı uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarıdır. Bu anlamda yılbaşından bu yana temin edilen fonlamalar yaklaşık 1.7 milyar USD'dir. Banka'nın sağladığı fonlama yabancı para cinsinden uzun vadeli olup, ortalama fonlama vadesi 11 yılken, aktiflerin ortalama vadesi ise 5 yıldır. Bankanın uzun vadeli elde ettiği bu fonlamayı müşterilerine farklı alanlarda birden fazla kez çeşitli kredi döngülerinde kullandırma opsiyonu bulunmaktadır. Faizlerin beklenildiğinden yavaş düşmesi potansiyel riskinde ve/veya parasal sıkılığın ek makroihtiyati tedbirlerle devam ettirilmesi durumunda bankanın iş modeli gereği faiz ve makroihtiyati tedbirlere karşı hassasiyetinin düşük olması sebebiyle mevduat bankalarına kıyasla marj avantajının korunacağını düşünmekteyiz.
- Aktif kalitesi bankalarda 2025 için önemli temalardan birisi buna karşın TSKB iş modeli gereği daha çok blue chip firmalarla çalıştığı için mevduat bankaları gibi bireysel ve küçük ölçekli KOBİ tarafındaki bozulmalardan etkilenmiyor. Bu anlamda Banka'nın geçmiş dönemlere göre aktif kalitesindeki gelişimle birlikte kur etkisi hariç kredi risk maliyeti ilk 9 ayda -39 baz puan olarak gerçekleşmiştir. (kapsamımızdaki mevduat bankalar ortalaması: +56 baz puan). Bankanın ayrıca ihtiyatlılık adına 1 milyar 650 milyon TL tutarında (özsermayesine oranı %6) serbest karşılık stoğu da bulunmaktadır.
- Faiz beklentilerinin Aralık ayına çekilmesiyle birlikte Kasım ayı başlarında başlayan bankacılık rallisine TSKB mevduat bankası olmadığı için eşlik etmedi ve Kasım ayı başından beri XBANK'ın %23, XU100'ün %14'lük yükselişine kıyasla yalnızca %5'lik bir yükseliş gerçekleştirdi. Bu anlamda faiz indirim döngüsünden mevduat bankaları kadar fazla yararlanamayacak olmasının yeterince fiyatlandığını düşünmekteyiz.
- Banka 2024 ve 2025 tahminlerimize göre sırasıyla 3.5x – 2.8x F/K ve 1.1x – 0.8x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Yapı Kredi Bankası



YKBNK TI / YKBNK.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				40,46
Hisse Fiyatı (TL)				31,24
Yükseliş Potansiyeli (%)				30%
Piyasa Değeri				263.886
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	68.008,8	30.377	66.467	114.711
artış		-55%	119%	73%
Özsermaye Karlılığı		16%	31%	38%
F/K	0,8	8,7	4,0	2,3
PD/DD	0,7	1,3	1,0	0,7

* 10/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Bankanın göreceli yüksek kısa vadeli TL piyasa fonlaması (repo, swap vb) ihtiyacı sebebiyle marjları faiz artırım döngüsünde benzer bankalara kıyasla daha fazla aşındı. Bu anlamda faiz indirim döngüsünün başlamasıyla birlikte diğer bankalara kıyasla daha fazla marj gelişimi görmeyi beklemekteyiz. Bu da benzerlerine kıyasla çok daha güçlü bir net faiz geliri ve net karlılık toparlanmasına işaret ediyor. Bu anlamda kademeli toparlanma ile birlikte net faiz marjındaki ve karlılıklardaki toparlanmanın 2026'da da süreceğini düşünmekteyiz.
- Bankanın 3.çeyrekte net faiz marjı yüksek kredi getirileri sayesinde benzer bankaların üzerinde artış göstererek negatif bölgeden pozitif bölgeye geçiş gösterdi bu anlamda TL kredi-mevduat makası gelişiminin 4.çeyrekte de sürmesini bekleriz. Banka ayrıca 3.çeyrekte TÜFE tahvil değerlemesini %47 ile yapmıştı bu da ona son çeyrek için ufak da olsa bir alan kazandırmış oldu.
- Banka 2024 ve 2025 tahminlerimize göre sırasıyla 8.7x - 4.0x F/K ve 1.3x - 1.0x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Perakende, Savunma Sanayii, Giyim, Mobilya	ali.akkoyunlu@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Araştırma Direktörü	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Cam, Çimento, GYO	emre.akyol@gedik.com
Serkan Gönençler	Baş Ekonomist	Makroekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Holdingle, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Servis ve Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Yönetici	Veri Yönetimi	cigdem.ay@gedik.com
Batuhan Civelek	Uzman	Sabit Getirili Menkul Kıymetler	batuhan.civelek@gedik.com
Yunus Emre Yenikalaycı	Uzman	Havacılık, Kimyevi Maddeler, Enerji (Elektrik), Bilişim, Sağlık	yunus.yenikalayci@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Melek Miray Alkan	Uzman Yardımcısı	Perakende, Küçük Ölçekli İşletmeler	miray.alkan@gedik.com

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Gedik Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Gedik Yatırım sorumlu değildir.

Bizi Takip Edin



www.gedik.com

[/gedikyatirim](https://www.facebook.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.instagram.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.linkedin.com/company/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.youtube.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.twitter.com/gedikyatirim)

