

GÖRÜNÜM 2025



Küresel Özet: Optimal parasal politikalar bütünü arayışının makro dinamikler üzerindeki yansımaları

2024, enflasyonda belirginleşen katılaşıma nedeniyle sürdürülen yüksek faiz ortamının büyümedeki yan etkilerinin gözlemlendiği bir dönemdi. 2025'in ise önde gelen ekonomilerin destekleyici politikalar ışığında söz konusu risklere karşı verecekleri mücadeleye sahne olacağını düşünüyoruz. Ancak, bu dönemde en büyük ikilemin, devreye alınacak büyüme yanlısı politikaların enflasyon cephesinde katedilen gelişmeyi tehlikeye atması halinde yaşanacağını öngörüyoruz.

2025'te de enflasyondaki katılık ve parasal aktarım mekanizmasının gecikmeli etkisinin beraberinde artması beklenen korumacı politikaların, güçlü dolar temasını ön planda tutarak Çin gibi kırılğan makroekonomik dinamiklere sahip gelişen piyasalara sermaye akışında risk oluşturabileceğini düşünüyoruz. Ancak, Hindistan gibi güçlü dengelere sahip ekonomilerin desteğinde, 2025'te gelişenlerin %4,2 GSYH artışı kaydederek ile büyüme görünümünü sürdürecekleri öngörüsüyle, gelişen-gelişmiş büyüme farkının 2,4 puan seviyesindeki seyrini sürdüreceğini tahmin ediliyor.

Küresel görünümde belirleyici ekonomilere özetle değinirsek, ABD'de kısmen hafif geçse de küresel bazda belirgin yaşanan imalattaki zayıflığın sonucu olarak, istihdamdaki ivme kaybının resesyon endişelerini güçlendirdiğini gözlemliyoruz.

Yavaşlama emarelerinin istihdamı da içerecek şekilde hızlı gerçekleşmesiyle, Fed'in Eylül'de 50 baz puan ile başladıktan sonra Kasım'da 25 baz puan ile temkinli tonda devam ettirdiği faiz indirimi döngüsüne yönelik beklentilerin 2025 yılı özelinde bir miktar ayrıştığını görüyoruz. Aralık ayına ilişkin olarak 25 baz

puanlı faiz indirimi konusunda Fed ile piyasa beklentisinin aynı yönde olduğu söylenebilir. Ancak hem enflasyon dinamikleri hem de korumacı politikaların fiyatlar cephesindeki potansiyel etkileri nedeniyle piyasa cephesinde söz konusu olasılığın oldukça değişkenlik gösterdiğini belirtmek gerekir. 2025'in tamamında ise, Fed'in 1 puanlık indirim öngörüsüne karşılık, ortalama beklenti 50 baz puan seviyesinde (Mart ve Eylül aylarında 25'er baz puan). Bu çerçevede Fed'in, politika faizinin yüksek seviyesine karşın, para politikasındaki gevşemenin, enflasyon ve ücretlere ilişkin riskler nedeniyle, ihtiyatlı devam etmesi bekleniyor.

Pandemi döneminde yaşanan arz sorunları ve sağlanan destekler nedeniyle TÜFE'nin 40 yılın zirvesine yükselmesinin ardından, Fed'in 1Ç22'de başlattığı ve toplamda 5,25 puanlık faiz artırımına, 2 trilyon dolarlık bilanço küçültülmesinin eşlik ettiğini takip ettik. Ancak, bilançodaki bu önemli daralmaya karşın, diğer para politikası enstrümanlarının dengeleyici rol üstlenerek net likidite azaltımının bilançonun gösterdiğinin ancak %30'u oranında gerçekleştiğini de belirtmek gerekir. Bunun da, bilanço küçültülmesiyle gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın dezenflasyonda beklenen etkisinin sınırlı kalmasına neden olduğu düşünülebilir. Gerçekten de, gıda-enerji-konut gibi dalgalanmalar ve katılıklar içeren bileşenlerin dışlandığı 'süper-çekirdek' enflasyonun, Eylül 2022'de %6,46 ile zirveyi gördükten sonra 2023 sonunda ancak %3,91'e gerilemesi, bu yıl da %4'ün üzerinde kalıcılık göstermesi, Fed'in faiz indirim sürecindeki temkinliliğini açıklamaktadır.

