

Gedik Yatırım Strateji Raporu

9 Temmuz 2025

Faiz İndirimleri Yaklaşırken Piyasalar

GedikYatırım

Yılın ikinci yarısında, tarifelerin ekonomi üzerindeki etkilerinin ortaya çıkmasıyla küresel piyasalarda halen dalgalanmalar görülebilir

- Küresel piyasalar 2025 yılına ağırlıklı olarak, Trump'ın tarifelerde geri adım atacağı, faiz indirimlerinin devam edeceği, vergi indirimleriyle ABD büyümesinin güçleneceği ve Avrupa ekonomisindeki zayıflıkla birlikte Doların güçlenmeye devam edeceği (€/\$/nün 1,0 seviyesinin altına gerileyeceği) ve jeopolitik risklerin de yumuşayacağı beklentileriyle girdi. Yılın ilk yarısında bu beklentilerin aksine, Trump'tan gelen farklı açıklamalarla tarife belirsizliğinin resesyon endişelerini alevlendirdiği, ABD'nin artan borçluluğuyla beraber Dolardan kaçış eğiliminin hızlandığı ve €/\$/nün 1,18'li seviyelere yaklaştığı, artan jeopolitik gerginliklerle de emtia fiyatlarının dalgalı seyrettiği bir süreç yaşandı.
- ABD Başkanı Trump'ın “Kurtuluş Günü” olarak nitelendirdiği 2 Nisan günü açıkladığı yüksek oranlı tarifelerin daha sonra 9 Nisan'da 90 günlüğüne ertelenmesi risk iştahını geri getirirken, gelinen noktada ABD hisse senetleri, İsrail-İran arasındaki geçici müzakere sonrası petrol fiyatlarındaki geri çekilmeyle de birlikte, Şubat ortasındaki zirve seviyelerini aşarak yeni zirveleri test etti.
- Devam eden güçlü risk iştahına rağmen, yeni tarifelerin hem enflasyon hem de büyüme üzerindeki etkilerinin son çeyrekte itibaren görülmeye başlanacağını ve küresel piyasaların, devam eden jeopolitik risklerle birlikte, bu süreçte halen sert düzeltmelere açık olduğunu düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında tarife gelişmelerinin yanında ABD'nin bütçe açığı ve borçluluğu eksenindeki tartışmaların da piyasa fiyatlamaları üzerinde fazlasıyla etkili olabileceğini düşünüyoruz.
- Borçluluğa ilişkin artan kaygılar, rezerv para olan Doların “güvenli liman” statüsünü de sorguluyor. Nitekim son dönemde Amerikan tahvil faizleri yükselirken, klasik korelasyonun aksine Dolar zayıflıyor ve Ons altın güç kazanıyor. Doların bu statüsünü kısa ve orta vadede kaybedeceğini düşünmemekle birlikte, mevcut görünüm, tahvil faizleri yükseldiğinde Doların güçlenip altının zayıfladığı klasik döngünün kırıldığı yeni ve farklı bir döneme girildiğine işaret ediyor da olabilir. Dolayısıyla önümüzdeki bu süreci, yatırımcıların piyasa fiyatlamalarını değerlendirmekte daha da zorlanacağı bir dönem olarak nitelendirmek hiç de yanlış olmayacaktır.

Yurtiçinde bir süreliğine faiz indirim fiyatlaması daha belirleyici olabilir

- Yurtiçinde ise, yıla TCMB'nin Aralık'ta başlattığı faiz indirim sürecini yıl boyunca devam ettireceği beklentileriyle girildi. Beklentilerden yüksek gelen Ocak enflasyonu piyasalarda risk iştahını bir miktar bozsa da, BIST-100'de Şubat ortasından Mart ortasına kadar %10'u aşan güçlü bir yükseliş gerçekleşti. Mart ortasında siyasi risk priminin aniden yükselmesiyle, döviz rezervlerinde sert gerilemelerin yaşandığı, TCMB'nin para politikasını yeniden sıkılaştırmak durumunda kaldığı ve piyasa fiyatlamalarının tamamıyla değiştiği bir süreç yaşandı.
- Mayıs başından bu yana ise, bozulan eğilimlerde toparlanmanın devam ettiği bir dönemden geçiliyor. TCMB Mart ortasından Nisan sonuna kadar kaybettiği 52 milyar \$'lık rezervin yarıya yakını (24 milyar \$) yerine koymuş görünüyor. Devlet tahvillerinde 9,3 milyar \$'lık yabancı çıkışının ardından 2,6 milyar \$'lık giriş gerçekleşirken, swap kanaldan sermaye çıkışlarının 12 milyar \$'ı aştığını, sonrasında ise bu rakamın kabaca 5 milyar \$'ının geri geldiğini hesaplıyoruz.
- Bu süreçte, yaşanan ani kur artışları enflasyonu sene başında öngörülen patikanın bir miktar üzerine taşıdı. İlk kur şokunun ardından, TÜFE enflasyonunun Haziran sonunda %37-38'li seviyelerde kalabileceğini bekliyorduk. Ancak, kur geçişkenliğinin önceki 2-3 yıla göre zayıflaması ve petrol fiyatlarında yaşanan sert geri çekilmeyle birlikte yıllık enflasyon düşüşünü sürdürdü ve Haziran'da %35 seviyesinde seyretti. TÜFE enflasyonunun olumlu baz etkileriyle beraber Eylül itibarıyla %30 seviyelerine (belki bir miktar altına) kadar gerileyebileceğini düşünüyoruz.
- Döviz rezervlerinde yurtiçi ya da yurtdışı kaynaklı olarak bir geri dönüş olmayacağı varsayımıyla, TÜFE enflasyonunda süregelen düşüşle birlikte TCMB'nin Temmuz'da 300-350 baz puan arası bir indirimi gündeme alabileceğini düşünüyoruz. TCMB devam eden süreçte, enflasyondaki düşüşle birlikte 11 Eylül ve 23 Ekim toplantılarında da faiz indirimlerine devam ederek politika faizini %37,0-37,5 seviyelerine kadar çekebilir.
- Önümüzdeki dönemde, politika analistlerinin de belirttiği üzere iç ve dış siyasi risk primi yüksek kalmaya devam ederek piyasalarda dalgalanma yaratma potansiyeli taşıyor. Buna karşın, **piyasa fiyatlamasında en azından yaz ayları boyunca TCMB'nin faiz indirimine ilişkin beklentilerin daha belirleyici olabileceğini düşünüyoruz.**

Serkan Gönençler
Baş Ekonomist

Faiz indirim döngüsünün başlaması kısa/orta vadede borsaya destekleyici olabilir

- Yılbaşından beri BIST100 Endeksi ABD doları bazında %10,2 değer kaybederken, Lira bazında %3 yükseldi. MSCI EM endeksine göre ise %21 geride kalıp, 6 aylık enflasyon baz alındığında yaklaşık %14'lük bir negatif reel getiri sağladı.
- Halka açık şirketler 2024 yıl sonunda reel anlamda %50 net kar daralması ve %14 FAVÖK daralması yaşadı. 2025 yılının ilk 3 ayında ise 12 aylık daralma net karda %47, FAVÖK'te ise %17'ye ulaştı. 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 yılının ilk yarısı sonunda ise benzer bir resim bekliyor olsak da, tahminlerimiz yıl sonunda resmin baz etkisinden dolayı bir nebze iyileşme ihtimali olduğunu göstermekte.
- 2025 için reel olarak %9 net kar, %7 FAVÖK artışı beklemekteyiz. Bu da karlılıklar açısından 2025 yılının ikinci yarısının birinci yarıya nazaran daha yüksek seyredeceğine işaret ediyor. Bu bağlamda bankacılık sektöründeki net kar büyüme tahminimiz %21 iken, sanayi şirketleri için yüzde 1%.
- 2025 yılında sektörel bazda reel kar performansı ve değerlemeler göz önüne alındığında, öne çıkarmak istediğimiz sektörler bankacılık, gıda perakendeciliği, beyaz eşya (Arçelik), gıda, seçici olarak taahhüt, havacılık ve telekomünikasyon sektörleridir.

BIST-100 Endeks hedef değerimiz %32,5'lik yükselme potansiyeliyle 13,422. Bu bağlamda, hedef değerler bankacılık sektöründe %28, sanayi sektörlerinde %31 ve holdinglerde %54 yükselme potansiyeline işaret ediyor. İç ve dış siyasi risk priminin azalması halinde ve 2026 yılında baz senaryomuzdaki kar büyümeleri sağlanabilirse önümüzdeki dönemde daha yüksek potansiyelin de mevcut olduğunu belirtmek isteriz.

- Reel bazda (2025/2026) kar büyüme beklentilerimizi ülkeler arası büyüme ve çarpanlara harmanladığımızda Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran iskontolu çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. 2025 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ F/K çarpanlarına %31, FD/FAVÖK çarpanlarına göre de %25 civarı iskontoda gözükmemekte.
- **İş Bankası, Vakıfbank ve Doğuş Otomotiv** için tavsiyemizi «Endekse Paralel Getiri»'den «Endeks Üzerinde Getiri»'ye yükseltirken, **Türk Telekom** içinse «Endeks Üzerinde Getiri»'den «Endekse Paralel Getiri»'ye indiriyoruz. Tüm hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimizi 28-31. sayfalarda görebilirsiniz.

Model portföyden Koç Holding'i çıkartıyoruz.

- Koç Holding'i portföyümüzdeki holding ağırlığını normalleştirmek amacıyla model portföyümüzden çıkarıyoruz.
- **Model portföyümüzdeki şirketler:** Arçelik, Doğan Holding, Enka İnşaat, Garanti Bankası, Mavi Giyim, Migros, Sabancı Holding, Tab Gıda, TSKB, Türk Hava Yolları, Turkcell, Ülker. Detaylı liste ve açıklamalar 33. sayfa ve sonrasında mevcuttur.

Strateji Raporu

İçerik

- Ekonomik Görünüm
- Varlık Dağılımı Önerileri
- Piyasalara Dair Beklentiler
- Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri
- Model Portföy ve Hisse Önerileri



Ekonomik Görünüm: Özet

Baz makro senaryomuza ilişkin varsayımlarımız ve tahminlerimiz...



		2021	2022	2023	2024	2025T	2025T (Eski)*
USD/TL	Dönem sonu	13.33	18.70	29.44	35.28	45.00	43.00
	Dönem ortalaması	8.89	16.62	23.77	32.81	40.00	39.00
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	36.1%	64.3%	64.8%	44.4%	32.0%	29.0%
	Dönem ortalaması	19.6%	72.3%	53.9%	58.5%	34.5%	33.5%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	31.9%	51.3%	70.2%	45.3%	33.5%	31.1%
	Dönem ortalaması	18.3%	57.0%	58.3%	59.8%	35.3%	34.3%
10-yıllık Tahvil	Dönem sonu	24.6%	10.6%	26.6%	29.9%	27.5%	22.5%
	Dönem ortalaması	17.6%	18.3%	18.4%	28.3%	29.8%	25.2%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	14.00%	9.04%	40.00%	47.50%	37.50%	32.00%
	Dönem ortalaması	17.6%	12.7%	20.0%	48.8%	42.8%	38.5%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	11.0%	5.6%	4.5%	3.2%	2.3%	2.5%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	7,209	15,007	26,260	44,256	59,003	60,958
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	810	893	1,092	1,343	1,471	1,556
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-2.7%	-0.9%	-5.2%	-5.0%	-3.9%	-4.1%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.2%	1.1%	-2.7%	-2.6%	-0.6%	-0.9%
Cari Denge	Milyar \$	-7.3	-48.7	-45.5	-10.1	-22.0	-25.0
	GSYH'ye oranı	-1.7%	-5.5%	-4.2%	-0.7%	-1.5%	-1.6%
Bilgi (Varsayımlar):							
Brent Petrol (\$/varil)	Dönem ortalaması	70.6	98.9	82.2	80.3	70.0	75.0
Doğalgaz, Avrupa TTF (€/MW saat)	Dönem ortalaması	46.3	135.1	41.4	34.0	39.0	38.0
CRB Emtia Endeksi	Dönem ortalaması	699.1	898.0	644.8	574.7	550.0	520.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.0-0.25%	4.25-4.50%	5.25-5.50%	4.25-4.50%	3.75-4.00%	3.25-3.50%
ECB politika faizi	Dönem sonu	-0.50%	2.00%	4.00%	3.00%	1.75%	1.75%
EUR/USD	Period Average	1.18	1.05	1.08	1.09	1.12	1.05
Küresel GSYH Büyümesi	Period Average	6.6%	3.6%	3.3%	3.2%	2.7%	3.0%

* 13 Aralık 2024 tarihli Strateji Raporu tahminleri

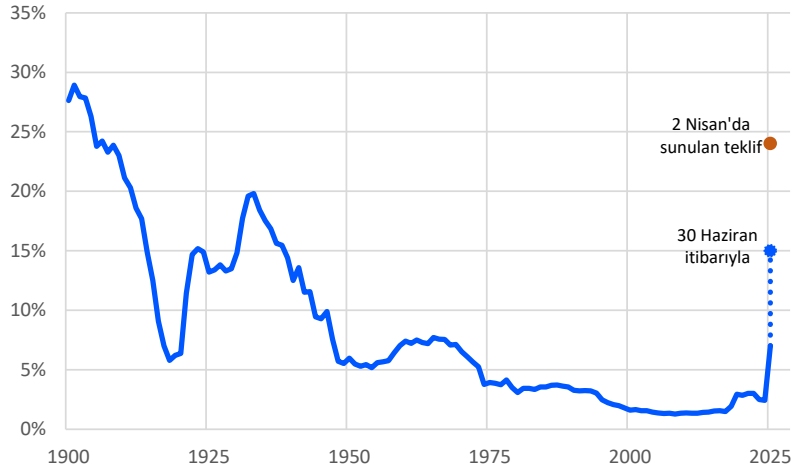
Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

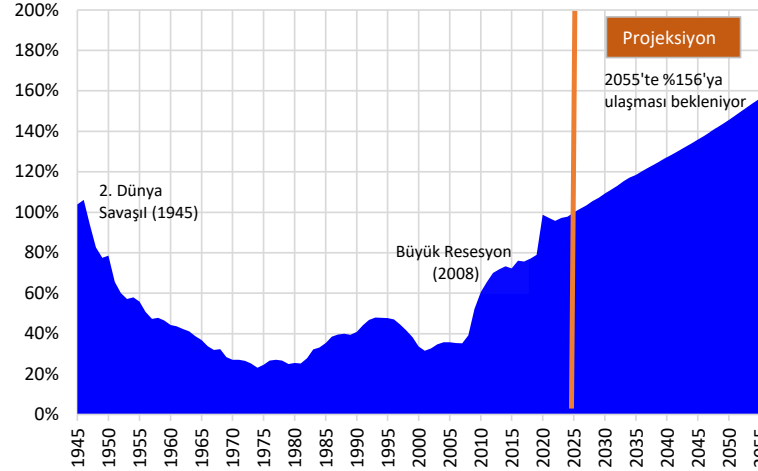


Yılın ikinci yarısında, tarifelerin etkilerinin ortaya çıkmasıyla küresel piyasalarda dalgalanmalar görülebilir

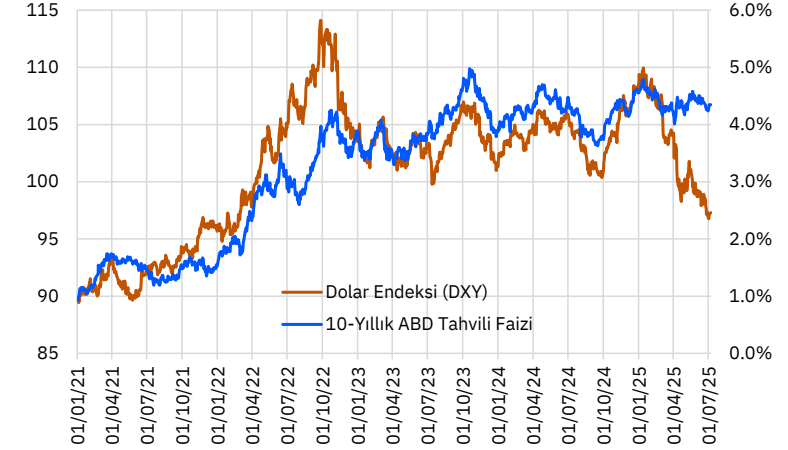
ABD'nin Efektif Gümrük Tarifesi Oranı



ABD - Kamu Borcunun GSYH'ye Oranı



ABD Tahvil Faizleri - DXY İlişkisi



- Devam eden güçlü risk iştahına rağmen, yeni tarifelerin hem enflasyon hem de büyüme üzerindeki etkilerinin son çeyrekten itibaren görülmeye başlanacağını ve küresel piyasaların, devam eden jeopolitik risklerle birlikte, bu süreçte halen sert düzeltmelere açık olduğunu düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında tarife gelişmelerinin yanında ABD'nin bütçe açığı ve borçluluğu eksenindeki tartışmaların da piyasa fiyatlamaları üzerinde fazlasıyla etkili olabileceğini düşünüyoruz.
- Borçluluğa ilişkin artan kaygılar, rezerv para olan Doların “güvenli liman” statüsünü de sorguluyor. Nitekim son dönemde Amerikan tahvil faizleri yükselirken, klasik korelasyonun aksine Dolar zayıflıyor ve Ons altın güç kazanıyor. Bu durum, ABD'nin mali sürdürülebilirliğine dair endişelerle tetiklenmesinden kaynaklanıyor.
- Doların bu statüsünü kısa ve orta vadede kaybedeceğini düşünmemekle birlikte, mevcut görünüm, tahvil faizleri yükseldiğinde Doların güçlenip altının zayıfladığı klasik döngünün kırıldığı yeni ve farklı bir döneme girildiğine işaret ediyor da olabilir. Dolayısıyla önümüzdeki bu süreci, yatırımcıların piyasa fiyatlamalarını değerlendirmekte daha da zorlanacağı bir dönem olarak nitelendirmek hiç de yanlış olmayacaktır.

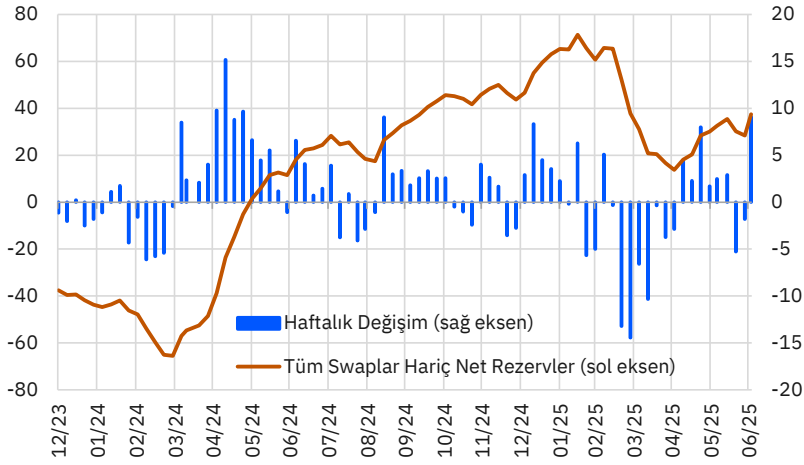
Kaynak: Yale Budget Lab, Kongre Bütçe Ofisi (CBO), Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

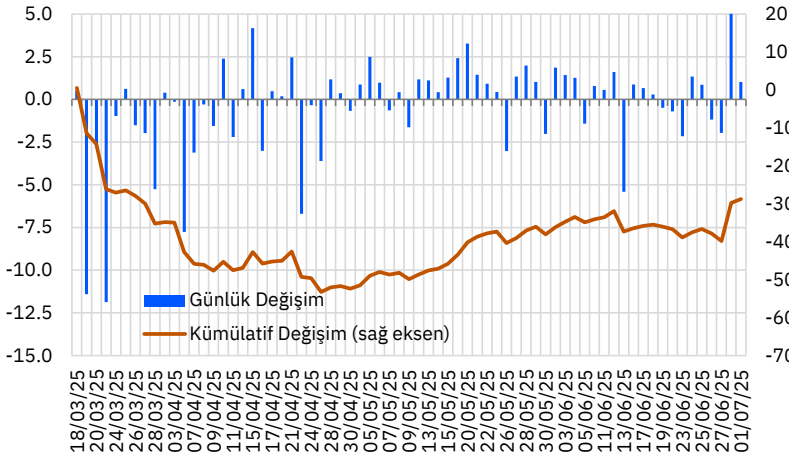


TCMB Mart ortasından Nisan sonuna kadar kaybettiği rezervin yarıya yakınını yerine koymuş görünüyor

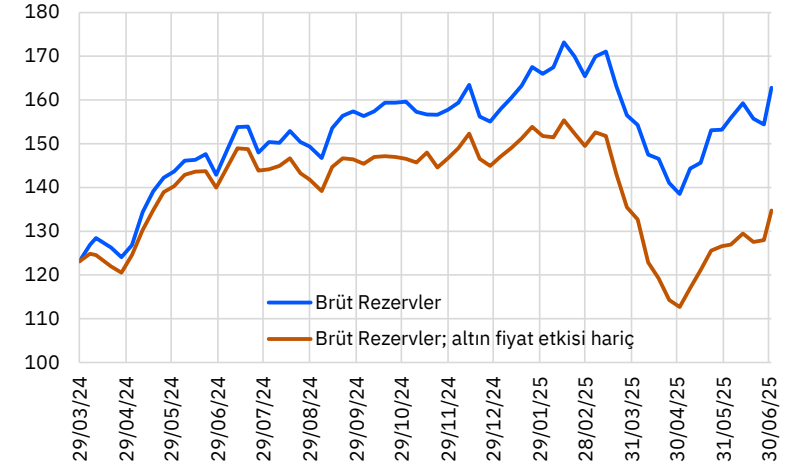
Swaplar Hariç Net Rezervler (Milyar \$)



Swaplar Hariç Net Rezervler, Günlük Değişim (Milyar \$)



TCMB'nin Brüt Rezervleri (Milyar \$)



- 19 Mart sonrasında yurtiçi yerleşiklerden gelen döviz talebi ve sermaye çıkışlarıyla Nisan sonuna kadar yaklaşık olarak 52 milyar \$ rezerv kaybeden TCMB, Temmuz'un ilk haftası itibariyle bu dövizin yarıya yakınını (24 milyar \$) yerine koymuş görünüyor. Bu tutarın 9 milyar \$'ı da Temmuz'un ilk haftasında gerçekleşmiş görünüyor (veri 10 Temmuz'da açıklanacak).
- TCMB rezervlerinde 25 milyon troy ons altın bulunduruyor. Bunun değer olarak karşılığı (4 Temmuz itibariyle) yaklaşık 78 milyar \$'a tekabül ederken, bu tutar brüt rezervlerinin yarıya yakınını oluşturuyor. Dolayısıyla altın fiyatlarındaki değişimler de TCMB rezervlerini önemli oranda etkiliyor. Örneğin, Mart ortasında 3.000 \$ civarındaki ons altın Nisan sonunda 3.300 \$'a ulaşırken, bu değişimin rezervlere katkısı 8 milyar \$'a ulaşmıştı. Dolayısıyla, altın fiyatı hariç bakıldığında, TCMB'nin net döviz pozisyonundaki (swaplar hariç net rezervler) gerileme 60 milyar \$'ı bulmuştu.
- 14 Şubat itibariyle 71,4 milyar \$'a kadar yükselen ve 19 Mart öncesinde 66,5 milyar \$ seviyesinde bulunan swap hariç net rezervlerin 4 Temmuz itibariyle kabaca 37 milyar \$ seviyesinde bulunduğunu tahmin ediyoruz.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

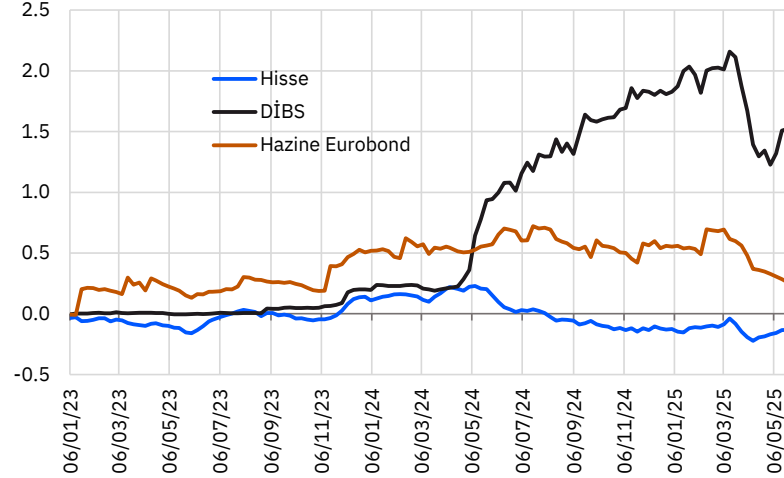
Mart ortasından sonra hızla artan döviz talebinde yumuşama devam ediyor



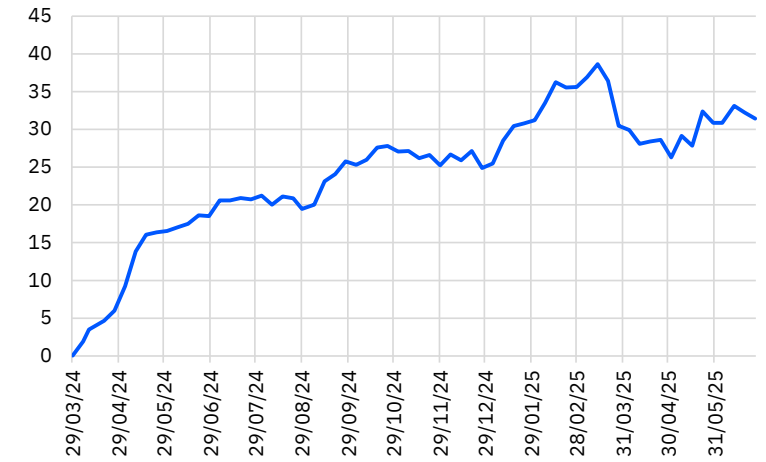
Döviz Mevduatlar* (Milyar \$)



Yurtdışı Yerleşiklerin Net Sermaye Hareketleri, Kümülatif (Milyon \$)



Swap Kanalından Tahmini Girişler (Carry-trade), Kümülatif (Milyar \$)



- 19 Mart sonrasında döviz rezervlerindeki kayıplar hem yurtiçi yerleşiklerden gelen döviz talebinden, hem de yurtdışı yerleşiklerin sermaye çıkışlarından kaynaklanmıştır. Mayıs başından bu yana ise kısmi bir toparlanma eğilimi gözleniyor
- Döviz mevduatları Mart ortasından Nisan sonuna 9 milyar \$ civarında artış gösterirken (sene başından bakıldığında 17 milyar \$), Mayıs'tan itibaren 2 milyar \$'lık bir gerileme yaşandı.
- 19 Mart ile Nisan sonu arası dönemde devlet tahvillerinden (DİBS) 9,3 milyar \$'lık çıkış yaşanırken, bu tarihten sonra 2,6 milyar \$'lık giriş oldu (Temmuz'un ilk hafta verisi mevcut değil). Aynı süreçte Eurobond stoğu ise 4,4 milyar \$ düşüşten sonra 1,4 milyar \$ artış gösterdi. Mart ortasından Nisan ortasına kadar olan 4 haftada 1,8 milyar \$'lık çıkış yaşanan hisse senetlerine ise o tarihten bu yana neredeyse her hafta yabancı girişi (1 hafta hariç) gerçekleşti ve toplam girişler 1,7 milyar \$ oldu.
- Bunlar dışında, yabancıların asıl çıkışları kısa vadeli olarak swap kanalından (carry-trade) gerçekleşti. **Swap kanaldan sermaye çıkışlarının 12 milyar \$'ı aştığını, sonrasında ise bu rakamın kabaca 5 milyar \$'ının geri geldiğini hesaplıyoruz.**

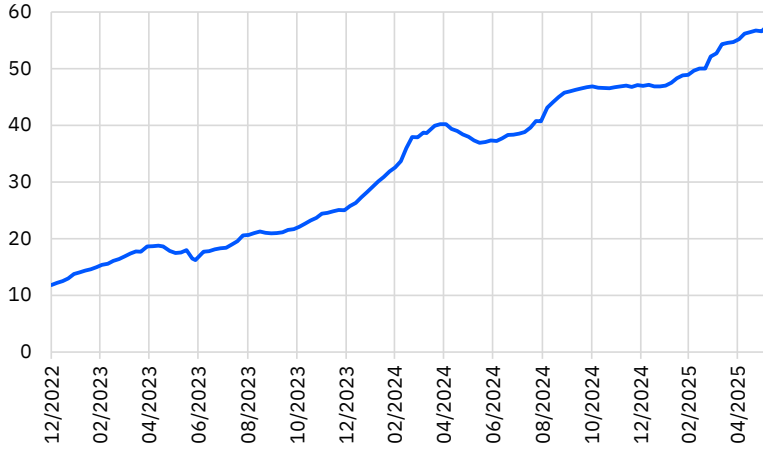
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

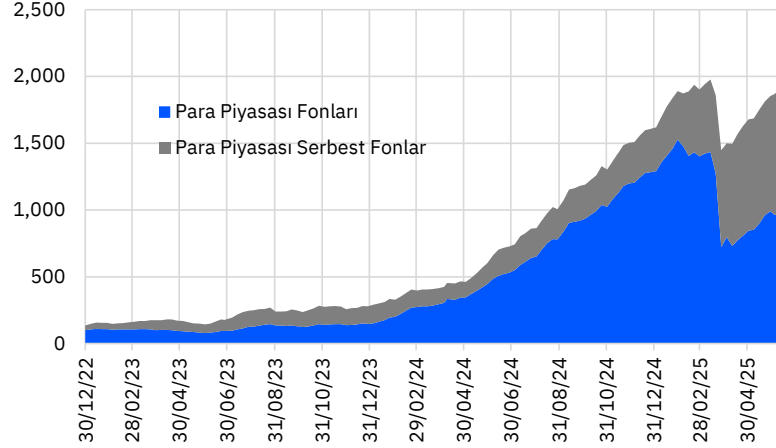


Son dönemde dolarizasyon oranı sınırlı miktarda arttıysa da, 2023 ortası seviyelerin ciddi gerisinde

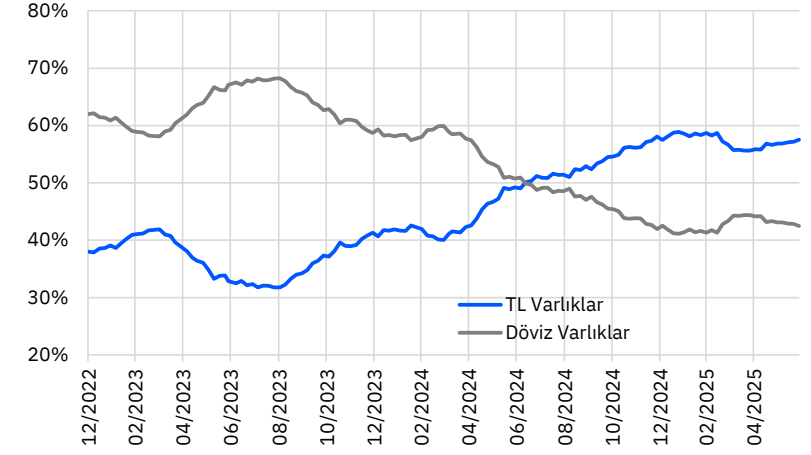
Döviz Fonlarının Gelişimi (Milyar \$)



Para Piyasası Fonlarının Gelişimi (Milyar TL)



Dolarizasyon (Yatırım Fonları Dahil)



TL Varlıklar: KKM Hariç TL Mevduat + Para Piyasası Fonları
Döviz Varlıklar: KKM Dahil Döviz Mevduat + Döviz Fonları

- Son dönemde döviz cinsi yatırım fonlarının gelişimi ise devam ediyor. Döviz cinsi yatırım fonlarının portföy değerinin 2024 yılında yaklaşık 20 milyar \$, 2025'in ilk yarısında da 10 milyar \$ artışla 60 milyar \$'a yaklaştığını takip ediyoruz.
- 19 Mart sonrasında, portföyündeki kısa vadeli tahviller nedeniyle istikrarlı getirisi kısa süre sektöre uğrayan para piyasası fonlarından (PPF) 3 haftada yaşanan kabaca 700 milyar TL'lik çıkışla toplam portföy değeri yarı yarıya erimişti (çıkan paranın 200 milyar TL'ye yakını serbest fon şemsiyesi altındaki PPF'lere kaymıştı). PPF'lerin portföy değeri (toplam olarak) Haziran sonu itibarıyla Mart ortasındaki seviyelerine yükselmiş durumda. Ancak, nema etkisi hesaba dahil edilirse, halen 250 milyar TL'nin üzerinde bir çıkıştan bahsedebiliriz.
- Yatırım fonlarını da dahil ederek hesapladığımız dolarizasyon oran 27 Haziran itibarıyla %42 seviyesinde bulunuyor. Bu oran 2023 ortasında %70'e yaklaştı. 2024 yılı başında ise kabaca %59 idi.

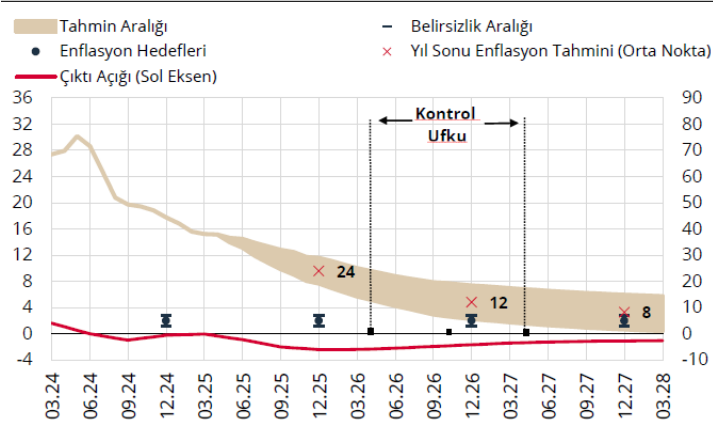
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

TCMB son dönemde fonlama maliyetini yeniden haftalık repoya kaydırarak faiz indirimine hazırlandığı sinyali veriyor



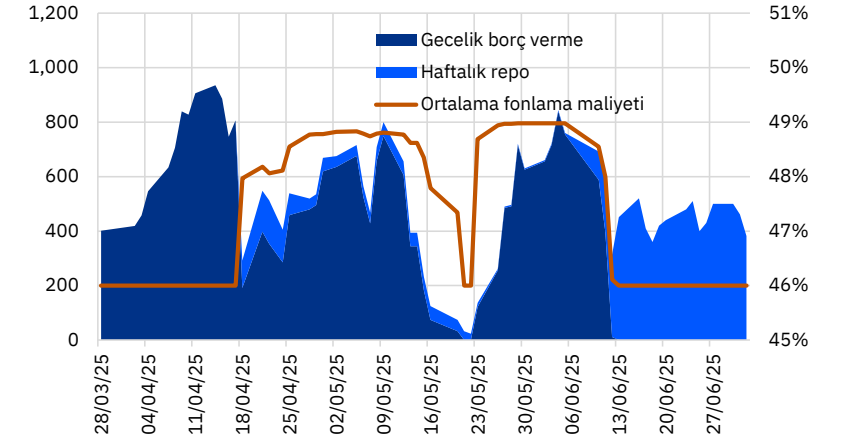
TCMB'nin Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



TCMB'nin Tahmin Revizyonunun Kaynakları

2025-I ER Tahmini (%)	24,0
2025-II ER Yıl Sonu Tahmini (%)	24,0
2025-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi (% Puan)	0,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Gıda Fiyatları	+0,5
Çıktı Açığı	+0,3
TL Cinsi İthalat Fiyatları	+0,1
Başlangıç Koşulları, Enflasyonun Ana Eğilimi	+0,1
Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar	-1,0

TCMB'nin API Fonlamasının Kompozisyonu (Milyar TL)



- TCMB 22 Mayıs'ta gerçekleştirilen yılın ikinci Enflasyon Raporu toplantısında enflasyon tahminlerini değiştirmede. TCMB'nin 3 yıllık enflasyon tahmin aralıkları şöyle şekilleniyor:
 - 2025 sonu: %24 (%19-29), 2026 sonu: %12 (%6-18), 2027 sonu: %8
- TCMB, Enflasyon tahminini revize etmemelerinin nedenini kur geçişkenliğinin geçtiğimiz birkaç yıllık döneme göre azalmasıyla ve de emtia fiyatlarındaki düşüşler ve iç talepte bekledikleri yavaşlamanın kur artışlarının etkisini dengelemesiyle açıkladı. Enflasyonun ana eğilimi halihazırda sene sonunda %30'un biraz üzerinde bir enflasyona işaret ediyor olsa da, emtia fiyatlarının yardımı ve talep koşulları sayesinde enflasyonun tahmin aralıkları içinde kalacağını belirtti.
- TCMB'nin enflasyon görünümüne ilişkin iyimser duruşunun ve 2025 yılına ilişkin tahmin aralığını revize etmekten kaçınmasının faiz indirim sürecini yeniden başlatma isteğini yansıttığını düşünüyoruz. TCMB 19 Mart sonrası artan volatiliteye karşılık TL likiditeyi kıskarak ortalama fonlama maliyetinin %49,0'a kadar yükselmesini sağlamıştı. **10 Haziran'dan itibaren ise fonlamayı yeniden haftalık repo kanalına kaydırarak fonlama maliyetinin %46,0'da oluşmasını sağlıyor. Bu da faiz indirimi için bir hazırlık olarak düşünülebilir.**

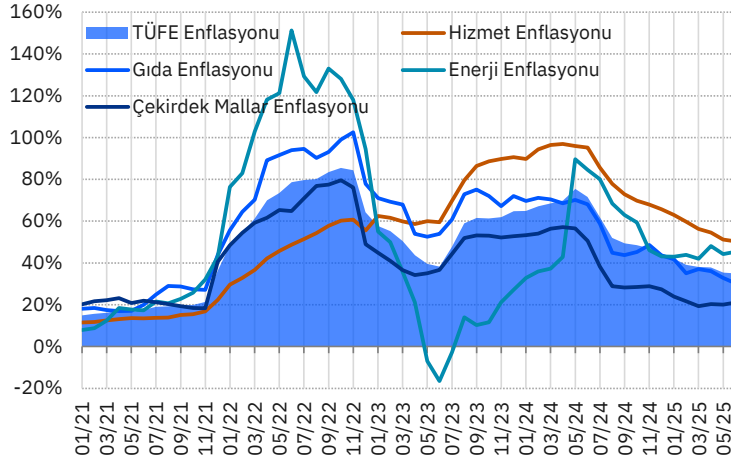
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

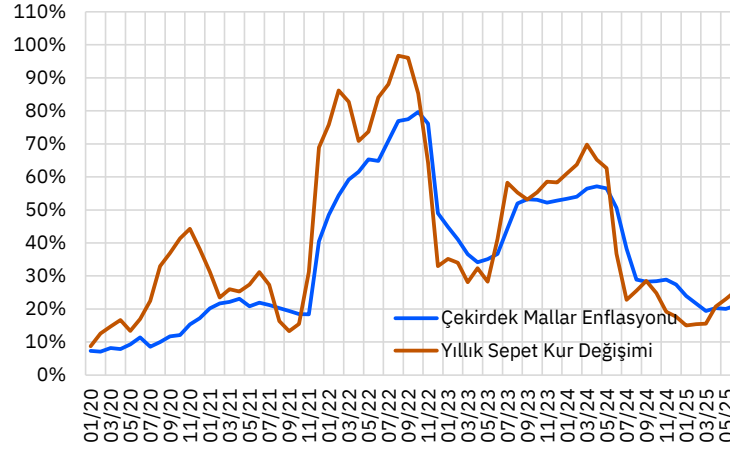


TÜFE enflasyonu olumlu baz etkileriyle beraber Eylül'de %30 seviyelerine (belki bir miktar altına) kadar gerileyebilir

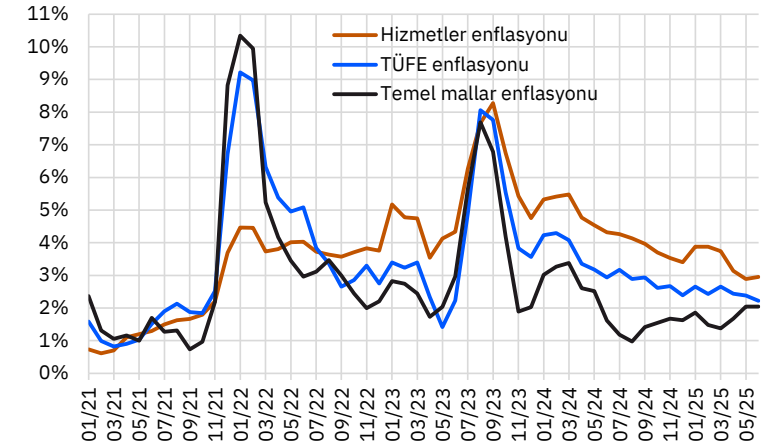
TÜFE Enflasyonu Ana Kalemler, Yıllık



Sepet Kur Değişimi - Temel Mallar Enflasyonu, Yıllık



Mevsimsellikten Arındırılmış Enflasyon, 3-Aylık Ort.