Enflasyonla mücadelesinin büyüme üzerindeki

etkileriyle yüzleşmeye devam eden Euro Bölgesi'ndeki ivme kaybında Almanya ekonomisinde görülen belirgin yavaşlama kritik rol oynuyor. Ayrıca istatistiksel çalışmalarımız bölge ekonomisinin %30'unu kapsayan Almanya'nın bölge büyümesine katkısının %0,09 ile 2Ç23'ten sonra ilk kez pozitif bölgeye geçmesine karşın, sorunlu bölgeler olarak gösterilen İtalya ve İspanya'nın sağladığı katkının gerisinde kaldığına işaret ediyor. Bu bağlamda Almanya cephesinde, zayıf talebe ek olarak, yeşil dönüşüm cephesindeki tartışmalı süreçler bölge ekonomisinin seyri açısından önem arzedecektir. Nitekim yıl genelinde zayıf büyümeler kaydeden bölge ekonomisine ilişkin olarak AMB'nin projeksiyonları da aşağı yönlü risklerin varlığını sürdürdüğünü gösteriyor.

Hem çekirdekteki katılık hem de manşet enflasyonun ancak 2026'da orta vadeli hedefte kalıcılık sağlayabilecek olması nedeniyle AMB'nin enflasyon mücadelesinin ön planda kalacağını düşünüyoruz. Likiditenin destekleyici yöne evrilmesini sadece enflasyon dinamiklerinin gerçek anlamda normalleşmesi halinde mümkün olabileceğini öngörüyoruz.

Büyüme kompozisyonunun hizmetler lehine gelişmesine karşın, emlak sektörüne yönelik alınan önlemlerdeki temkinli yaklaşımın tüketimdeki yansımaları ve ihracat tarafında ticari partnerler ile yaşanan gerilim nedeniyle büyüme üzerinde aşağı yönlü risklerin arttığı Çin'de enflasyonun hedefe ulaşacağı yönündeki tahminler, söz konusu makro konjunktörde soru işareti yaratıyor. Bu paralelde, yuanın gelecek yıl yatay seyir izleyeceği öngörüsüne de temkinli yaklaşmak gerekiyor.

Düşük büyüme çıkmazından kurtulma mücadelesi veren Japonya'da, görülen politika ayrışması çerçevesinde, BoJ'un, küresel merkez bankalarının aksine faizde sıkı duruş benimserken, bilanço tarafında destekleyici kalmaya devam ettiğini gözlemliyoruz. Özellikle enflasyondaki katılık nedeniyle yüksek seviyedeki bilanço büyüklüğünün de miktarsal sıkılaşma için alan yarattığını belirtmek gerekir.

Gelişenler cephesinde, gelişen Asya ülkelerindeki ayrışmanın devam edeceğini düşünüyoruz. Çin'in yapısal problemler ve küresel izolasyon politikaları nedeniyle %4'ler seviyesinde büyümesi bekleniyor. Küresel süper güç olma yolundaki Hindistan'ın ise hizmet talebinin artacağı beklentisiyle %6,5 büyümesi öngörülüyor.

Gelişen Avrupa'nın, Rusya'da tüketim ve yatırımlarda beklenen zayıflamanın etkisiyle %2,2'lik GSYH artışı kaydetmesi bekleniyor. Güney Afrika'nın, iyileşeceği öngörülen iş koşulları ışığında %1,5 büyümesi öngörülüyor. Latin Amerika'nın politik belirsizliğin azalacağı ve destekleyici koşulların tüketimi güçlendireceği beklentisiyle %2,5 büyümesi bekleniyor.

Özetle, bu yıl gelişmişler tarafından sürdürülen sıkılaştırıcı adımların etkisiyle %5,9'e gerileyen küresel enflasyonun, Çin'den ihraç edilen deflasyonun yansımalarıyla, 2025'te, %4,5 ile 2000-2021 patikasına yakınsaması bekleniyor. Ancak 2025 yılı, gelişmiş ülke merkez bankaları için enflasyon mücadelesinden uzaklaşmayacakları politikalar bütününe devreye alacakları bir dönem olacağından, korumacı politikalara sahne olacak gelişen ekonomiler için kolay olmayabileceğini vurgulamak gerekir.

ABD: Para politikasında büyüme, istihdam ve enflasyon paradoksu

2024, Fed'in enflasyonla mücadelesinin yansımalarıyla yüzleştiği bir dönemdi. Ancak, bu dönemde sıkı para politikasının büyümede yarattığı baskının, dengeleyici likidite politikası ve destekleyici mali duruş sayesinde ılımlı kaldığını da eklemek gerekir. Bilanço küçültülmesinin sürmesine karşılık, bilanço dışı enstrümanlarla net likidite belli düzeyde tutulurken; negatif tarafta genişlemeye devam eden faiz dışı denge, maliye politikası desteğini açıkça göstermektedir.

2025 ise, Fed'in Trump hükümetinin korumacı ekonomi politikalarının etkilerini yönetmeye ek olarak, istihdam ve büyümeyi destekleyen ancak, enflasyon mücadelesini bozmayacak para politikası kombinasyonunu oluşturmaya çalışacağı bir yıl olacaktır. Hizmetlerin dengeleyici etkisine karşın, ABD'de kısmen hafif geçse de küresel bazda belirgin yaşanan imalattaki zayıflığın sonucu olarak, istihdamdaki ivme kaybının resesyon endişelerini güçlendirmesi, bu beklentinin temel dayanağı olarak gösterilebilir.

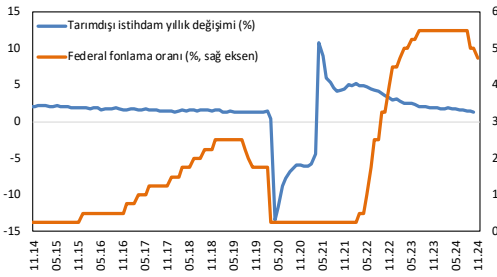
Yavaşlama emarelerinin istihdamı da içerecek şekilde hızlı gerçekleşmesiyle, Fed'in Eylül'de 50 baz puan ile başladıktan sonra Kasım'da 25 baz puan ile temkinli tonda devam ettirdiği faiz indirimi döngüsüne yönelik beklentilerin 2025 yılı özelinde bir miktar ayrıştığını görüyoruz. Aralık ayına ilişkin olarak 25 baz puanlık faiz indirimi konusunda Fed ile piyasa

beklentisinin aynı yönde olduğu söylenebilir. Ancak hem mevcut enflasyon dinamikleri hem de korumacı ekonomi politikalarının fiyatlar cephesindeki potansiyel etkileri nedeniyle piyasa cephesinde söz konusu olasılığın oldukça değişkenlik gösterdiğini belirtmek gerekir. 2025'in tamamında ise, Fed'in 1 puanlık indirim öngörüsüne karşılık, ortalama piyasa beklentisi 50 baz puan seviyesinde (Mart ve Eylül'de 25'er baz puan). Bu çerçevede Fed'in, politika faizinin yüksek seviyesine karşın, para politikasındaki gevşemenin, enflasyon ve ücretlere ilişkin riskler nedeniyle, ihtiyatlı devam etmesinin beklendiğini söyleyebiliriz.

Geçen yıl kamu harcamalarındaki ivmelenme ve tüketimdeki artışla %2,9 büyüyen ABD'nin bu yılı da %2,8'lik GSYİH artışı ile tamamlayacağı düşünülüyor. 2025'te ise, büyümenin %2,2'ye inmesi bekleniyor. Büyümede beklenen yavaşlamada ise, özel ve kamu harcama artışındaki zayıflama öne çıkıyor. 2024'ten 2025'e tüketimdeki artışın %2,5'ten %2'ye, kamuda ise %2,9'dan %1,4'e düşeceği tahmin ediliyor.