- Bu süreçte, yaşanan ani kur artışları enflasyonu sene başında öngörülen patikanın bir miktar üzerine taşıdı. Son dönemde kur geçişkenliğinin etkisini göstermesiyle aylık temel mal enflasyon eğilimi yükselişe geçse de, mallar üzerindeki kur geçişkenliğinin önceki 2-3 yıla göre daha zayıf gerçekleştiğini söyleyebiliriz. İlk kur şokunun ardından, TÜFE enflasyonunun Haziran sonunda %37-38'li seviyelerde kalabileceğini bekliyorduk. Ancak, gerek kur geçişkenliğinin önceki 2-3 yıla göre zayıflaması, gerekse de petrol fiyatlarında yaşanan sert geri çekilmeye birlikte yıllık TÜFE enflasyonu bu süreçte düşüşünü sürdürdü ve Haziran'da %35 seviyesinde seyretti.
- Hizmet enflasyonunun ise halen görece yüksek seyretmekle birlikte, yumuşamaya devam ettiğini takip ediyoruz. Şöyle ki, Nisan 2024'te %97,0 ile zirve seviyeye ulaşan yıllık hizmet enflasyonu Haziran'da %50,3'e kadar geriledi. Aylık hizmet enflasyonu mevsimsel etkilerle Temmuz ve Ağustos aylarında %3,0'e yakın veya biraz üzerinde gerçekleşebilir. Ancak, aylık hizmet enflasyonunun 2024'ün Temmuz-Eylül döneminde %4,4-4,9 arasında gerçekleştiğini düşünürsek, bu düşüş trendi önümüzdeki aylarda da sürebilir.
- Kurlardaki mevcut seyrin devam ettiği ve Brent petrolün 65-70 \$ bandında kalmaya devam ettiği bir görünüm altında **TÜFE enflasyonunun olumlu baz etkileriyle beraber Eylül itibariyle %30 seviyelerine (belki bir miktar altına) kadar gerileyebileceğini düşünüyoruz. Sene sonu TÜFE enflasyonu beklentimiz ise %32,0 olarak ortaya çıkıyor.**

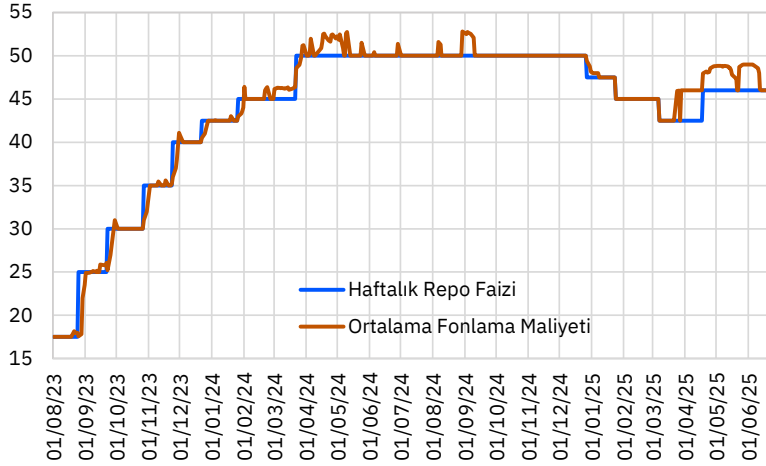
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

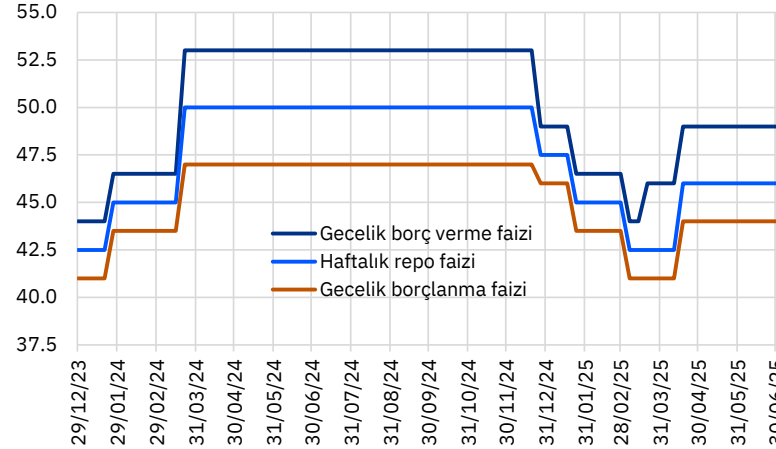
TCMB Temmuz'da 300-350 baz puanlık bir adımla faiz indirim sürecine geri dönebilir



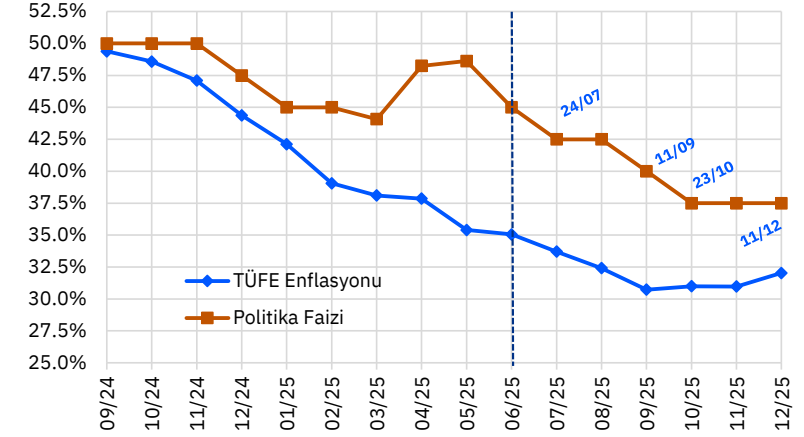
Haftalık Repo Faizi – Fonlama Maliyeti (%)



TCMB'nin Faiz Koridoru (%)



TÜFE Enflasyonu ve Politika Faizi Projeksiyonları



- TCMB'nin 22 Mayıs'taki Enflasyon Raporu toplantısından itibaren bir faiz indirim sinyali verdiğini belirtiyoruz, ki beklentilerin altında gelen Mayıs enflasyonu 19 Haziran toplantısında sınırlı da olsa bir indirim ihtimalini güçlendirmişti. Ancak, TCMB İsrail-İran gerilimiyle birlikte hızla yükselen petrol fiyatları nedeniyle temkinli kalarak, 19 Haziran'da politika faizini sabit tuttu.
- Bununla beraber, TCMB'nin gerektiğinde para politikası "sıkılaştırılacaktır" vurgusunu "para politikası araçları etkili şekilde kullanılacaktır" şeklinde revize etmesi, 24 Temmuz toplantısında faiz indirim beklentilerini iyiden iyiye güçlendirdi.
- Döviz rezervlerinde yurtiçi ya da yurtdışı haber kaynaklı olarak bir geri dönüş olmayacağı varsayımıyla, **TÜFE enflasyonunda süregelen düşüşle birlikte TCMB'nin Temmuz'da 300-350 baz puan arası bir indirimi gündeme alabileceğini düşünüyoruz.** Bu arada, reel sektörün yaşadığı finansman problemleri nedeniyle TCMB'nin üzerinde 500 baz puan gibi daha yüksek bir indirim baskısı da olabilir. Ancak, TCMB'nin döviz talebi eğilimini de gözетerek daha temkini bir adımla faiz indirimlerine başlamasını daha muhtemel görüyoruz.
- Sene sonu TÜFE enflasyonu beklentimizi %32 seviyesinde bulunsa da, TÜFE enflasyonu Eylül itibarıyla %30 seviyelerine (belki bir miktar altına) kadar gerileyebileceğini bekliyoruz. **TCMB de bu süreçte 11 Eylül ve 23 Ekim toplantılarında da faiz indirimlerine devam ederek politika faizini %37,0-37,5 seviyelerine kadar çekebilir.**

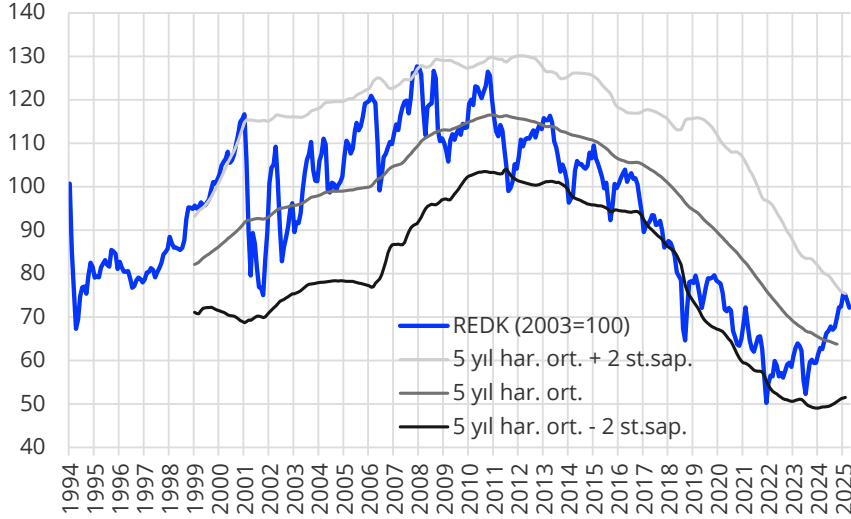
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

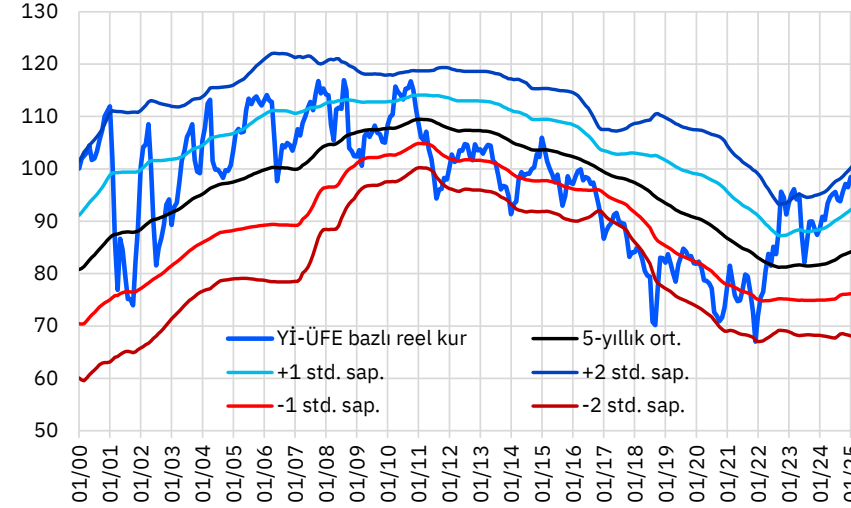
TL'deki reel değerlenmenin sürdürülebilirliği kalıcı dezenflasyon için önemli...



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



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



- Enflasyondaki düşüş konusunda temkinli duruşumuzun nedeni, Türk Lirası'nda reel değerlenmeyle birlikte, dışsal veya içsel bazı faktörlere bağlı olarak kurlar üzerinde halen baskıların olabileceği yönündeki düşüncemiz. Böyle bir durum enflasyondaki düşüş trendini de sekteye uğratmasına yol açabilir. Bu açıdan, faiz indirim sürecinin enflasyondaki düşüşe paralel bir şekilde kademeli olarak hayata geçirilmesi ve sürdürülmesi kritik önem taşıyor.
- Daha önce de belirttiğimiz gibi, TL'yi reel değerlenmeye bırakarak ve ücretleri baskılayarak enflasyonda kalıcı bir düşüş trendi sağlanabileceğini düşünmüyoruz. Enflasyonda 2025 sonrası yılların hedeflerine doğru kalıcı bir düşüş için öncelikle enflasyon beklentilerinin kırılması ve buna bağlı olarak da talebi öne çekme ve geriye dönük fiyatlandırma gibi enflasyonda atalet yaratan unsurların ortadan kalkması gerekiyor.
- Bununla beraber, TCMB'nin Mart-Nisan döneminde olduğu gibi, Türk Lirası'nda sert değer kayıplarını önlemek yönündeki stratejisine bağlı kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu görünüm altında, **sene sonu \$/TL beklentimiz 45,0 (€/ \$ paritesinin 1,12 civarı seviyelere geri çekileceğini öngörüyoruz).**

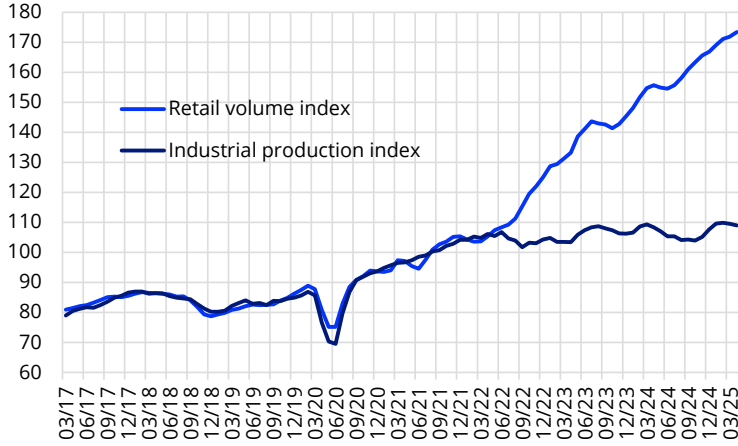
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

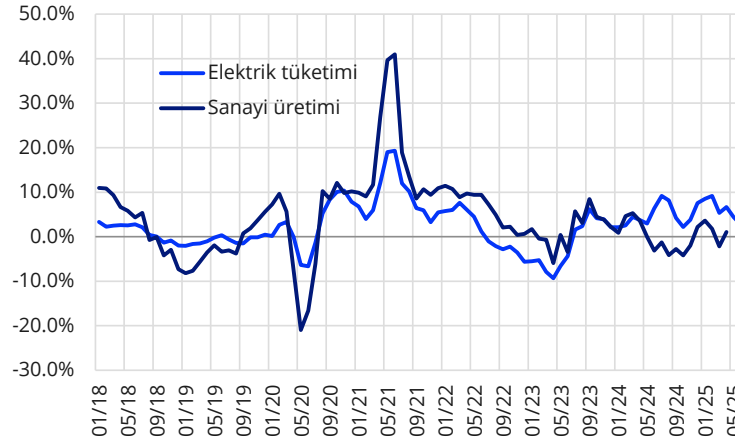
Üretim tarafındaki zayıflık çok belirgin ancak tüketimde net bir yavaşlama henüz yok



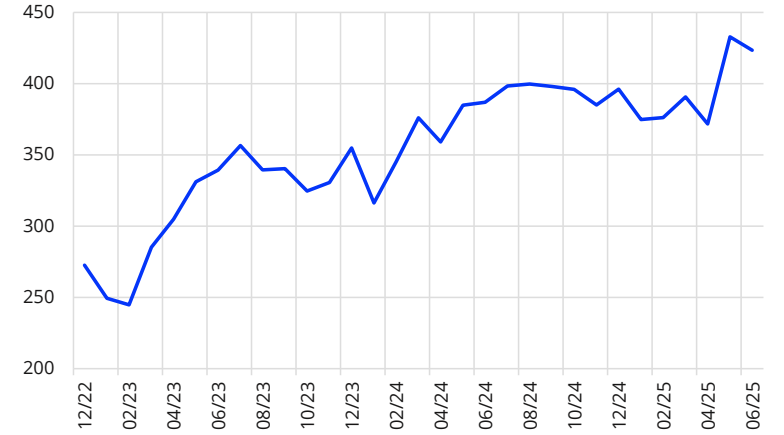
Sanayi üretimi – Perakende satışlar (2021=100)



Sanayi üretimi – Elektrik tüketimi, Yıllık değişim



Kredi Kartı Harcamaları, Reel: Haz-25 Fiyatlarıyla



- İstanbul Sanayi Odası Türkiye İmalat PMI, Haziran'da 46,7'ye geriledi (önceki ay 47,2) ve böylece üst üste 15. ay 50,0 eşik değerinin altında kaldı. İmalat PMI endeksi 2024 Şubat ve Mart aylarındaki 50,2 ve 50,0 seviyeleri hariç tutulursa da Temmuz 2023'ten beri 50 eşik değerinin altında seyrediyor. Sanayi üretimi endeksi de buna paralel şekilde finansal koşullardaki sıkılık ve özellikle ihracatçı sektörlerin yaşadığı zorluklarla birlikte zayıf kalmaya devam ediyor. Sanayi üretim endeksi için öncü göstergesi sayılabilecek elektrik tüketimi Haziran'da yıllık %4 gerileyerek belirgin bir yavaşlamaya işaret etti.
- Perakende satışlar ve kredi kartı harcamaları gibi öncü göstergeler Ocak ve Şubat'ta ivmelenen tüketim eğiliminde mart ayı ile birlikte belirgin bir yavaşlamaya işaret etmişti. Tüketim eğiliminde mayıs ayından itibaren ise yeniden bir hızlanma gözlemliyoruz.
- **Gündeme gelmesi muhtemel kredi teşvikleri yukarı yönlü riskler yaratmakla birlikte, halihazırda 2025 yılı GSYH büyümesinin %2,0-2,5 arasında gerçekleşmesini beklemekteyiz.**

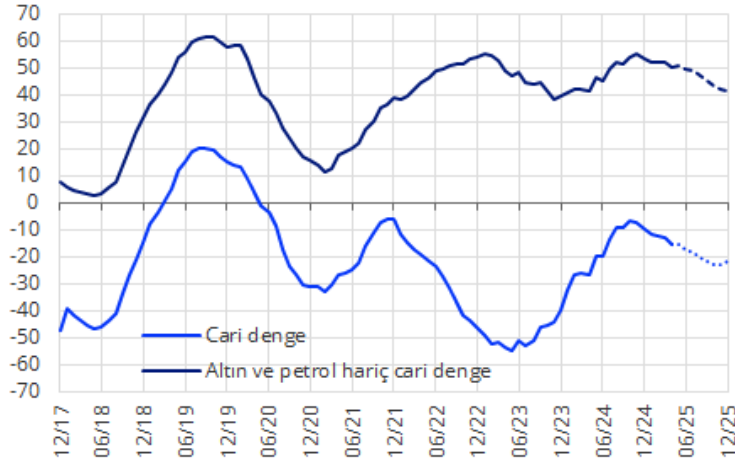
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

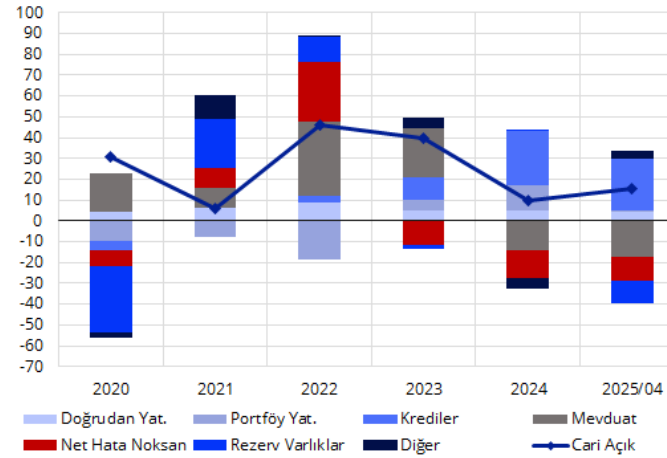
Cari açığın 2025 sonunda da ılımlı seviyelerde kalmasını bekliyoruz



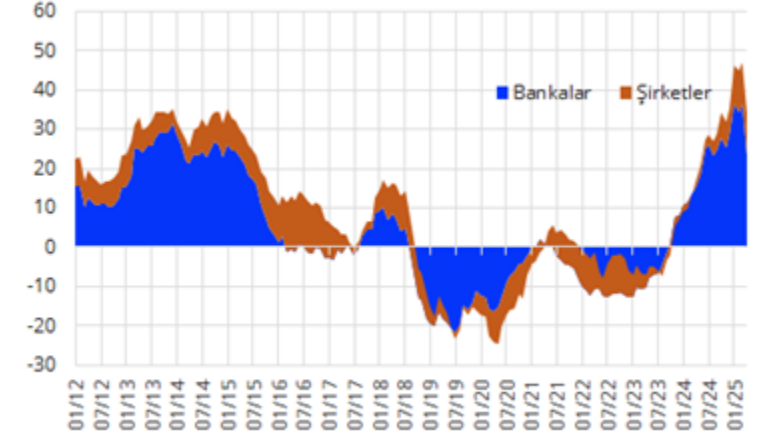
Cari Denge, 12-Ay Birikimli (Milyar \$)



Cari Açığın Finansmanı (Milyar \$)



Özel Sektörün Yurtdışından Borçlanması, 12-Ay Birikimli (Milyar \$)



- Nisan ayında cari açık beklentileri aşarak 7,9 milyar \$ olarak gerçekleşti. Bu sonuçla, 12-aylık birikimli cari açık da 12,8 milyar \$'dan 15,8 milyar \$'a yükseldi. Bu artışla birlikte, uzun süredir %1,0'in altında seyreden cari açık/GSYH oranı da %1,0 seviyesinin üzerine yükselmiş oldu. Buna karşın, bu seviye Mayıs 2023'teki %5,5'lik (56 milyar \$) zirve seviyesine göre önemli bir iyileşmeye işaret ediyor.
- Mevcut trend ve baz etkileri cari açıktaki yükselişin ilerleyen aylarda da sürebileceğine işaret ediyor. Bununla beraber, **cari açığın sene sonunda 22 milyar \$ ile GSYH'nin kabaca %1,5'i civarında ılımlı seviyelerde kalabileceğini değerlendiriyoruz.** Bununla beraber, ABD'nin gümrük tarifelerinin dış ticaret rotaları üzerindeki potansiyel etkileri, emtia fiyatlarının seyri ve/veya küresel ekonomik büyümenin nasıl şekilleneceği Türkiye'nin dış ticareti üzerinde her iki yönde de riskler barındırıyor.
- Ağustos 2023'ten itibaren önemli bir finansman kalemi haline dönüşen bankaların net kredi borçlanması Nisan'da bu kez bankaların kısa vadeli kredi geri ödemeleri nedeniyle 11 milyar \$'lık sermaye çıkışına neden olmuş görünüyor. Hatırlatmak gerekirse, Ağustos 2023 ile Mart 2025 arasındaki toplam 59 milyar 'lık sermaye girişinin 50 milyar \$'ı bankaların net yurtdışı borçlanmasından kaynaklanmıştı.

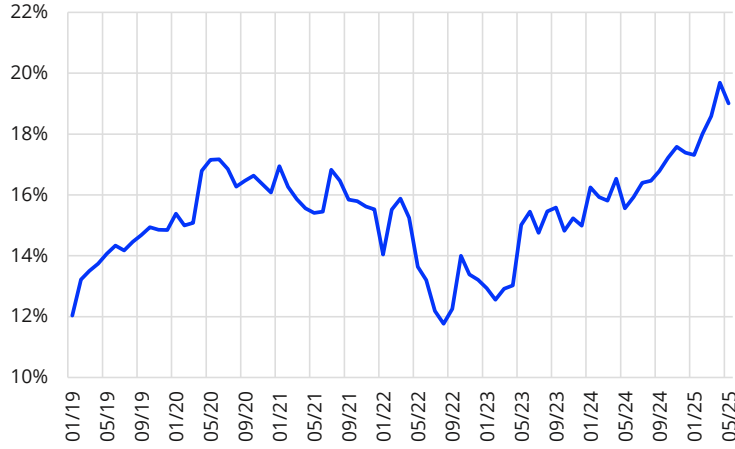
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

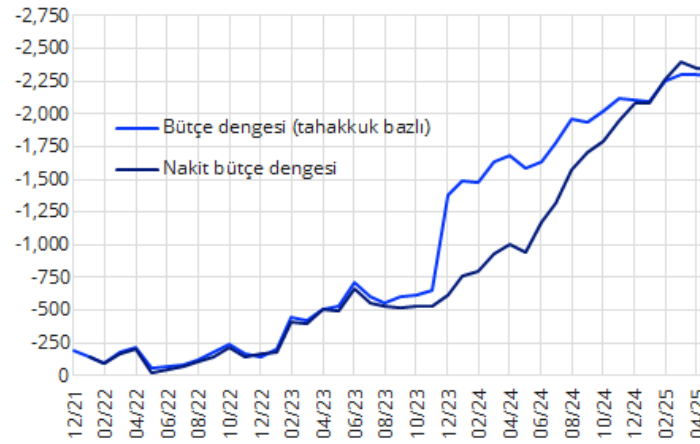
Son yıllarda ciddi artan faiz harcamaları bütçe açığındaki iyileşmeyi engelliyor



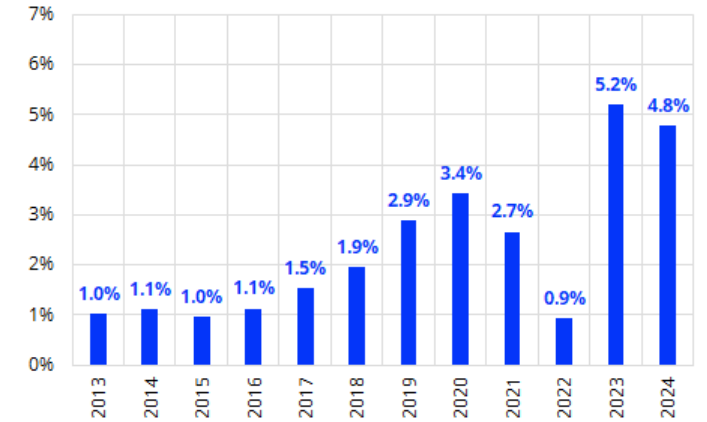
Faiz Harcamaları / Vergi Gelirleri



Nakit ve Tahakkuk Bazlı Bütçe Dengesi (Milyar TL)



Merkezi Bütçe Açığı / GSYH



- 12-aylık birikimli olarak, 2024 sonunda 2,11 trilyon TL seviyesindeki bütçe açığı Mayıs itibarıyla 2,28 trilyon TL'ye yükselirken, aynı dönemde faiz-dışı açık da 836 milyar TL 'den 654 milyar geriledi. Yılın ilk 5 ayında faiz-dışı dengedeki 182 milyar TL'lik iyileşmeye karşın, bütçe açığının 178 milyar TL yükselmiş olması, artan faiz harcamalarının bütçe performansını bozucu rolünü öne çıkarıyor. Şöyle ki, faiz harcamaları Ocak-Mayıs döneminde 476 milyar TL'den %76 artışla 836 milyar TL'ye yükselmiştir. Son yıllarda vergi gelirlerindeki güçlü toparlanmaya rağmen, faiz harcamalarının daha hızlı artması sonucu, faiz harcamalarının vergi gelirlerine oranı yükselirken, bu durum bütçe açığındaki bozulmaya katkı sağlamaktadır.
- 2025 yılına 2024 yılı bütçesinden yaklaşık 600 milyar TL'ye yakın deprem harcaması aktarıldığını tahmin etmekteyiz. Bu aktarımın sene içinde kademeli olarak kullanılması nedeniyle nakit bazlı bütçe açığı tahakkuk bazlı bütçe açığından daha yüksek gerçekleşmektedir. Ocak-Mayıs döneminde tahakkuk bazlı olarak 650 milyar TL'lik bütçe açığı nakit bazlı olarak 826 milyar TL'ye işaret etmektedir. Önümüzdeki aylarda da nakit bazlı bütçe açığının daha yüksek seyretmesini bekliyoruz.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı 2024 sonunda 2,11 milyar TL'lik bütçe açığının 2025 sonunda 1,9 milyar TL'ye, GSYH'ye oran olarak da %4,8'den %3,1'e gerileyeceğini öngörmekte. Deprem ödenekleri geçen seneki 1,0 trilyon TL'den bu sene 584 milyar TL'ye düşürülmüş olsa da, mevcut trendler bu seviyede bir düşüşün biraz iyimser görüldüğüne işaret ediyor. **Sene sonunda tahakkuk bazlı bütçe açığının GSYH'ye oranla %4,0'ün biraz altına (kabaca 2,3 trilyon TL) gerileyebileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, nakit bazlı bütçe açığının seneyi GSYH'nin %4,0'ünün üzerinde bir seviyede kapatması kuvvetle muhtemel görünüyor.**

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacı yüksek kalmaya devam edecek

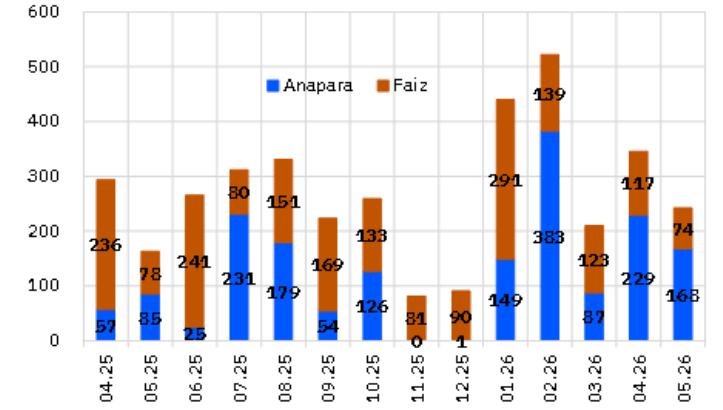


Hazine'nin Gerçekleşen Finansman Tablosu (Ocak-Haziran)

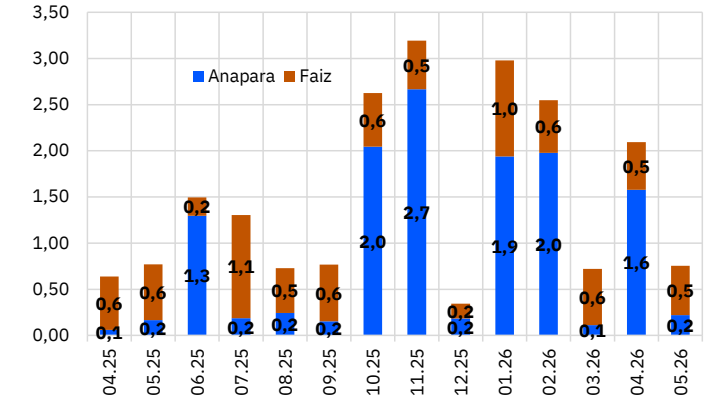
(Milyar TL)	01.25	02.25	03.25	04.25	05.25	06.25	Ocak-Haziran
Ödemeler	260,8	235,7	274,1	289,8	192,7	325,1	1.578,0
İç Borç Servisi	220,8	117,7	128,5	268,8	162,9	265,6	1.164,2
Anapara	102,3	0,0	14,8	57,0	85,1	25,0	284,1
Faiz	112,9	111,5	113,7	211,8	77,7	240,7	868,3
Dış Borç Servisi	40,0	118,0	145,6	21,0	29,8	59,4	413,8
Anapara	5,1	103,8	119,6	1,6	6,5	51,5	288,1
Faiz	34,9	14,3	26,0	19,4	23,4	7,9	125,8
Finansman	260,8	235,7	274,1	289,8	192,7	325,1	1.578,0
Borçlanma Dışı Kaynaklar	-60,5	-71,5	63,1	-25,6	-88,4	-27,0	-210,0
Borçlanma	321,3	307,2	211,0	315,4	281,1	352,1	1.788,1
Dış Borçlanma	10,3	92,9	5,5	2,5	77,6	99,4	288,2
İç Borçlanma	311,0	214,3	215,0	312,9	203,5	252,7	1.509,3
Net İç Borçlanma	208,7	214,3	200,2	255,9	118,4	227,7	1.225,2
Net Dış Borçlanma	5,2	-10,8	-114,1	0,9	71,1	47,9	0,2
İç borç Çevirme Rasyosu	140,8%	182,1%	167,4%	116,4%	125,0%	95,1%	129,6%

- Yılın ilk 6 aylık dönemde ise Hazine'nin 868 milyar TL'si faiz ödemesi olmak üzere 1,16 trilyon TL'lik iç borç geri ödemesine karşılık yaklaşık 1,5 trilyon TL'lik iç borçlanma gerçekleştirdiği (planlananın yaklaşık 85 milyar TL üzerinde) ve iç borç çevirme oranı kabaca %130 olarak gerçekleşti. Bu dönemde 826 milyar TL'ye ulaşan nakit bütçe açığı da Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacını artıran önemli bir unsur olarak öne çıkıyor.
- Hazine'nin ilk 6 ayda yaklaşık 11,5 milyar \$'lık dış borç geri ödemesine karşılık 4,5 milyar USD'lik Eurobond ve 2,5 milyar USD'lik kira sertifikası ihracında bulunduğunu görüyoruz.
- Hazine'nin açıkladığı borç geri ödeme projeksiyonlarına göre Haziran 2025 ile Mayıs 2026 arasında 3,3 trilyon TL'ye yakın iç borç geri ödemesi görünüyor. Kısa vadeli tahvil ihraçları dikkate alındığında bu tutarın da aşılabileceğini söyleyebiliriz. Bu dönemde öngörülen dış borç geri ödemesi ise 19,5 milyar \$'a ulaşıyor, ki bu da iç borçlanmanın bir bölümünün dış borç geri ödemelerine aktarılmasının gerekeceğine işaret ediyor. Bu dönemde öngördüğümüz nakit bazlı faiz-dışı açık da dikkate alındığında, **Mayıs 2026 sonuna kadar olan dönemde Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacının 4,0 trilyon TL'ye yaklaşabileceğini düşünüyoruz. Bu da aylık ortalama 350-360 milyar TL'lik bir rakama tekabül ediyor. Buna göre, iç borç çevirme rasyosu da %130'un üzerinde kalmaya devam edebilir.**

İç Borç Geri Ödemeleri (Milyar TL)



Dış Borç Geri Ödemeleri (Milyar \$)



Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



Kredi derecelendirme kuruluşları yılın ilk yarısında Türkiye'nin görünümü durağanda tutmaya devam etti

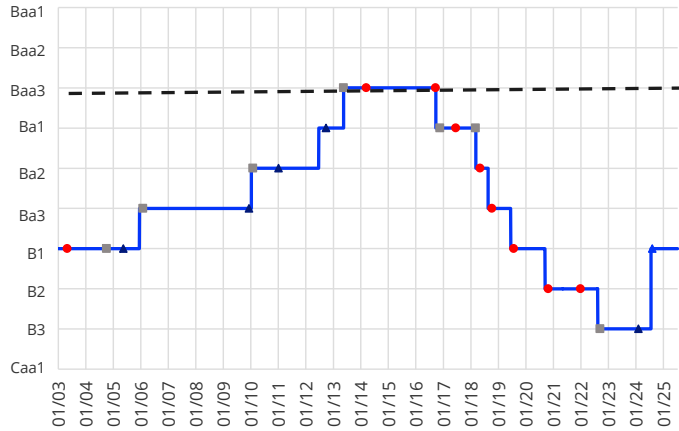
	S&P	Moody's*	Fitch
Son güncelleme tarihi:	27/04/25	19/07/24	31/01/25
Kredi notu güncellemesi:	BB- olarak teyit edildi	B1'e 2 kademe yükseltildi	BB- olarak teyit edildi
Görünüm güncellemesi:	durağana çekildi	pozitif teyit edildi	durağan olarak teyit edildi
Yatırım yapılabilir kademe:	3 kademe altı	4 kademe altı	3 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	17/10/25	25/07/25	25/07/25

* Moody's 25/01/25'teki değerlendirmesinde kredi notu güncellemesi yapmadı

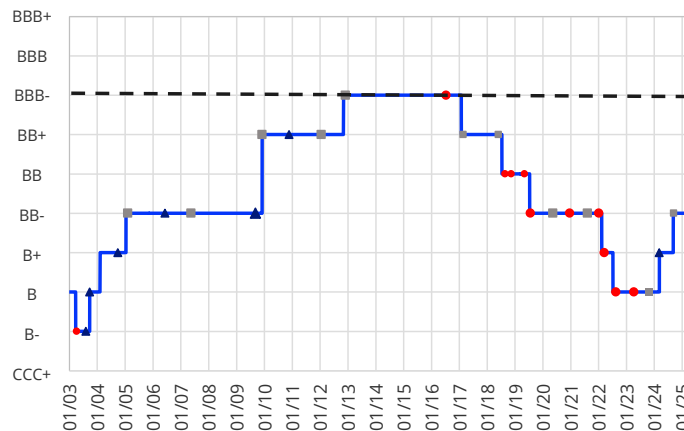
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
27/04/25	S&P	BB-	→	durağan	→
31/01/25	Fitch	BB-	→	durağan	→
01/11/24	S&P	BB-	↑	durağan	↓
06/09/24	Fitch	BB-	↑	durağan	↓
19/07/24	Moody's	B1	↑	pozitif	→
03/05/24	S&P	B+	↑	pozitif	→

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	

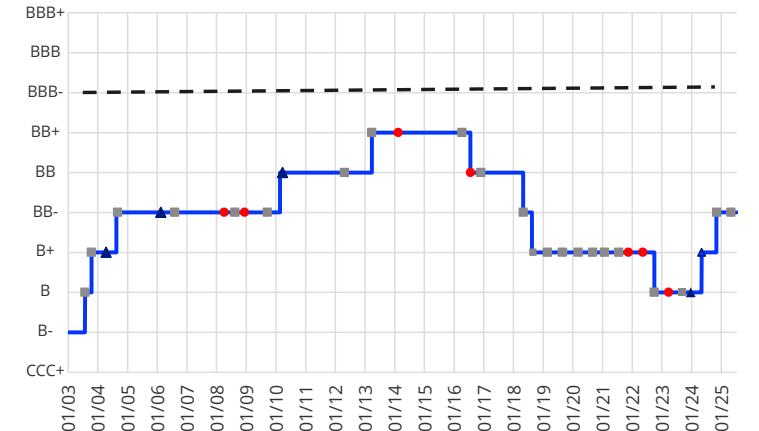
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