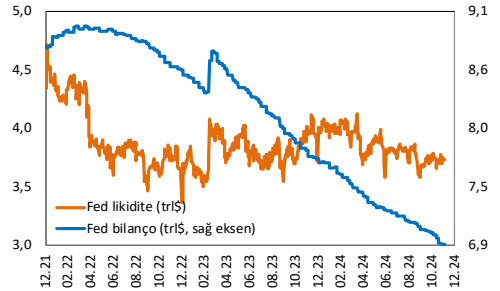
Faiz artırımı sürecinin başlamasıyla Temmuz 2021-Şubat 2022 aralığında %4-5 bandında seyreden TDI yıllık değişiminin, belirgin ivme kaybederek %1,4'e gerilediğini izliyoruz. IMF çalışmalarında da takip ettiğimiz üzere, para politikasının makro dengeler üzerindeki

Faiz artırımı sürecinde TDI artışı %4-5 bandından %1,4'e geriledi



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Bilanço dışı enstrümanlar, likidite yönetiminde önemli dengeleyici unsur



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

yansımalarının gözlenme sürecinin gelişmiş ülkelerde üç yıla kadar uzaması, her ne kadar faiz indirim süreci başlamış olsa da, yılın kalan dönemi ve 2025'te tarımdışı istihdamın zayıf görünümünü sürdürmesine, hatta yıllık düşürlere işaret etmesine neden olabilir. Faiz indiriminin etkilerinin gözlenmesi ve güven ortamının oluşması sürecinde ise, istihdamda arzu edilen toparlanmanın, ilk aşamada yıllık bazda %1-2, aşamalı olarak da %4-5 bandına yükselebileceğini düşünüyoruz.

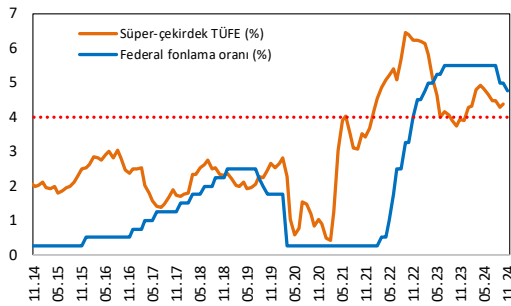
Pandemide yaşanan arz sorunları ve sağlanan destekler nedeniyle TÜFE'nin 40 yılın zirvesine yükselmesinin ardından, Fed'in 1Ç22'de başlattığı ve toplamda 5,25 puanlık faiz artırımına, 2 trilyon dolarlık bilanço küçültülmesi eşlik etti. Ancak, bilanço büyüklüğündeki bu önemli daralmaya karşın, diğer para politikası enstrümanlarının dengeleyici rol üstlenerek net likidite azaltımının bilançonun gösterdiğinin ancak %30'u oranında gerçekleştiğini de belirtmek gerekir. Bunun da, bilanço küçültülmesiyle gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın dezenflasyonda beklenen etkisinin sınırlı kalmasına neden olduğu düşünülebilir. Gerçekten de, gıda-enerji-konut gibi dalgalanmalar ve katılıklar içeren bileşenlerin dışlandığı 'süper-çekirdek' enflasyonun, Eylül 2022'de %6,46 ile zirveyi gördükten sonra 2023 sonunda ancak %3,91'e gerilemesi, bu yıl da %4'ün üzerinde kalıcılık göstermesi,

Fed'in faiz indirim sürecindeki temkinliliğini açıklamaktadır.

Enflasyon tarafında hizmet enflasyonunda yoğunlaşan risklere ek olarak, yeni hükümetin devreye alması beklenen korumacı politikaların risk teşkil ettiğini düşünüyoruz. Özellikle, tarife uygulamaları ve göç politikası değişiklikleri, Fed'in şimdiki kadar elde ettiği kazanımların geri verilmesine sebep olabilir. Bilindiği üzere Başkan Trump, ABD ile ticaretinden dış fazla veren Çin ve Avrupa'dan yapılan ithalatlara sırasıyla %60 ve %20 seviyelerinde gümrük vergileri uygulanacağını duyurdu. Bunlara ek olarak, Meksika ve Kanada'dan yapılan ithalatlara %25, Çin'den yapılan ithalatlara da ilave %10 gümrük vergisinin devreye alınacağını bildirdi. Tarifelerin beraberinde, göçmen politikasında yapılacak değişikliklerin enflasyonda artışı tetikleyeceğini düşünüyoruz. Bu nedenle, bu yıl %2,9 ile bitirmesi beklenen TÜFE'nin, 2025 sonunda %1,9'a düşmesi zorlu olabilir. Büyüme görünümünde de, korumacı politikaların aşağı yönlü baskı oluşturma riskini gözden kaçırmıyoruz.

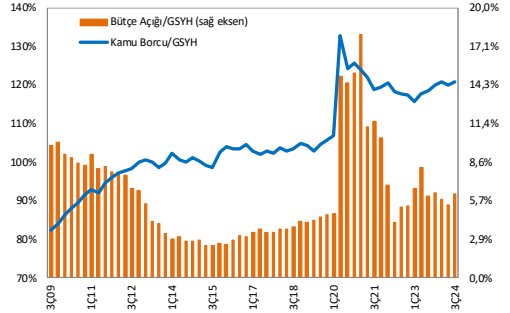
Başkan Trump'ın vergi politikalarının bütçe açığını 10 yılda 5,8 trilyon dolar, kamu borcunu da 7,75 trilyon dolar artıracığı tahmin ediliyor. Bu çerçevede 2023'ü %7,3'ten tamamlayan bütçe açığı oranının, ancak 2029'da %6'ya gerileyebileceği öngörülüyor.

'Süper çekirdek TÜFE'de katılık, faiz indirimlerinde temkinliliği destekliyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Bütçe açığının yönetilebilir seviyelere gerilemesi zaman alabilir



Kaynak: Hutchins Center, Bloomberg, HLY Araştırma

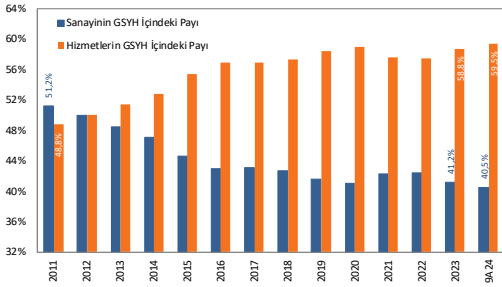
Çin: Talep odaklı politikalarla sürdürülebilir büyümeye ulaşma gerekliliği

2024'ün ilk yarısı, Çin'in büyüme odağı hizmetler yönünde kalırken, büyüme hızının ivme kaybettiği bir dönem oldu. Geçen yılın ilk yarısında ve yılın tamamında sırasıyla %6,3 ve %5,2'lik yıllık büyüme oranlarına karşın, ilk yarı büyümesini %5,0 ile ancak hedef sınırında tutabildi. 3Ç24'te de GSYH artışı %4,6 ile 2023'ün ilk çeyreğinden beri görülen en yavaş büyüme olarak kayda geçti. Emlak sektöründeki yavaşlama karşısında alınan önlemlerde temkinli yaklaşımın tüketimdeki yansımaları ve ihracat tarafında ticari partnerler ile yaşanan gerilim, büyümedeki zayıflamada belirleyici oldu. Son veriler, ABD Başkanı Trump'ın korumacı politikalarının da gündeme gelmesiyle yılın geri kalanı ve 2025 için de büyümede ivme kaybının devam edeceğine işaret ediyor. Özellikle, imalat PMI'in Mayıs-Eylül döneminde daralma bölgesinde seyrettikten sonra, Ekim ve Kasım aylarında da eşik değerin kil payı üzerinde kalıcılık göstermesi büyümede aşağı yönlü risklerin ağırlığını gösteriyor. Bu yıla 52,7'den başlayan hizmet PMI da Mayıs'ta 54'e yükseldikten sonra süreç içerisinde eşik değere yakınsamasına karşın, son durumda 52 seviyesinin üzerindeki seyrini sürdürüyor. Sabit sermaye yatırımları ise yıllık bazda %3,4 artış ile ılımlı seyrini sürdürüyor. Konut yatırımları, Nisan 2022'de %48,58 ile küresel kriz döneminden bu yana gördüğü en sert düşüşün ardından zayıf seyrizlemeye devam ediyor. Temmuz 2021'de başlayan düşüşün