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

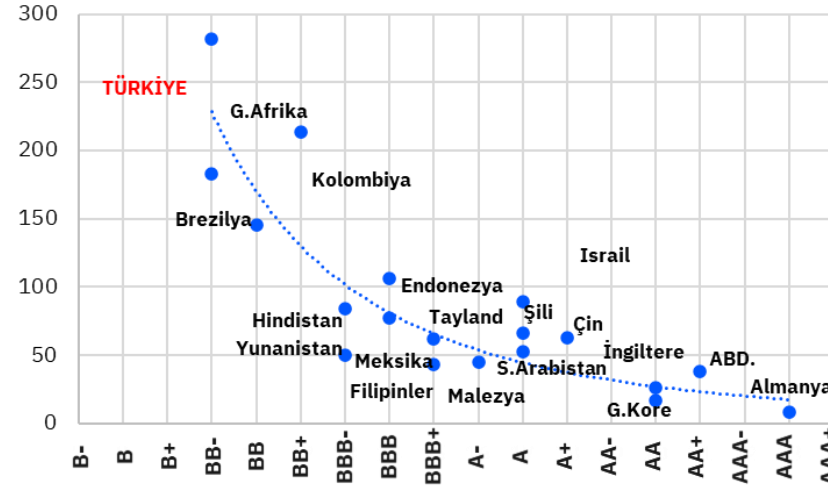


Yeni kredi notu artışları için döviz rezervlerinin en azından eski seviyelerine dönmesi gerekebilir

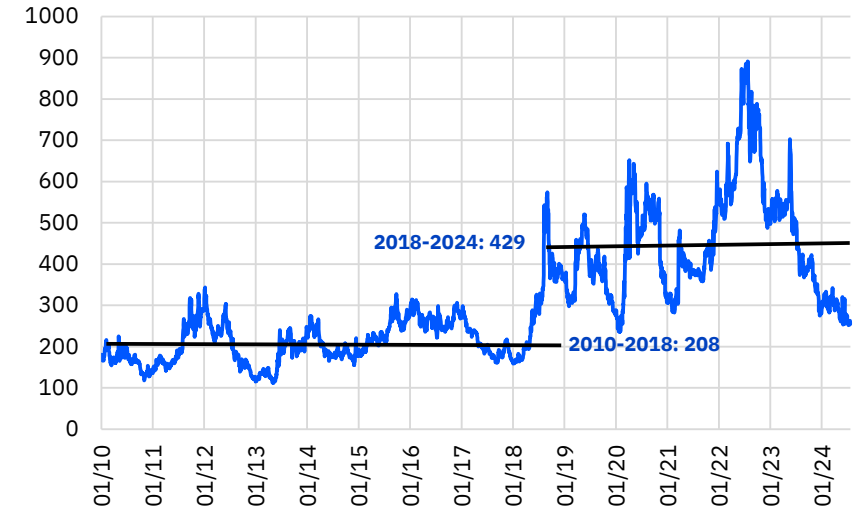
Ülkelerin CDS Primleri (03/07/25 itibariyle)

Ülke	Kredi Notu (S&P)	CDS
Almanya	AAA	9
ABD	AA+	38
G.Kore	AA	26
İngiltere	AA	17
İsrail	A	89
Çin	A+	63
S.Arabistan	A	67
Şili	A	52
Malezya	A-	45
Tayland	BBB+	43
Filipinler	BBB+	62
Endonezya	BBB	78
Meksika	BBB	106
Hindistan	BBB-	84
Yunanistan	BBB-	50
Kolombiya	BB+	213
Brezilya	BB	145
G.Afrika	BB-	183
TÜRKİYE	BB-	282

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'lı seviyelere kadar geriledikten sonra 2018'den itibaren yüksek bir patikaya yerleşmişti. CDS priminin 2010-2018 arası ortalaması kabaca 208 bazpuan olurken, 2018-2024 arasında CDS primi ortalaması 429 puan civarında seyretti.
- Döviz rezervlerinde Mart öncesine göre yaşanan gerileme ve S&P ve Fitch'in kredi notu görünümelerini «durağan» seviyesinde tuttukları göz önüne alınırsa, 2025 yılı içinde bir kredi not artışı zor görünüyor. Daha yukarı not seviyeleri ve CDS makasının kalıcı bir şekilde 200 seviyesinin altına gerilemesi için kalıcı rezerv artışları ile birlikte enflasyonun 2025 sonrası hedefine doğru yönelmesi gerektiğini değerlendiriyoruz.
- Bu arada, küresel risk iştahında sert bozulma olması durumunda ülkelerin CDS primlerinde topyekûn yükselişler olabileceği de not edilmeli.

Kaynak: Trading Economics, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm

Ekonomi ve Piyasa Takvimi



MB Faiz Toplantıları

2025					
Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
24 	7 	11 	29 	6 	10
30 		17 	30 		18
31 		18 			19
		19 			

Önemli Olaylar

25 Moody's & Fitch Kredi Notları 	12 MSCI Endeks Değişiklikleri 		17 S&P kredi notu 	5 MSCI Endeks Değişiklikleri 	
	14 Enflasyon Raporu 		19 'Dünya Bankası Ekonomik 	7 Enflasyon Raporu 	
				28 Finansal İstikrar Raporu 	
				28 'G20 Zirvesi - Güney Afrika 	



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

Ekonomik Görünüm

Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - I



Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Dereceleri			
	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	AAA Avustralya, Danimarka, Avrupa Birliği, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre
Yüksek Not	AA+ Avusturya, Finlandiya, Hong Kong, Yeni Zelanda, Tayvan, Amerika Birleşik Devletleri	Aa1 Avusturya, Finlandiya, Amerika Birleşik Devletleri	AA+ Kanada, Finlandiya, Yeni Zelanda, Amerika Birleşik Devletleri
	AA Belçika, Avrupa Birliği, Katar, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık, Slovenya	Aa2 Birleşik Arap Emirlikleri, Güney Kore, Katar	AA Avusturya, Makao, Katar, Tayvan, İrlanda
	AA- Çek Cumhuriyeti, Fransa	Aa3 Suudi Arabistan, Belçika, İrlanda, Tayvan, Hong Kong, Makao, Cayman Adaları, Birleşik Krallık, Çek Cumhuriyeti, Man Adası	AA- Çek Cumhuriyeti, Fransa, Hong Kong, Kuveyt, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık
Yüksek Orta Not	A+ Bermuda, Çin, İzlanda, Japonya, Kuveyt, Slovakya, Suudi Arabistan	A1 Japonya, Çin, Kuveyt, Estonya, İzlanda	A+ Belçika, Estonya, Malta, Suudi Arabistan
	A Şili, İsrail, Letonya, Litvanya, İspanya, Portekiz	A2 Şili, Polonya, Malta, Bermuda, Litvanya	A İzlanda, Japonya, Litvanya, Slovenya, İsrail, Çin
	A- Andorra, Hırvatistan, Kıbrıs, Malezya, Malta, Malta, Polonya	A3 Malezya, Letonya, Slovenya, Botswana, Kıbrıs, Hırvatistan, Portekiz, Slovakya	A- Andorra, Şili, Polonya, Portekiz, İspanya, Slovakya, Hırvatistan, Kıbrıs
Alt Ara Not	BBB+ Botswana, Aruba, Tayland, Filipinler, Uruguay, İtalya	Baa1 İsrail, İspanya, Bulgaristan, Tayland, Peru, Kazakistan, Andorra, Uruguay	BBB+ Malezya, Tayland
	BBB Bulgaristan, Endonezya, Meksika, Yunanistan	Baa2 Endonezya, Meksika, Macaristan, Filipinler	BBB Bulgaristan, Macaristan, Endonezya, İtalya, Kazakistan, Peru, Filipinler, Uruguay
	BBB- Sırbistan, Umman, Trinidad ve Tobago, Peru, Kazakistan, Macaristan, Panama, Hindistan, Romanya, Mauritius, Montserrat, San Marino	Baa3 Kolombiya, Paraguay, Panama, Hindistan, Romanya, Mauritius, İtalya, Yunanistan	BBB- Aruba, 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, Guatemala	Ba1 Guatemala, Fas, Azerbaycan, Brezilya, Umman	BB+ Kolombiya, Makedonya, Fas, Panama, Paraguay, Sırbistan, San Marino
	BB Arnavutluk, Brezilya, Gürcistan, Dominik Cumhuriyeti, Fildişi Sahili, Kolombiya	Ba2 Güney Afrika, Vietnam, Sırbistan, Gürcistan, Trinidad ve Tobago, Fildişi Sahili	BB Brezilya, Kosta Rika, Gürcistan, Guatemala, Umman, 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, Togo	B1 Benin, Bahamalar, Fiji, Honduras, Namibya, Jamaika, Tanzanya, Senegal, Türkiye	B+ Bahreyn, Bangladeş, Benin, Ruanda, Tanzanya, Moğolistan, Barbados
	B Barbados, Senegal, Tacikistan, Yeşil Burun Adaları	B2 Bangladeş, Papua Yeni Gine, Bahreyn, Ruanda, Kamboçya, Moğolistan, Nikaragua, Svaziland, Barbados	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, Kongo, Bosna Hersek, Moldova, St Vincent ve Grenadinler, Togo, Angola, Tacikistan, Kırgızistan, Senegal, Nijerya	B- Angola, Bolivya, Irak, Nijerya, Kenya
Aşırı riskli	CCC+ Kongo Cumhuriyeti, Mozambik, Pakistan, Surinam, Burkina Faso	Caa1 Mısır, Kenya, Irak, Kamerun, Solomon Adaları, Belize, El Salvador, Surinam, Sri Lanka	CCC+ Ekvador, Mozambik, Kongo Cumhuriyeti, Gabon, Pakistan, Gana, Kongo
	CCC Arjantin	Caa2 Zambiya, Gana, Gabon, Maldivler, Kongo Cumhuriyeti, Mali, Mozambik	CCC- Etiyopya, Tunus
	CCC- Bolivya	Caa3 Arjantin, Nijer, Etiyopya, Ekvador, Laos	CC Maldivler
	CC Ukrayna	Ca Ukrayna, Bolivya	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

Varlık Dağılımı Önerileri



2 Temmuz tarihli Varlık Dağılım raporumuz ile hisse senedi ağırlığımızı %40'tan %50'ye arttırdık

- 4 Haziran'da yayınladığımız Varlık Dağılımı raporumuzda, beklentilerden iyi gelen Mayıs enflasyonu ve TCMB'den artan faiz indirim sinyalleri nedeniyle hisse senedi ağırlığımızı %30'dan %40'a DİBS ağırlığımızı ise %10'dan %20'ye artırmıştık. Bunlar dışında, portföy çeşitlendirmesi amacıyla ve yüksek kupon getirileri nedeniyle TL-REF'e endeksli tahvilleri de portföyümüze %10 ağırlıkla eklemiştik.
- 02 Temmuz 2025'de yayınlanan raporumuz ile hisse senedi ağırlığımızı %40'dan %50'ye artırdık.
- 4 Haziran'da hisse senedi ağırlığımızı artırmış olmamıza karşın, jeopolitik riskler ve yurtiçi gündem nedeniyle ağırlığımızı benchmark hisse ağırlığımızın (%45) altında tutmaya devam ettik. Yurtiçinde Kurultay davasına ilişkin belirsizliğin azalmasıyla birlikte, faiz indirimine ilişkin beklentilerin Borsa İstanbul fiyatlamasında daha etkili olacağı bir döneme girildiği düşüncemize bağlı olarak, 02 Temmuz 2025'de yayınlanan raporumuz ile **Borsa İstanbul ağırlığımızı %40'dan %50'ye artırırken, TL-REF'e endeksli DİBS'leri portföyden çıkardık.**
- Öte yandan, faiz indirim beklentileriyle birlikte uzun vadeli DİBS faizlerindeki düşüş sonrası bu tahvillerde Haziran ortasından sonra sağlanan getiri %10'u aştı. **Uzun vadeli DİBS'lerin faiz indirim sürecinde yüksek durasyonları sayesinde cazip getiri potansiyelleri nedeniyle ağırlığımızı %20'de tutmaya devam ediyoruz.** Örneğin, Temmuz sonuna kadar TRT051033T12 ISIN kodlu tahvilin faizinde yaşanacak %1 puanlık düşüş %5 getiri yaratmakta, faiz düşüşünün %2'yi bulması halinde getiri %8'e yaklaşmaktadır. Uzun vadeli DİBS'ler içinde de 10-yıl vadeli olarak **TRT051033T12** ve **TRT270934T18** kodlu tahviller ile 5-yıl vadeli olarak **TRT081128T15** ve **TRT120929T12** kodlu tahviller öne çıkıyor.
- Risksiz getiri oranlarının olası faiz indirim süreciyle bile cazip seviyelerde bulunmaya devam etmesi nedeniyle, **TL mevduat/para piyasası fonlarına portföyümüzde %30 ağırlık vermeye devam ediyoruz.** Para piyasası fonlarının gecelik faiz üzerinden bileşik getiri yaratma potansiyeli, bu fonları TL mevduata göre daha cazip kılmaya devam edecektir.

Bu görüşlerimiz ışığında yatırımcılarımıza önerdiğimiz son varlık dağılımı aşağıdaki gibidir:

Varlık Sınıfı	Muadil Finansal Ürün	Son Ağırlık	Eski Ağırlık	Para Cinsi	Varlık Sınıfı	Benchmark	Ağırlık
Mevduat / Para Piyasası Fonu	Inveo Portföy Para Piyasası (TL) Fonu - IRY	%30	%30	TL	TL Mevduat	KYD-Mevduat	%20
Borsa İstanbul	Gedik Yatırım Araştırma Model Portföy	%50	%40	TL	Borsa İstanbul	BIST-100	%45
DİBS - Uzun Vade	Inveo Portföy Borçlanma Araçları (TL) Fonu - GK	%20	%20	TL	SGMK	KYD DİBS Tüm	%10
DİBS- TL REF'e endeksli	Inveo Portföy Borçlanma Araçları (TL) Fonu - GK	%0	%10	TL	Gram Altın	KYD-Altın	%7,5
					Kamu Eurobond	KYD Eurobond Endeksi (5-15 yıl)	%7,5
					Döviz Sepeti	%50 USD + %50 Euro	%10

Kaynak: TÜİK, İSO Gedik Yatırım Araştırma

Faiz indirim döngüsü kısa/orta vadede borsaya destekleyici olabilir.

- BIST-100 endeksi yılbaşından beri %3'lük performansı ile enflasyonun ve mevduatın oldukça altında bir performans sergiledi.
- **Düşen kar döngüsü 2025 yılının ilk yarısında tamamlanabilir.** Yüksek faiz ortamı, yavaşlayan talep ivmesi, artan maliyetler ve göreceli güçlü TL ile özellikle Avrupa ekonomisi olmak üzere global ekonomik aktivitedeki zayıflık, 2024'ün ilk çeyreği akabinde şirketlerin faaliyetlerinde 'normalleşmeye' neden oldu. Bu bağlamda, baz senaryomuza göre tahminlerimiz en kötünün 2Ç 2025 karları akabinde geride kalma ihtimalinin olduğunu göstermektedir.
- **Borsa kısa/orta vadede faizin üzerinde getiri sağlama döngüsüne yakın olabilir.** Halihazırdaki endeks adil değer tahminimiz 13,422 ve yükselme potansiyeli %32'dir. Uzun vadede makro politikaların devam ettirilmesi halinde karlılık döngü ivmesinin yukarıya evrilmesi mümkündür.
- Raporun 32. sayfasında model portföyümüzü bulabilirsiniz.

Piyasalara Dair Beklentiler (II)

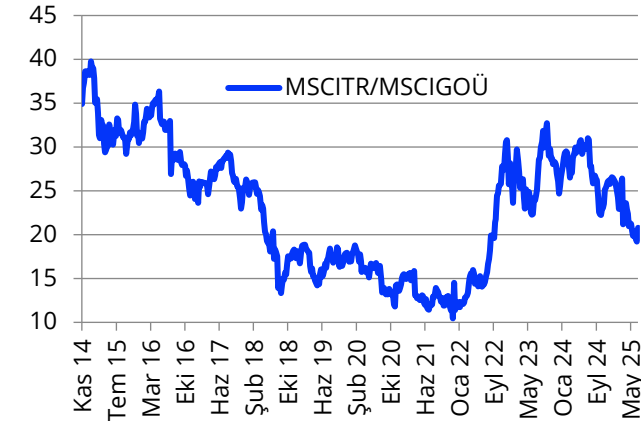
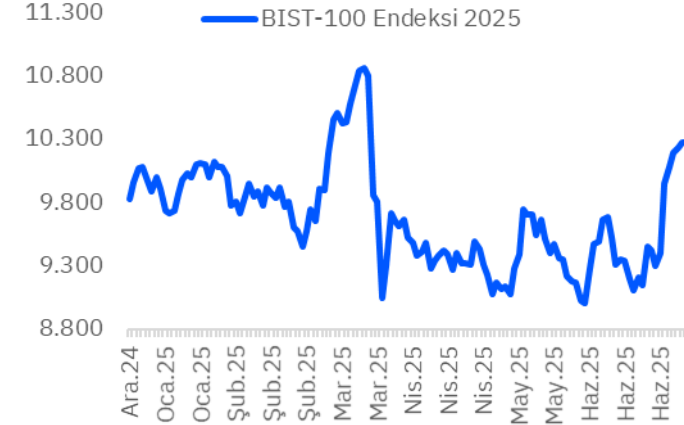
BIST 100 getirisi 2025 yılında enflasyon ve mevduatın gerisinde kaldı...



- Yılbaşından beri BIST100 Endeksi ABD doları bazında %10,2 değer kaybederken, Lira bazında %3 yükseldi. MSCI EM endeksine göre de %21 geride kalıp, 6 aylık enflasyon baz alındığında yaklaşık %14'lük negatif reel getiri sağladı.
- Şirketler ise 2024'ün ilk çeyreğinin sonundan bu yana giderek daha zor bir faaliyet dönemi geçirmektedir. Ancak, bir sonraki sayfada da belirteceğimiz üzere, şirket faaliyetlerinde yılın ikinci yarısında en kötünün geride kalma ihtimali bulunmaktadır.

	Net Kar Büyümesi (Reel)			FAVÖK Büyümesi (Reel)
	Sanayi	Banka	Tüm İzleme Listesi*	
2025T	1%	21%	9%	7%
2026T	26%	33%	29%	13%

* Holdingler hariç



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

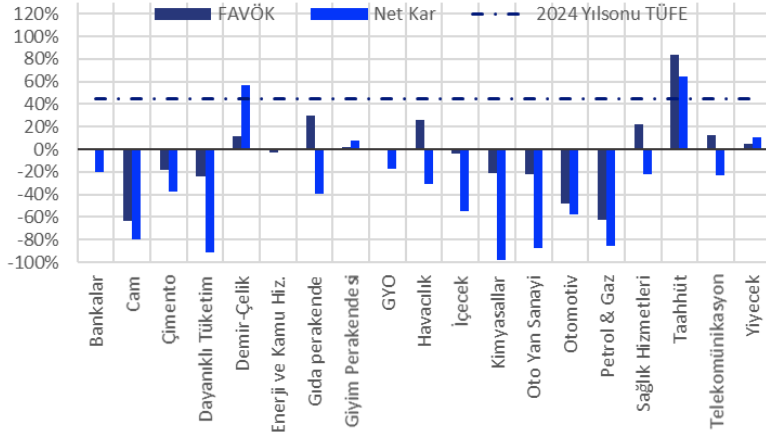
Piyasalara Dair Beklentiler (III)

Şirket karlarında en kötüsü, yılın ilk yarısında geride kalabilir...

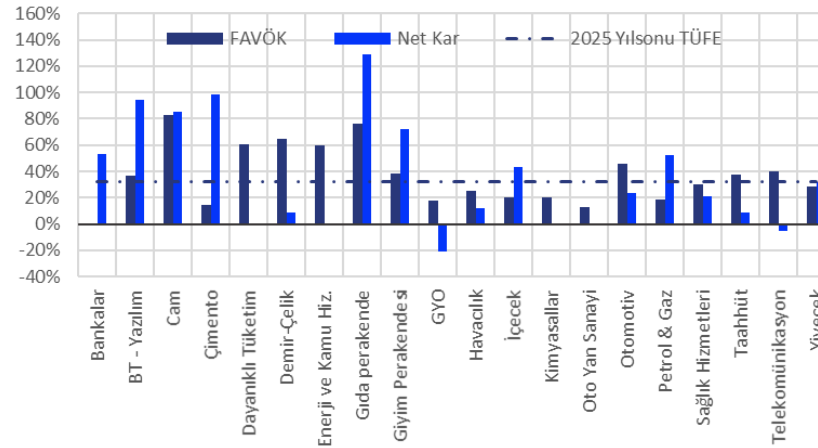


- **Halka açık şirketler 2024 yıl sonunda reel anlamda %50 net kar daralması ve %14 FAVÖK daralması yaşadı. 2025 yılının ilk 3 ayında ise 12 aylık daralma net karda %47 FAVÖK'te ise %17'ye ulaştı.** Daralmanın ana nedenleri olarak azalan alım gücü, talebe bağlı ürün fiyat artışlarının sınırlanması ve göreceli güçlü kalan TL ve zayıf global ekonomik aktivite nedeni ile sınırlanan ihracat gelirleri sayılabilir.
- 2025 yılının ilk yarısı sonunda ise benzer bir resim bekliyor olsak da, tahminlerimiz yıl sonunda resmin baz etkisinden dolayı bir nebze iyileşme ihtimali olduğunu göstermektedir.
- **2025 için reel olarak %9 net kar, %7 FAVÖK artışı beklemekteyiz.** Bu da karlılıklar açısından 2025 yılının ikinci yarısının birinci yarıya nazaran daha yüksek seyredeceğine işaret ediyor. **Bu bağlamda bankacılık sektöründeki net kar büyüme tahminimiz %21 iken, sanayi şirketleri için yüzde 1%'dir.**
- 2025 yılında sektörel bazda reel kar performansı ve değerlemeler göz önüne alındığında, öne çıkarmak istediğimiz sektörler bankacılık, gıda perakendeciliği, beyaz eşya (Arçelik), gıda, seçici olarak taahhüt, havacılık ve telekomünikasyon sektörleridir.

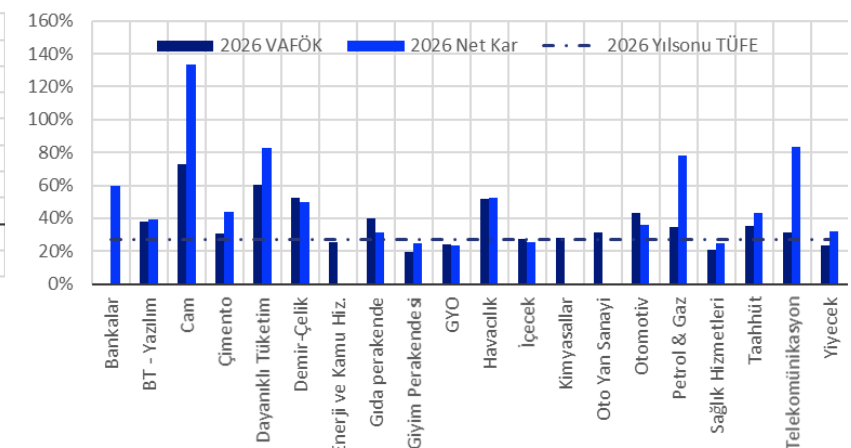
FAVÖK & Net Kar Büyümesi: 2024



FAVÖK & Net Kar Büyümesi: 2025T



FAVÖK & Net Kar Büyümesi: 2026T

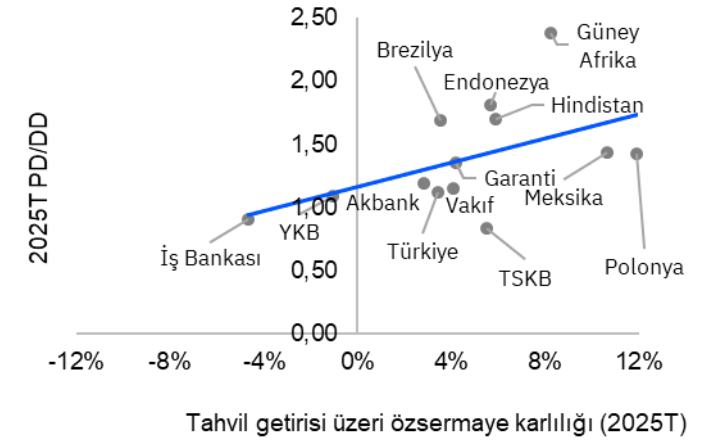
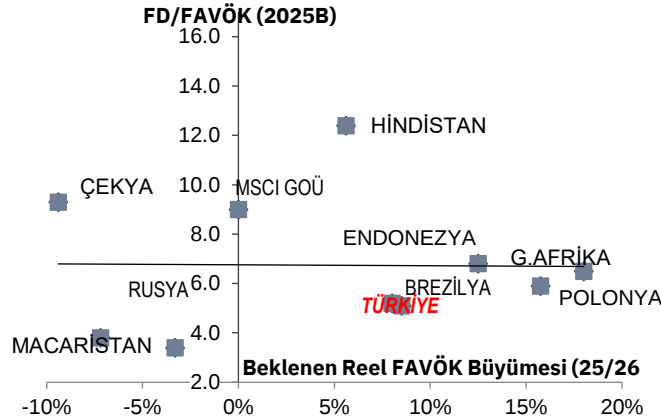
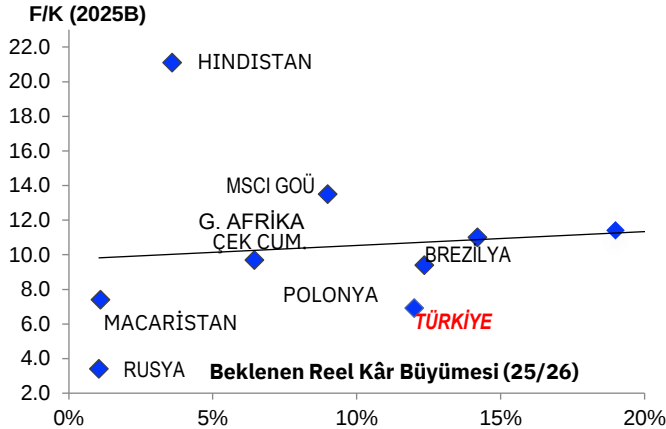


Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (III)



- **BIST-100 Endeks hedef değerimiz %32,5'lik yükselme potansiyeliyle 13,422.** Bu bağlamda, hedef değerler bankacılık sektöründe %28, sanayi sektörlerinde %31 ve holdinglerde %54 yükselme potansiyeline işaret ediyor.
- Reel bazda (2025/2026) kar büyüme beklentilerimizi ülkeler arası büyüme ve çarpanlara harmanladığımızda Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran iskontolu çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. **2025 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ FK çarpanlarına %31, FD/FAVÖK çarpanlarına göre de %25 civarı iskontoda gözükmektedir.** Öte yandan, iç ve dış siyasi risk priminin azalması halinde ve 2026 yılında baz senaryomuzdaki kar büyümeleri sağlanabilirse önümüzdeki dönemde daha yüksek potansiyelin de mevcut olduğunu belirtmek isteriz.
- **Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimizi 28-31. 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 (%)			HB Temettü		
		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	2024 T	2025 T	2026 T
Akbank	69,70	71,43	84,80	22%	EÜG	EÜG	42.366	76.495	124.238	8,6	4,7	2,9	1,4	1,2	0,9	19,0	29,1	35,7	1,2	-	-
Garanti Bankası	137,40	151,34	180,00	31%	EÜG	EÜG	92.175	111.895	177.590	6,3	5,2	3,2	1,7	1,4	1,0	0,3	30,5	36,2	4,4	-	-
İş Bankası	14,11	15,48	17,74	26%	EPG	EÜG	45.517	74.523	130.248	7,7	4,7	2,7	1,2	0,9	0,7	0,2	21,6	29,9	0,2	-	-
TSKB	13,17	16,78	18,94	44%	EÜG	EÜG	10.135	12.142	14.023	3,6	3,0	2,6	1,4	0,8	0,6	0,4	31,8	27,5	-	-	-
Vakıfbank	27,64	29,28	36,40	32%	EPG	EÜG	40.375	67.864	92.279	6,8	4,0	3,0	1,1	1,1	0,8	0,2	30,3	34,9	-	-	-
Yapı ve Kredi Bankası	32,08	33,12	41,15	28%	EÜG	EÜG	29.017	53.871	96.495	9,3	5,0	2,8	1,3	1,1	0,8	0,2	25,2	34,2	-	-	-

* 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

04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		Özsermaye Karlılığı (%)																								HB Temettü		
		Eski	Yeni		2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)			HB Temettü										
					Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T					
Akiş GMYO	6,96	8,27	8,27	19%	EPG	EPG	3.296	2.274	4.011	3.641	2.682	3.186	4.525	3.326	3.925	3,6	5,3	4,3	8,0	6,9	5,6	11,4	9,6	10,6	-	0,0	0,0						
Akçansa	141,30	GG	G/G	-	GG	GG	21.614	3.859	1.673	26.954	4.608	3.038	34.335	5.932	4.444	17,8	8,9	6,1	6,5	4,7	3,6	7,4	14,2	17,9	6,3	4,8	7,1						
Aksa Akrilik	9,46	14,00	12,50	32%	EPG	EPG	28.361	4.484	1.137	36.241	5.074	1.608	44.184	6.407	3.527	31,9	22,9	10,4	9,0	8,2	6,4	4,3	5,8	11,2	0,5	0,7	1,5						
Aksa Enerji	34,08	42,50	45,00	32%	EPG	EPG	31.639	7.177	2.007	43.151	11.408	3.054	50.376	13.633	5.669	23,2	13,7	7,4	10,0	7,4	7,1	4,5	6,4	10,6	-	1,1	1,5						
Anadolu Efes	16,08	GG	G/G	-	GG	GG	231.354	38.191	13.117	305.176	44.860	20.186	357.055	55.004	27.354	8,9	4,7	3,5	3,2	2,6	2,0	14,2	16,7	18,8	-	9,0	-						
Anadolu Holding	276,75	375,98	342,76	24%	EPG	EPG	-	-	5.181	-	-	13.761	-	-	19.135	13,0	4,9	3,5	-	-	-	5,6	12,0	13,6	4,0	5,0	6,0						
Arçelik	128,10	180,00	180,00	41%	EÜG	EÜG	428.548	22.297	1.689	579.525	35.717	5.919	768.342	57.256	10.834	61,5	14,6	8,0	8,2	5,8	4,4	2,3	6,1	8,7	-	-	8,0						
Aygaz	143,40	180,00	182,00	27%	EPG	EPG	81.773	1.753	2.123	89.948	2.335	3.540	118.354	3.097	4.205	16,9	8,9	7,5	16,8	11,9	8,2	3,7	6,1	7,3	12,6	20,9	24,9						
Bim Mağazaları	507,00	645,00	645,00	27%	EPG	EPG	519.567	22.558	18.587	778.721	40.670	41.111	975.850	58.150	53.786	15,3	7,4	5,7	14,9	8,6	6,3	14,4	20,7	23,2	4,0	8,7	14,2						
Brisa	74,30	110,00	100,00	35%	EPG	EPG	34.547	5.483	1.519	43.329	5.485	-305	49.650	7.530	2.367	20,8	a.d.	9,6	5,0	5,3	4,0	7,1	- 1,4	10,0	2,1	-	-						
Coca Cola İçecek	52,65	85,30	85,30	62%	EÜG	EÜG	137.683	24.143	14.813	178.275	30.264	19.794	232.771	40.642	22.877	11,4	7,4	6,4	7,3	5,9	4,7	25,1	22,8	21,1	1,1	0,4	0,5						
Çimsa	52,10	GG	G/G	-	GG	GG	28.151	5.086	2.688	30.929	5.616	5.601	40.255	7.417	7.961	12,1	8,8	6,2	12,7	7,7	5,3	9,9	18,7	22,4	0,6	1,9	2,1						
Doğan Holding	16,13	20,82	20,82	29%	EÜG	EÜG	-	-	4.317	-	-	2.889	-	-	8.397	9,8	14,6	5,0	-	-	-	6,2	4,0	10,6	0,3	0,3	0,3						
Doğu Otomotiv	186,80	189,61	250,78	34%	EPG	EÜG	188.375	16.740	7.592	234.928	20.192	10.754	307.788	28.178	12.886	7,4	3,8	3,2	2,6	2,2	1,6	12,6	17,9	20,0	27,3	30,0	35,0						
Enerjisa	62,50	78,24	78,24	25%	EPG	EPG	190.585	31.252	(4.853)	247.761	55.987	5.863	309.701	69.984	7.422	- 14,6	12,6	9,9	4,0	2,4	2,1	- 5,9	6,7	7,8	2,9	4,0	5,0						
Enka İnşaat	67,70	94,34	94,34	39%	EÜG	EÜG	100.541	22.922	24.691	144.915	31.762	26.871	209.987	44.535	38.559	10,5	15,1	10,5	9,4	5,2	2,6	8,8	7,6	9,0	2,0	2,5	3,6						

* 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

04/07/2025 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 (%)			HB Temettü		
		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	2024T	2025T	2026T
Ereğli	27,48	29,22	29,22	6%	EPG	EPG	204.060	21.092	13.481	244.568	32.811	11.190	334.744	50.071	15.404	12,5	17,2	12,5	12,2	9,0	6,1	5,7	3,6	4,8	0,3	-	-
Ford Otosan	93,50	109,86	118,32	27%	EPG	EPG	594.995	39.868	38.864	908.884	63.072	44.624	1.139.779	88.021	58.721	9,0	7,4	5,6	11,0	7,1	5,0	30,6	31,3	32,8	17,1	10,0	15,0
Galata Wind	24,44	GG	32,50	33%	EPG	EPG	2.364	1.636	834	2.546	1.782	946	3.019	2.038	1.153	17,9	14,0	11,4	8,7	8,3	7,5	7,3	7,6	8,5	1,3	1,7	1,7
Good Year	17,17	18,76	21,00	22%	EPG	EPG	21.410	1.424	(878)	24.079	2.283	(851)	26.963	2.695	368 -	5,9	a.d.	12,6	3,3	2,3	2,1 -	21,5 -	26,3	10,2	-	-	-
İndeks Bilgisayar	6,88	12,15	12,15	77%	EÜG	EÜG	66.663	2.242	328	77.486	2.727	580	97.479	3.468	769	18,3	8,9	6,7	1,5	1,2	0,9	6,3	8,2	9,1	0,4	0,5	-
Kardemir	26,18	30,32	30,32	16%	EÜG	EÜG	38.669	2.866	(2.075)	68.541	6.800	(361)	95.050	10.403	757 -	10,1	a.d.	39,4	10,9	4,9	3,3 -	3,7 -	0,7	1,5	0,5	-	-
Kocaer Çelik	13,70	18,30	18,30	34%	EÜG	EÜG	19.235	2.036	83	21.683	3.238	1.615	30.835	4.721	2.454	359,9	16,2	10,7	13,8	8,9	6,8	0,8	14,3	18,3	0,1	0,3	0,4
Koç Holding	161,70	230,67	253,18	57%	EÜG	EÜG	-	-	1.306	-	-	18.836	-	-	55.146	314,0	21,8	7,4	-	-	-	0,2	3,0	8,0	6,9	8,4	10,0
Kordsa	58,50	75,10	75,10	28%	EPG	EPG	30.433	1.683	(1.096)	35.103	2.361	(717)	44.625	3.133	224 -	15,2	a.d.	50,8	15,3	11,1	8,2 -	8,1 -	5,6	1,7	-	-	-
Koza Altın	24,76	30,22	30,22	22%	EPG	EPG	8.736	1.878	604	15.788	6.619	6.718	17.771	8.497	9.267	117,9	11,8	8,6	35,7	9,6	7,0	1,9	18,3	20,1	-	-	-
Koza Anadolu	83,60	90,28	90,28	8%	EPG	EPG	9.237	1.931	(1.921)	16.694	6.807	6.011	18.791	8.738	8.291 -	11,5	5,4	3,9	10,6	2,4	1,3 -	10,5	26,8	27,0	-	-	-
Logo	156,00	192,21	192,21	23%	EÜG	EÜG	4.084	1.523	352	5.930	2.077	684	8.319	2.862	952	28,0	21,7	15,6	9,3	6,6	4,5	12,2	22,7	24,9	-	-	-
Lokman Hekim	15,23	17,40	17,40	14%	EPG	EPG	2.942	661	240	3.554	991	268	4.168	1.148	342	12,9	12,3	9,6	6,7	4,5	3,8	11,4	14,0	16,0	0,4	2,1	2,2
Mavi Giyim	41,60	65,00	65,00	56%	EÜG	EÜG	38.519	7.012	2.724	57.047	9.714	4.693	64.867	11.577	5.866	12,9	7,0	5,6	4,1	3,1	2,6	24,7	35,5	38,6	5,0	5,0	5,0
Migros Ticaret	502,50	799,00	799,00	59%	EÜG	EÜG	293.780	15.796	6.340	431.454	21.224	11.751	515.024	28.121	13.668	13,5	7,7	6,7	5,7	3,9	2,9	10,1	20,7	21,5	32,5	37,8	37,4
MLP Sağlık Hizmetleri	354,50	455,00	455,00	28%	EPG	EPG	39.690	10.203	5.210	41.205	13.145	6.324	51.820	15.960	7.864	11,1	10,7	8,6	7,2	5,4	4,4	20,9	27,7	32,4	-	-	-
Orge Elektrik	73,75	144,53	125,00	69%	EÜG	EÜG	3.429	1.897	691	5.213	2.660	905	5.895	2.889	1.151	8,4	6,5	5,1	3,1	2,2	1,9	24,8	24,5	23,8	-	-	-