Mart-Mayıs 2023 dönemi haricinde devam ettiği konut cephesinde, daralma Ekim ayında son bulmuş olsa da, mevcut durum (%1 artış) ortalamasının (%8 artış) ciddi altında bulunuyor. Dış ticaret tarafında, bu yılı %4,5 artışla tamamlaması öngörülen ihracat artışının, 2025'te, tarifeler nedeniyle %3'e gerilemesi bekleniyor. Bu yılı %2,7 artışla tamamlaması öngörülen ithalatların, 2025'te de %2,8 artış ile bu yıla benzer seyretmesi tahmin ediliyor. Çin'in 2021'de %18,3 ile tepe yapan küresel GSYH'deki payı, geçen yıl %16,9'a geriledi. Küresel ihracat içerisindeki ağırlığı da, pandemi döneminde %16,66 ile tüm zamanların zirvesine ulaştıktan sonra, izolasyon politikalarıyla düşüş eğilimine girdi ve geçen yıl %15,55 ile 2019'daki seviyesine yaklaştı. Korumacı politikaların etkisiyle bu orana ilişkin aşağı yönlü risklerin ağırlıklı seyrini sürdürdüğünü belirtmek isteriz. Bu nedenle, büyüme beklentilerinin aşağı çekilerek, bu yıl için %4,8 ve gelecek yıl için de %4,5'e indiği gözleniyor. Ancak bu arada, küresel izolasyon politikalarının, Avrupa'nın fosil yakıtları ikame etme çalışmalarına bağlı olarak ABD'ye göre daha işbirlikçi kalması nedeniyle, etkisinin kısmen sınırlı kaldığını belirtmek gerekir.

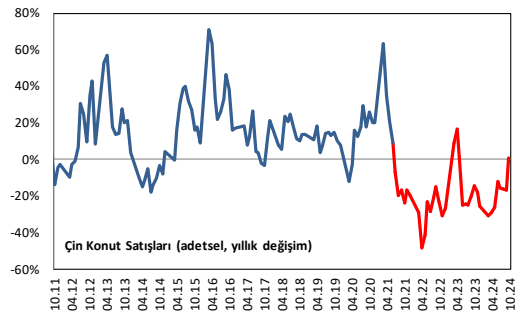
Çin hükümeti, tüketici güvenindeki zayıflama karşısında, reel sektöre kredi sağlayarak konut arzının zirveye ulaştığı konjunktörde, imalat ve ihracatı destekleme yoluna gitti. Bu

Hizmetler odaklı büyüme modeli korunuyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Konut sektörü sıkıntılı büyümede aşağı yönlü baskı oluşturmaya devam ediyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

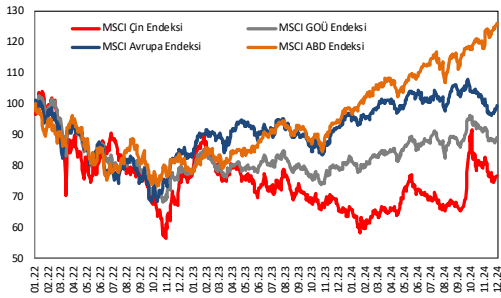
durum da, düşük talep ortamında, arzı artırarak deflasyona neden oldu. Ekim 2022'den bu yana negatif bölgede seyreden ÜFE, son durumda yıllık bazda %2,9 düşüşle beklenenden sert geriledi. Yılsonunda da ÜFE'nin %-1,7 ile olumsuz seyrini sürdüreceği öngörülüyor. 2025'te ise %0,4'lük ÜFE artış tahmininin gerçekleşmesi, mali ve parasal adımların yeterliliğine bağlı olacaktır. TÜFE ise, ÜFE geçişkenliği ve zayıf talebin etkisiyle, gıda fiyatlarındaki volatiliteye rağmen, düşük seyrini sürdürüyor. Son veride %0,3'lük yıllık artışa işaret eden TÜFE'nin yılı %0,4 ile tamamlaması öngörülüyor. 2025'te %1,7'ye yükseleceği tahminleri ise, büyümede aşağı yönlü baskıların ağırlık kazandığı ortamda soru işareti yaratıyor.