* 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
04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)			HB Temettü		
		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	2024T	2025T	2026T
Otokar	423,50	580,00	580,00	37%	EPG	EPG	33.886	-770	-3.104	58.658	360	-3.252	93.368	9.768	6.458	- 19,5	a.d.	7,9	- 94,3	a.d.	6,7	- 34,4	- 36,2	35,6	-	-	-
Pegasus	259,50	355,00	355,00	37%	EÜG	EÜG	111.823	31.765	13.285	158.036	42.878	15.249	211.583	56.154	21.103	7,8	8,5	6,1	7,5	6,2	5,7	17,7	12,9	11,9	-	-	-
Petkim	17,53	22,50	21,00	20%	EPG	EPG	77.381	-1.083	-6.344	87.443	-185	-5.503	109.076	4.646	-700	- 8,5	a.d.	a.d.	a.d.	-516,4	23,1	- 9,9	- 9,4	- 1,2	-	-	-
Sabancı Holding	92,95	142,56	155,66	67%	EÜG	EÜG	-	-	-15.475	-	-	3.872	-	-	27.819	a.d.	50,4	7,0	-	-	-	- 4,9	1,1	6,6	3,0	2,0	3,0
Şişecam	37,06	47,31	47,31	28%	EPG	EPG	185.589	10.822	5.022	232.695	19.779	9.308	310.421	34.146	21.730	28,1	12,2	5,2	18,0	12,3	7,7	2,5	3,6	6,4	0,7	0,9	2,1
Şok Marketler	36,06	GG	52,00	44%	GG	EPG	202.174	4	61	277.865	5.557	4.278	323.438	8.095	7.668	537,7	5,0	2,8	6.295,3	4,1	2,5	0,2	13,8	22,9	-	-	-
Tab Gıda	192,70	300,56	300,56	56%	EÜG	EÜG	32.009	6.865	1.912	44.878	9.179	3.006	59.315	11.625	4.643	20,9	16,8	10,8	7,0	5,0	3,8	11,0	16,2	20,1	3,5	0,3	0,5
Tav Airports	263,25	402,00	402,00	53%	EÜG	EÜG	59.211	17.448	6.558	79.280	23.377	7.229	109.680	31.050	12.801	12,3	13,2	7,5	8,3	6,7	6,5	11,1	10,8	17,6	-	-	-
Tekfen Holding	109,50	116,00	116,00	6%	EPG	EPG	58.190	2.912	404	62.489	3.787	358	71.571	4.332	556	50,4	113,2	72,9	15,3	13,0	12,0	1,2	1,1	1,6	0,3	-	-
Tofaş	212,60	239,39	270,98	27%	EPG	EPG	129.318	9.280	5.221	307.671	17.188	9.217	501.629	29.984	17.384	23,8	11,5	6,1	12,4	8,4	5,3	10,1	16,7	28,0	12,0	5,0	15,0
Türk Hava Yolları	292,75	480,00	480,00	64%	EÜG	EÜG	745.430	136.256	113.378	968.789	166.468	126.467	1.329.665	265.650	193.428	3,5	3,2	2,1	5,0	4,5	3,2	16,7	12,7	12,7	6,9	9,4	11,9
Türk Telekom	61,20	65,31	65,31	7%	EÜG	EPG	161.651	59.036	8.456	216.330	82.179	13.928	279.320	109.579	21.672	17,5	15,4	9,9	4,6	3,3	2,6	5,3	9,1	12,9	1,3	2,0	-
Türk Traktor	603,00	786,37	786,37	30%	EPG	EPG	66.970	9.818	5.741	59.266	9.934	6.411	71.624	11.893	7.656	14,2	9,4	7,9	6,5	5,6	4,7	30,7	30,2	31,6	48,5	46,5	52,1
Turkcell	98,95	139,78	139,78	41%	EÜG	EÜG	166.671	70.686	23.523	230.464	99.213	16.405	296.665	128.708	33.889	8,1	13,3	6,4	3,5	2,6	2,1	11,4	8,2	14,8	1,8	1,9	-
Tüpraş	147,20	188,00	210,00	43%	EÜG	EÜG	810.386	50.704	18.315	904.415	58.636	23.447	1.057.695	74.187	34.708	17,0	12,1	8,2	4,4	3,3	2,1	5,9	7,7	11,4	15,2	18,1	21,2
Ülker Gıda	113,50	161,00	161,00	42%	EÜG	EÜG	84.098	15.596	7.401	111.762	19.625	8.009	140.801	24.142	11.767	6,3	5,2	3,6	4,2	4,1	3,9	21,5	20,6	24,3	-	8,1	3,9
Zorlu Enerji	3,14	4,55	4,00	27%	EPG	EPG	29.658	6.597	-2.364	34.176	5.200	-13.576	43.761	7.520	-11.256	- 10,6	a.d.	a.d.	9,8	15,2	11,3	- 3,7	- 26,6	- 28,3	-	-	-

* 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

04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Model Portföy ve Hisse Önerileri



04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BİST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri (%)
Arçelik	0,4%	86.561	282,4	180,0	40,5%
Doğan Holding	0,5%	42.212	277,9	20,8	29,1%
Enka İnşaat	1,6%	406.200	947,5	94,3	39,4%
Garanti Bankası	2,7%	577.080	3.049,1	180,0	31,0%
Mavi Giyim	0,8%	33.052	411,0	65,0	56,3%
Migros	1,6%	90.980	800,0	799,0	59,0%
Sabancı Holding	3,3%	195.230	2.164,2	155,7	67,5%
Tab Gıda Sanayi	0,3%	50.351	151,2	300,6	56,0%
T.S.K.B.	0,5%	36.876	283,7	18,9	43,8%
Türk Hava Yolları	6,8%	403.995	7.836,5	480,0	64,0%
Turkcell	3,9%	217.690	1.902,8	139,8	41,3%
Ülker	0,5%	41.913	716,0	161,0	41,9%

Değişiklikler

Eklenen	-
Çıkarılan	KCHOL

Portföy Performans	Nominal Getiri (%)	BİST-100 Rölatif
2023	64,6%	21,4%
2024	48,6%	12,9%
2025 Yıl Başından	10,3%	5,5%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

➤ Model portföyden Koç Holding'i çıkartıyoruz.

➤ Koç Holding'i portföyümüzdeki holding ağırlığını normalleştirmek amacıyla model portföyümüzden çıkarıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Detaylı Model Portföy								04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla			
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı	Son Kapanış	Nominal Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2025T	FK 2025T
Arçelik	30.06.2025	122,50	128,10	4,6%	1,2%	180,00	40,5%	86.561	282,4	5,8	14,6
Doğan Holding	21.06.2024	16,84	16,13	-4,2%	0,4%	20,82	29,1%	42.212	277,9	0,6	14,6
Enka İnşaat	4.04.2025	57,45	67,70	17,8%	7,6%	94,34	39,4%	406.200	947,5	5,2	15,1
Garanti Bankası	13.12.2024	123,24	137,40	11,5%	9,9%	180,00	31,0%	577.080	3049,1	1,4	5,2
Mavi Giyim	30.06.2025	38,46	41,60	8,2%	4,7%	65,00	56,3%	33.052	411,0	3,1	7,0
Migros	26.07.2022	50,68	502,50	891,4%	144,8%	799,00	59,0%	90.980	800,0	3,9	7,7
Sabancı Holding	22.05.2025	78,30	92,95	18,7%	9,5%	155,66	67,5%	195.230	2164,2	0,6	50,4
Tab Gıda Sanayi	13.03.2025	169,94	192,70	13,4%	18,4%	300,56	56,0%	50.351	151,2	5,0	16,8
T.S.K.B.	13.12.2024	12,78	13,17	3,1%	1,5%	18,94	43,8%	36.876	283,7	0,8	3,0
Türk Hava Yolları	18.03.2025	322,73	292,75	-9,3%	-4,6%	480,00	64,0%	403.995	7836,5	4,5	3,2
Turkcell	20.05.2025	96,43	98,95	2,6%	-5,0%	139,78	41,3%	217.690	1902,8	2,6	13,3
Ülker	22.01.2025	106,62	113,50	6,5%	4,7%	161,00	41,9%	41.913	716,0	4,1	5,8

Çıkarılan	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı	Son Kapanış	Portföye Girişinden İtibaren		Rölatif Performans				
				Nominal Getiri	Rölatif Getiri	1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	YBB
Koc Holding	7.03.2025	165,29	161,70	-2,2%	0,0%	0,0%	-3,8%	-11,0%	-23,8%	-9,3%

Performans	Nominal	Rölatif	BIST-100
			Endeks Performans
2023 Yılı	64,6%	21,4%	35,6%
2024 Yılı	48,6%	12,9%	31,6%
2025 Yılbaşından Bugüne	10,3%	5,5%	4,5%

* Banka ve Holding için PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Arçelik



ARCLK TI / ARCLK.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			180,00	
Hisse Fiyatı (TL)			128,10	
Yükseliş Potansiyeli (%)			41%	
Piyasa Değeri (TL mn)			86.561	
Firma Değeri (TL mn)			182.566	
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	371.203	428.548	579.525	768.342
artış	44%	15%	35%	33%
FAVÖK	29.354	22.297	35.717	57.256
marj	7,9%	5,2%	6,2%	7,5%
Net Kar	19.505	1.689	5.919	10.834
marj	5,3%	0,4%	1,0%	1,4%
Net Borç	76.691	96.005	121.680	166.795
FD/FAVÖK	5,6	8,2	5,8	4,4
F/K	4,5	61,5	14,6	8,0

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 ve 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Borçlulukta azalma ve marjlarda toparlanma yolda: Whirlpool ile birleşmenin ardından Arçelik, Avrupa'daki pazar payını %20'lere yükseltti. Son iki yıldır daralan Avrupa pazarına ek olarak, birleşme sonrası artan maliyetler ve IAS-29'un olumsuz etkileri marjlar üzerindeki baskıyı geçen yıl daha da artırdı. Ancak önümüzdeki çeyreklerde bu eğilimin tersine dönmesi bekleniyoruz, ilk toparlanma sinyalleri şimdiden görülmeye başladı. 1Ç25'te FAVÖK marjı çeyreklik bazda 82 baz puan artarak %5,3'e yükseldi. Maliyet düşürme adımları, EUR/USD paritesindeki olumlu seyir ve düşen hammadde fiyatlarının etkisiyle marjlarda kademeli bir normalleşme öngörüyoruz. 2025 yılı için FAVÖK marjı tahminimiz %6,2 olup, bu oranın 2026'da %7,5'e, 2027'de ise %8,3'e çıkmasını bekliyoruz. Operasyonel iyileşmelerle birlikte Net Borç/FAVÖK oranının yıl sonunda 3,4x seviyesine gerilemesini öngörüyoruz.
- 1Ç25 sonuçlarının ardından şirket, 2025 yılına ilişkin beklentilerini korudu. Yurt içi satışların reel olarak yatay seyretmesini, uluslararası satışların ise döviz bazında %15 büyümesini öngörüyor. FAVÖK marj hedefi %6,5 (2024: %5,2), NIS/Net Satışlar oranının ise %20'nin altında kalmasını, yatırım harcamaları için 300mn EUR olarak öngörüyor. Bizim tahminlerimiz biraz daha temkinli, yurt içi satışlarda reel olarak yıllık %5 düşüş, uluslararası satışlarda ise EUR bazında %14 artış öngörüyoruz. 2025 yılı için FAVÖK marjının %6,2 gerçekleşmesini bekliyoruz. Marjlardaki toparlanmanın etkisinin, iyileşen yurt içi koşulların da desteğiyle 2025'in geri kalanında ve 2026 yılı boyunca daha belirgin olmasının bekliyoruz.
- Zayıf finansalların ve artan borcun etkisiyle hisse, yıl başından bu yana endeksin %13 gerisinde performans gösterdi. Bu zayıf performansın yılın ikinci yarısında finansallardaki toparlanmanın etkisiyle tersine dönmesini bekliyoruz. 2026 tahminlerimize göre Arçelik, 4,4x FD/FAVÖK çarpanıyla global benzerlerine kıyasla %37 iskontolu işlem görüyor.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Doğan Holding



DOHOL TI / DOHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat				20,82
Hisse Fiyatı (TL)				16,13
Yükseliş Potansiyeli (%)				29%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)				-54%
Piyasa Değeri (TL mn)				42.212
Firma Değeri (TL mn)				19.624
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	-231	4.752	2.889	8.397
artış		a.d	-39,2%	190,7%
HB Temettü	0,26	0,3	0,3	0,3
Tem. Verimi	1,60%	1,9%	1,5%	1,9%
Özsermaye Karlılığı(%)	-0,3	6,2	4,0	10,6
F/K (x)	6,8	9,8	14,6	5,0
PD/DD (x)	0,42	0,6	0,6	0,5

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 and 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- 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 ve Galatawind aracılığıyla yenilenebilir enerji sektörüne yapılan yatırımlar önümüzdeki birkaç yıl için güçlü büyüme katalizörleridir.
- Galata Wind, devam eden yatırımlarla kapasitesini 2024 yıl sonunda 291 MW'a ve Mart 2025 itibariyle 348MW'ye çıkardı. 2025 yıl sonunda 550 MW ve 2028'e kadar 1.000 MW kapasiteye ulaşmayı hedefliyor.
- Karel tarafında geçtiğimiz yıl beyaz eşya sektöründeki zayıflık, üretim hattındaki geçici duruş, baz istasyonu tarafında projelerde yavaşlama gibi sebeplerle zayıf seyir görmüştür. 1Ç25'te marjlarda pozitif tarafa geçişle de zayıflık sürmektedir. 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; 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, Mar25 itibariyle 533 milyon USD portföy büyüklüğü (Mar24 : 238 milyon USD, Haz24: 315mn USD, Sep24: 430mn USD, Dec24: 484mn USD) bulunuyor ve bu nedenle; sektör büyüklüğü göz önüne alındığında güçlü bir büyüme potansiyeli barındırıyor ve büyüme ivmesinde de bunu görüyoruz.
- Güncel NAD iskontosu ~%53'tür. Mar25 itibariyle 646 milyon USD tutarındaki güçlü solo nakit pozisyonu gelecekte daha yüksek iç verim oranı (IRR) üretebilecek büyük ölçekli yatırımlar için ek fırsatlar yaratabilir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Enka İnşaat



ENKAİ Tİ / ENKAİS		Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat					94,34
Hisse Fiyatı (TL)					67,70
Yükseliş Potansiyeli (%)					39%
Piyasa Değeri (TL mn)					406.200
Firma Değeri (TL mn)					201.565
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Gelirler	76.705	100.541	144.915	209.987	
artış	24%	31%	44%	45%	
FAVÖK	15.061	22.922	31.762	44.535	
marj	19,6%	22,8%	21,9%	21,2%	
Net Kar	16.969	24.691	26.871	38.559	
marj	22,1%	24,6%	18,5%	18,4%	
Net Borç	-149.335	-190.635	-240.458	-289.672	
FD/FAVÖK	21,3	9,4	5,2	2,6	
F/K	11,1	10,5	15,1	10,5	

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Son 3 aydaki %18'lik yükselişine ve BIST-100'e göre %8 daha iyi performans göstermesine rağmen, hisseler hala tahminlerimize göre 5.2x 2025T ve 2.6x 2026T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor ki bu çarpanları ucuz buluyoruz. Güçlü 2Ç25 finansalları, birikmiş siparişlerde artış, elektrik fiyatlarında yükseliş, Rusya-Ukrayna savaşında olası bir barış ve daha yüksek ABD\$/TL kurlarının hisse için katalizör görevi görebileceğini düşünüyoruz.
- Enka İnşaat, 1) çoğunlukla ABD\$ bazlı gelir yapısı, 2) Rusya'da düzenli ve istikrarlı nakit yaratan gayrimenkul işi, 3) geçen seneye göre ilk yarıda ciddi anlamda büyüyen ve bu sene sonuna kadar Kırklareli (850MW) ile Bulgaristan'daki (40MW) yeni kapasite ilavelerinden sonra daha da artacak olan enerji üretimi, 4) 1Ç25 itibarı ile 6,6 milyar ABD\$ sipariş birikimi, 5) 5,5 milyar civarında ABD\$ net nakit pozisyonu ve 6) gelir üretiminin yaklaşık %75'inin yurtdışından gelmesiyle sınırlı Türkiye riski ile mevcut makro ortamda bize göre son derece iyi konumlandırılmış bir şirkettir.
- Enka, 2015 yılında 2,0 milyar dolar olan birikmiş siparişlerini istikrarlı bir şekilde artırarak 2024 yılında 5,8 milyar dolara yükseltmiştir. Önümüzdeki dönemde şu anda 6,6 milyar doların üzerinde olduğunu tahmin ettiğimiz mevcut birikmiş siparişlerin daha da artacağına inanıyoruz. Özellikle Avrupa ve Irak'ta enerji ve altyapı sektörlerinde yeni projeler alınabileceğini düşünüyoruz.
- Elektrik üretiminin 2025 yılında iki katından fazla artacağını tahmin ediyoruz. Kırklareli'nde 4Ç25'te devreye girecek olan 850MW'lık yeni doğal gaz santrali ve 3Ç25'te devreye girecek olan 40 MW'lık güneş enerjisi santrali de büyümeyi destekleyecektir. Yeni yatırımlarla birlikte Enka'nın elektrik üretim kapasitesi 4.100 MW'tan 5.000 MW'a ulaşacaktır.
- Rusya'daki gayrimenkuller de çok yüksek doluluk oranlarıyla (alışveriş merkezleri için %98 ve ofisler için %96) oldukça iyi durumda bulunmaktadır. Enka gayrimenkulden yılda yaklaşık 200 milyon dolar FAVÖK elde etmektedir ve bu da düzenli ve sürdürülebilir nakit akışı açısından önemlidir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Garanti Bankası



GARAN TI / GARAN.IS		Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat					180,00
Hisse Fiyatı (TL)					137,40
Yükseliş Potansiyeli (%)					31%
Piyasa Değeri					577.080
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Swap Düz. NIM	4,9%	3,3%	5,3%	6,5%	
Net Kar	126.088	92.175	111.895	177.590	
artış	116%	-27%	21%	59%	
Özsermaye Karlılığı	47%	33%	30%	36%	
F/K	1,3	6,3	5,2	3,2	
PD/DD	1,7	1,7	1,4	1,0	

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Garanti Bankası geçtiğimiz yıl ve 2025 ilk çeyreğinde 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 mevduat bankaları için zorlu geçen 2.çeyrekte de devam etmesini beklemekteyiz. Haziran ayı verileri henüz açıklanmasa da aylık bankacılık verilerinden yola çıkarak Garanti Bankası'nın içerisinde bulunduğu yabancı-mevduat bankaları tarafında marjların diğer banka gruplarına nazaran daha iyi korunduğunu hesaplamaktayız. Aynı zamanda karlılık tarafındaki seyir de daha olumlu, çeyrekssel ortalamalara baktığımızda 2.çeyrekte karlılık tarafının yatay veya hafif artışla bankanın diğer mevduat bankalarından olumlu ayrışabileceğini düşünmekteyiz.
- Banka sene başında yayınladığı 2025 yılsonu beklentilerinde özellikle maliyetler tarafında ihtiyatlı şekilde olmak üzere 300 baz puanlık marj gelişimi, %80-85 net ücret komisyon gelirleri / operasyonel giderler, 2-2.5 arası kredi risk maliyeti ile düşük 30lu seviyelerde özsermaye karlılığı beklentisi paylaşmıştı. Mart sonunda başlayan fonlama maliyetlerindeki artış kaynaklı marj gelişimi sektesi sebebiyle marjlarda aşağı yönlü riske rağmen yan gelirler sayesinde bankanın yılsonunda düşük 30lu seviyelerdeki özsermaye karlılığına rahatlıkla erişebileceğini ve yılı yıllık %21'lik net kar artışı ve %30 özsermaye karlılığı ile tamamlamasını beklemekteyiz.
- Banka 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 5.2x – 3.2x F/K ve 1.4x – 1.0x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi Giyim



MAVI TI / MAVI.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat		65,00		
Hisse Fiyatı (TL)		41,60		
Yükseliş Potansiyeli (%)		56%		
Piyasa Değeri (TL mn)		33.052		
Firma Değeri (TL mn)		28.781		
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	37.368	38.519	57.047	64.867
artış	78%	3%	48%	14%
FAVÖK	6.898	7.012	9.714	11.577
marj	18,5%	18,2%	17,0%	17,8%
Net Kar	2.535	2.724	4.693	5.866
marj	6,8%	7,1%	8,2%	9,0%
Net Borç	-3.675	-4.271	-2.755	-2.654
FD/FAVÖK	4,3	4,1	3,1	2,6
F/K	6,3	12,9	7,0	5,6

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 ve 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltildi (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Mavi 1Ç25'te 1.997 milyon TL FAVÖK (yıllık: -%26,8) ve 837 milyon TL net kar (yıllık: -%36,7) açıklamıştır. Satış gelirleri yıllık bazda %14,2 azalırken, aynı mağaza satışları TL bazında %15,9 (4Ç24'te yıllık: -%3), hacim bazında ise %13,4 (4Ç24: -%3) daralmıştır. Sepet büyüklüğü %1,9 oranında azalmıştır (2024: -%0,9). Net nakit 4.215 milyon TL ile çeyreklik bazda yatay seyretmiştir. FAVÖK marjı %20,4 ile olumlu bir seviyede gerçekleşmiştir.
- Makro ortamın yumuşaklığı yıllık düşüş üzerinde etki yaratmasına rağmen, sert düşüşteki ana neden olağanüstü güçlü geçen 2024 yılı ve dolayısıyla yüksek bazdır. Dolayısıyla, şirketin satış faaliyeti son iki çeyrekte normalleşmektedir.
- Öte yandan, normalleşen baz etkisiyle Mayıs ayında aynı mağaza satış dinamiklerinin iyileştiği görülmektedir (TL bazında %41 nominal büyüme; yıllık bazda %14 hacim artışı). Mayıs 2025'te Türkiye perakende satışları %46, online satışlar ise %35 büyüme kaydetmiştir (mavi.com: %42).
- Hatırlatmak gerekirse şirketin 2025 yılı beklentileri: Satış gelirleri büyümesi %35 (Gedik: %40), FAVÖK marjı %17,5 (Gedik: %17), net nakit yatay (Gedik: yatay) ve yatırım harcamaları/satışlar %5 (Gedik: %4) olarak beklenmektedir.
- İlk çeyrek rakamlarına dayanarak, Şirket'in bu hedeflere ulaşma yolunda ilerlediğini ve belki de bu hedeflerin bir miktar üzerine çıkabileceğini düşünüyoruz. Özellikle olumlu marj performansı, bunu başarmak için kilit etken gibi durmakta. Dolayısıyla, son 1 yılda endeksin %30 altında göreceli performansı ve 2025 tahminlerimize göre 3,1x'lik makul FD/FAVÖK çarpanı göz önüne alındığında, hisse için en kötünün sona erdiğine inanıyoruz.
- Şirket ayrıca azami 1 milyar TL fon ile sermayesinin %10'una kadar hisse geri alımı yapacağını duyurmuştur.

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)					502,50
Yükseliş Potansiyeli (%)					59%
Piyasa Değeri (TL mn)					90.980
Firma Değeri (TL mn)					89.384
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024	2025T	2026T	
Gelirler	262.132	293.780	431.454	515.024	
artış	87%	12%	47%	19%	
FAVÖK	4.537	15.796	21.224	28.121	
marj	1,7%	5,4%	4,9%	5,5%	
Net Kar	12.747	6.340	11.751	13.668	
marj	4,9%	2,2%	2,7%	2,7%	
Net Borç	-3.678	-1.596	-7.838	-10.158	
FD/FAVÖK	19,2	5,7	3,9	2,9	
F/K	3,6	13,5	7,7	6,7	

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 ve 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Görünüm ve tahminlerimiz: Şirket 2025 yılında satış gelirlerinde reel anlamda %8-10 (Gedik: %15) artış FAVÖK marjının ise %6 civarında (Gedik: %4.9) gerçekleşmesini beklemektedir.
- 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 7.7x F/K ve 3.9FD/FAVÖK çarpanında işlem görmekte olup, güçlü nakit yaratma kabiliyetine sahiptir. Benzer şirketlerden Bim Mağazalar ise 14x F/K ve 5.9 FD/FAVÖK çarpanı 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

Sabancı Holding



SAHOL TI / SAHOL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			155,66	
Hisse Fiyatı (TL)			92,95	
Yükseliş Potansiyeli (%)			67%	
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)			-46%	
Piyasa Değeri (TL mn)			195.230	
Firma Değeri (TL mn)			2.312.562	
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Net Kar	24.515	-17.032	3.872	27.819
artış		-169,5%	-122,7%	618,5%
HB Temettü	1,75	3,0	2,0	3,0
Tem. Verimi	1,88%	3,2%	2,2%	3,2%
Özsermaye Karlılığı(%)	7,1	-4,9	1,1	6,6
F/K (x)	a.d.	a.d.	50,4	7,0
PD/DD (x)	0,32	0,6	0,6	0,5

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 and 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Net Aktif Değeri'nin (NAD) 2029 yılı sonunda 20 milyar USD seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Döviz bazlı gelir oranının %30'un üzerine çıkması beklenmekte olup, uluslararası faaliyetlerin genişletilmesi ve TL bazlı kırılganlığın azaltılması; doğal korunmalı (hedge) gelir yapısı hedeflenmektedir.
- Enerji segmenti, 26 santral ve 3.8 GW kurulu güç ile Türkiye'nin en büyük özel elektrik üreticisi konumundadır. %45,5 yenilenebilir payı ile dikkat çeken segment, yaklaşık 1,5 milyar USD defter değeri ve bağımsız değerlendirme raporuna göre yaklaşık 4 milyar USD piyasa değeri ile Sabancı Holding'in NAD'ına en büyük ikinci katkıyı sağlamaktadır. Parçalı yapıdaki sektörde önemli bir büyüme potansiyeli taşımaktadır.
- Enerji segmenti, 2026 yılına kadar kurulu gücünü 5 GW'a çıkarmayı, yenilenebilir enerji oranını %60'a yükseltmeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda portföye 1 GW rüzgar ve 150 MW güneş enerjisi kapasitesi eklenmesi planlanmaktadır. Ayrıca, AB ve ABD'de yeni enerji yatırımları ve hidrojen gibi yeni kaynaklara yönelik keşiflerin sürmesi beklenmektedir.
- Sabancı portföyü, sağlıklı nakit akışı ve güçlü banka dışı özsermaye kârlılığı (ROE) ile kaliteli kârlılık sunmaya devam etmektedir. Sadece holding düzeyinde TL18,4 milyar net nakit pozisyonu ve 1,6x Finansal Borç / Banka Dışı FAVÖK oranı ile grup, stratejik sermaye dağılımı ve portföy optimizasyonu açısından güçlü bir pozisyonda yer almaktadır.
- Grup, 2024–2029 dönemi için %12 varsayılan AOSM'ye karşılık +120–150 baz puanlık AOSM uyarlanmış getiri hedeflemektedir (2018–2023 ortalaması: %12,43). Yatırım harcamalarının gelirlere oranı %15–20 bandında korunarak büyüme ve dönüşüme yönelik yatırımların sürdürülebilirliği sağlanacaktır. Net Borç/FAVÖK oranının 2.0x altında tutulması hedeflenmekte olup bu durum bilanço disiplini ve finansal esnekliğin altını çizmektedir.
- Güncel holding iskontosu %47 seviyesindedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Tab Gıda



TABGD.TI / TABGD.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat		300,56		
Hisse Fiyatı (TL)		192,70		
Yükseliş Potansiyeli (%)		56%		
Piyasa Değeri (TL mn)		50.351		
Firma Değeri (TL mn)		47.748		
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	28.858	32.009	44.878	59.315
artış	74%	11%	40%	32%
FAVÖK	6.112	6.865	9.179	11.625
marj	21,2%	21,4%	20,5%	19,6%
Net Kar	3.549	1.912	3.006	4.643
marj	12,3%	6,0%	6,7%	7,8%
Net Borç	-2.621	-2.603	-4.887	-6.265
FD/FAVÖK	7,8	7,0	5,0	3,8
F/K	10,9	20,9	16,8	10,8

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 ve 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Tab Gıda, 2024 yılında makroekonomik zorluklara rağmen etkileyici bir operasyonel başarı elde etmiş, yıl genelinde 246 yeni restoran açılışı, %64'lük sistem genelinde satış büyümesi ve %21,1 seviyesindeki güçlü EBITDA marjı ile hedeflerine paralel bir performans sergilemiştir.
- Tab Gıda'nın 2025 yılında nominal olarak %40'ın üzerinde ciro büyümesi gerçekleştirmesini bekliyoruz. Yılın ilk çeyreğinde elde edilen güçlü performans, bu hedefin gerçekleştirilmesi açısından önemli bir güven unsuru oluşturmuştur. Yılın kalan döneminde daha dengeli bir büyüme trendi öngörülse de, ilk 6 aylık veriler ışığında hedefin üzerinde bir gerçekleşme olasılığı artmaktadır.
- EBITDA tarafında ise, 2025 yıl sonu itibarıyla nominal bazda 9 milyar TL seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Güçlü ilk çeyrek katkısının yanı sıra, hızlanan operasyonel aktivite ve artan satış hacmiyle birlikte bu seviyelere ulaşmak mümkün görünmektedir.
- Yılın ilk çeyreğinde %16 seviyesinde gerçekleşen fiş büyümesi, özellikle premium segmentte %25'e varan oranlara ulaşarak dikkat çekmiştir. Bu trendin ikinci çeyrekte de sürdüğü görülmektedir. Ekonomik segmentte artan talep, tüketicilerin değişen harcama eğilimleriyle örtüşmekte; premium segmentte ise yukarıdan aşağıya yaşanan talep kayması satış hacmini desteklemektedir.
- Ürün karmasındaki çeşitlilik ve mevcut fiyatlandırma stratejisi sayesinde marj yapısı dengede tutulabilmekte; ekonomik segmentteki görece düşük marjlar, premium ürünlerdeki hacim büyümesiyle dengelenmektedir. Bu doğrultuda, yıl sonu itibarıyla EBITDA marjının %20,5 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Hisse 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 5.0x ve 3.8x FD/FAVÖK gibi cazip çarpanlarla işlem görmektedir.
- Son 1 ayda, 3 ayda ve yılbaşından bu yana hisse sırasıyla %3,8, %7,1 ve %24,8 oranlarında BIST 100 endeksi üzerinde performans sergilemiştir. Operasyonel ve finansal taraftaki güçlü görünümün etkisiyle, bu pozitif ayrışmanın önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

TSKB



TSKB TI / TSKB.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				18,94
Hisse Fiyatı (TL)				13,17
Yükseliş Potansiyeli (%)				44%
Piyasa Değeri				36.876
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Swap Düz. NIM	6,8%	5,9%	5,2%	5,2%
Net Kar	10.166	10.135	12.142	14.023
artış	151%	0%	20%	15%
Özsermaye Karlılığı	42%	38%	32%	27%
F/K	1,5	3,0	3,0	2,6
PD/DD	0,7	0,9	0,8	0,6

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Bir yatırım ve kalkınma bankası olarak TSKB'nin temel finansman kaynağını uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarından sağlanan uzun vadeli döviz cinsi kaynaklar oluşturmaktadır. 2025 yılı başından itibaren yaklaşık 850 milyon USD tutarında yeni fonlama sağlayan banka, bu kaynakları ortalama 11 yıl vade ile temin etmekte olup, aktif tarafında ise ortalama vade 5 yıl seviyesindedir. Bu uzun vadeli yapısı sayesinde, aynı kaynağı birden fazla kredi döngüsünde kullandırma imkânına sahiptir. Politika faizine doğrudan duyarlılığı mevduat bankalarına kıyasla oldukça sınırlı olan TSKB'nin, 2. çeyrek finansallarında marj avantajı sağlayarak mevduat bankalarına kıyasla karlılık tarafında ön plana çıkmasını beklemekteyiz.
- Aktif kalitesi tarafında, TSKB'nin kredi portföyü büyük ölçüde blue-chip ve kurumsal müşterilerden oluştuğu için bireysel ve küçük-orta kobi segmentlerindeki bozulmalardan etkilenmemektedir. Bu çerçevede, 2025 yılı 1. çeyreğinde kur etkisinden arındırılmış kredi risk maliyeti sektör ortalamasının oldukça altında -73 baz puan olarak gerçekleşmiştir. Banka ayrıca 2025 yılı rehberliğinde 75 baz puan altı olan kredi risk maliyeti beklentisini 50 baz puan altında olarak revize etmiştir. (mevduat bankaları ortalama beklenti: 200 baz puandır). Ayrıca banka ihtiyatlılık prensibiyle toplam 1,65 milyar TL tutarında (özsermayesine oranı %5) serbest karşılık stoğu bulundurmaktadır.
- Faiz düşüş beklentileriyle birlikte son 1 aydır XBANK'ın %11 endeks üzeri performansına karşın TSKB mevduat bankası olmadığı için yalnızca %4 endeks relatif performans gösterdi. Bu anlamda kısa vadede 2.çeyrek finansallarının katalist oluşturabileceğini düşünmekteyiz. Nisan ve Mayıs aylık bankacılık verilerine göre TSKB'nin içerisinde bulunduğu yatırım ve kalkınma bankaları grubunun 2. çeyrekte sektörden marj ve özsermaye karlılığı olarak olumlu ayrışabileceğini hesaplamaktayız.
- TSKB'nin 2025 yılında 12,1 milyar TL net kar ile yılı %32 özsermaye karlılığı ile tamamlamasını beklemekteyiz bu takibimizdeki bankalar arasında en yüksek özsermaye karlılığına işaret etmekte ve uzun vadeli tahvil faizi yılsonu beklentimiz olan 30,6'nın üzerinde ve yılsonu enflasyon beklentimiz olan %32'ye paraleldir.
- Banka 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 3.0x – 2.6x F/K ve 0.8x – 0.6x PD/DD gibi cazip çarpanlarla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Türk Hava Yolları



THYAO TI / THYAO.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat		480,00		
Hisse Fiyatı (TL)		292,75		
Yükseliş Potansiyeli (%)		64%		
Piyasa Değeri (TL mn)		403.995		
Firma Değeri (TL mn)		732.768		
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	504.398	745.430	968.789	1.329.665
artış	62%	48%	30%	37%
FAVÖK	115.397	136.256	166.468	265.650
marj	22,9%	18,3%	17,2%	20,0%
Net Kar	163.003	113.378	126.467	193.428
marj	32,3%	15,2%	13,1%	14,5%
Net Borç	242.746	275.917	351.762	457.066
FD/FAVÖK	5,6	5,0	4,5	3,2
F/K	1,6	3,5	3,2	2,1

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Türk Hava Yolları, pandemi döneminde kapasitesini koruyarak güçlü bir büyüme performansı sergilemiş ve önemli pazar payı kazanımı gerçekleştirmiştir. 2024 itibarıyla kapasitesini 2019'un %30 üzerine çıkarmış olup, Türkiye'nin coğrafi konum avantajını etkin şekilde kullanarak küresel hava yolu pazarındaki payını %1.8 seviyesinden %2.4'e yükseltmiştir.
- 2025 yılında dolar bazlı net satışların %6 artmasını, FAVÖK marjının %23 seviyesinde gerçekleşmesini ve net karın 3.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Büyümenin önümüzdeki dönemlerde dolar bazlı devam etmesini ve mevcut faaliyet marjlarının sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. Sağlam bilanço yapısı ve güçlü nakit akışının da desteğiyle, önümüzdeki yıllarda da şirketin temettü ödemeye devam etmesini öngörüyoruz.
- Son 1 ve 3 ayda Bist100 endeksinin sırasıyla %5 ve %10 altında zayıf performans gösteren hisse performansının alım fırsatı yarattığını düşünüyoruz. 2025 tahminlerimize göre hisse, 3.2x F/K ve 4.5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, global benzerlerine kıyasla sırasıyla %63 ve %25 iskontoludur.

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)		98,95
Yükseliş Potansiyeli (%)		41%
Piyasa Değeri (TL mn)		217.690
Firma Değeri (TL mn)		249.085

Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	154.653	166.671	230.464	296.665
artış	71%	8%	38%	29%
FAVÖK	67.935	70.686	99.213	128.708
marj	43,9%	42,4%	43,0%	43,4%
Net Kar	18.125	23.523	16.405	33.889
marj	11,7%	14,1%	7,1%	11,4%
Net Borç	36.435	31.395	36.715	51.719
FD/FAVÖK	3,7	3,5	2,6	2,1
F/K	5,4	8,1	13,3	6,4

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 ve 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Lifecell'in satışının ardından Şirket'in borçluluk görünümünde iyileşme meydana gelmiştir. 5G ihalesi öncesinde güncel borçluluk durumunu (Mar25: 36.8 milyar TL; 0.5x Net Borç/FAVÖK) oldukça sağlıklı olarak yorumluyoruz.
- Turkcell Türkiye abone sayısı Mar25 itibarıyla ~43.1mn aboneye ulaşırken (Ara24: 43.1, Ara23: 42.5mn, Ara22: 41.7mn), M2M hariç mobil ARPU tarafında 325TL (2024: 305TL) ve Fiber ARPU'da 377TL (2024: 347TL)'ye ulaşılmıştır. Alım gücü, hanehalkı talebi ve kullanım alışkanlıkları açısından düşündüğümüzde, reel ARPU büyümesinin ivmelenmesini bekleriz.
- Enflasyonist yansımaların yoğun olduğu 2022 yılında; Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle fiyat yansıtımlarını gerçekleştiremeyen Turkcell payları, 2022 yılında BIST-100 göreceli olarak %30 negatif ayrıştı. Bu derin ayrışmanın ardından fiyat yansıtımların güçlenmesiyle iyileşen finansalların ardından 2023 yılında %11'lik ve 2024 yılında %30'luk endeks göreceli getiri görmüştük. YBB endeks göreceli getiri ise %4 seviyesindedir. ARPU artışlarının bir miktar daha belirginleştiği finansallarda, sanayi şirketlerine göre pozitif ayrışmanın 2Y25'te de devam etmesini bekliyoruz; ancak müşteri kazanımları tarafında ivmenin kaybolduğunu, bu durumun şirket payları üzerinde aşağı yönlü riskler barındırdığını (bir miktar da fiyatlandığını) düşünüyoruz.
- 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. 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 inanıyoruz.
- Şirket payları, 2025 beklentilerimize göre 2,6x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Ülker



ULKER TI / ULKER.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	161,00
Hisse Fiyatı (TL)	113,50
Yükseliş Potansiyeli (%)	42%
Piyasa Değeri (TL mn)	41.913
Firma Değeri (TL mn)	65.792

Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	80.616	84.098	111.762	140.801
artış	55%	4%	33%	26%
FAVÖK	15.305	15.596	19.625	24.142
marj	19,0%	18,5%	17,6%	17,1%
Net Kar	4.878	7.401	7.240	10.636
marj	6,1%	8,8%	6,5%	7,6%
Net Borç	27.290	23.879	39.033	51.970
FD/FAVÖK	4,5	4,2	4,1	3,9
F/K	3,8	6,3	5,8	3,9

* 04/07/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

2023 ve 2024 rakamları Enflasyona Göre Düzeltilmiş (31.12.2024)

a.d.: anlamlı değil

- Şirket çeşitlilik içeren ürün gamı ve ülkelerdeki varlığı ile yurtiçi ve yurtdışında sürdürülebilir büyüme fırsatı sunmakta.
- Şirket aynı zamanda defansif ürün gamı ile de dikkat çekmektedir.
- Geçen sene yüksek bazdan kaynaklanan marj düşüşünün sınırlı kalmasını ve 2025 yılı içerisinde normalleşmesini beklemekteyiz.
- Hisseler 2025 beklentilerinize göre 4.1 FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Gıda Perakende, Giyim, Mobilya, Savunma Sanayii, Yemek&İkram Hizmetleri	ali.akkoyunlu@gedik.com
Serkan Gonençler	Baş Ekonomist	Makro Ekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Umut Öztürk	Müdür	Petrol Ürünleri, Enerji, Kimyevi Maddeler, İnşaat Taahhüt, Otomotiv Yan Sanayi.	umut.ozturk@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Demir-Çelik, Otomotiv, Holdingler, 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
Nesrin Aköz	Uzman	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Burak Pırlanta	Uzman	Makro Ekonomi, Sabit Getirili Menkul Kıymetler	burak.pirlanta@gedik.com
Melek Miray Alkan	Uzman Yardımcısı	Çimento, Perakende, Küçük Ölçekli İşletmeler	miray.alkan@gedik.com
Berk Berensel	Uzman Yardımcısı	Cam, Dayanıklı Tüketim, Havacılık, Madencilik, Sağlık, GMYO	berk.berensel@gedik.com
Bora Kaya	Uzman Yardımcısı	Makro Ekonomi, Veri Yönetimi	bora.kaya@gedik.com

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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://twitter.com/gedikyatirim)



GedikYatırım