Son çeyrek arifesinde PBOC, konut krizinin etkilerini dengelemek ve deflasyon sarmalından kurtulabilmek adına genişlemeci adımlarını biraz daha agresifleştirdi. Zorunlu karşılık oranı %9,5 ile 2020'den bu yana en düşük seviyeye indirilirken, piyasaya 142 milyar dolar ek likidite sağlandı. Banka, rezerv oranında yılsonuna kadar 0,25-0,50 baz puan kadar ek indirmeye de gidebileceğini duyurdu. Politika faizinde Temmuz'da 20 baz puan olarak gerçekleştirilen indirim sürecinin, Eylül'de 30 baz puan ile sürdürülmesiyle, faiz %2'ye indirildi. İkinci kez konut alanların ön ödeme oranları %25'ten %15'e çekilirken, stokun eritilebilmesi için yerel hükümetlere

verilen kredilere ucuz finansman imkanı sağlanacağı açıklandı. Mevcut konut kredileri için ipotek oranları da 0,5 puan düşürüldü. Söz konusu adımların bu yıl büyümeye 0,2 puan katkı sağlaması, 2025 büyümesine ise daha belirgin etki etmesi öngörülüyor. Ancak bu önlemlerin sürdürülebilir büyümeye ulaşmada yeterli olmayacağını vurgulamak gerekiyor.

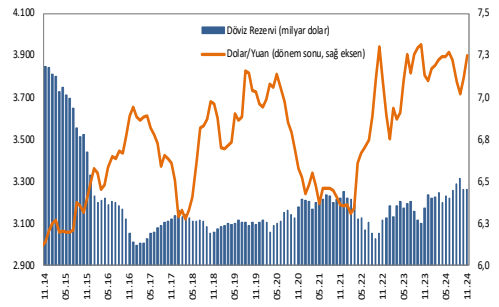
Önümüzdeki beş yıl için 1,4 trilyon dolar ile son yıllarda açıklanan en büyük destek paketinin açıklanmasına karşın, bu teşviğin iç tüketimi ve konut sektörünü desteklemekten ziyade, yerel hükümetlerin borçlarını hedef alması, Çin'de sürdürülebilir büyüme ve kalıcı güven ortamının sağlanabileceği beklentilerini karşılıksız bıraktı. İlerleyen dönemlerde yeni büyüme destekleyici paketlerin söz konusu olabileceği yönündeki beklentilerle bütçe açığı oranının bu yıl ve gelecek yıl için sırasıyla %7,4 ve %7,6 ile geçen yıla göre artış kaydedeceği tahmin ediliyor. Geçen yıl %84 olan kamu borçluluğunun da bu yıl %90'a, 2025'te de %94'e yükseleceği öngörülüyor. Öte yandan, USDCNY paritesi bu yıl 7,30'u zorlayarak en düşük seviyesini gördükten sonra mevcut durumda 7,28'li seviyelerde dengelendi. Ancak, büyüme görünümündeki zayıflamanın, tarifelerde derinleşebileceği yönündeki endişelerle, yuanın gelecek yıl yatay seyir izleyeceği öngörülerine temkinli yaklaşmak gerekiyor.

Büyümede aşağı yönlü riskler karşısında, Çin piyasalarındaki zayıflık sürüyor



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Yuanın denge seviyesi küresel dinamikler açısından kritik olacak



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Euro bölgesi: Büyüme mücadelesinde katılık sergileyen enflasyonla başa çıkma çabası

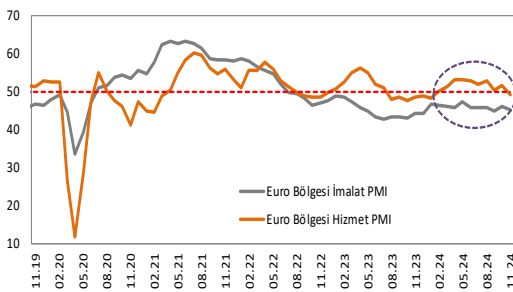
2024 yılı, enflasyonla en kararlı şekilde mücadele eden ana ekonomilerinden biri olan Euro Bölgesi ekonomisi için, bu sürecin büyüme üzerindeki aşağı yönlü etkileriyle yüzleşmeye devam ettiği bir dönem olarak öne çıkıyor. Öyle ki Temmuz 2022'de başlayan ve toplamda 4,5 puanlık faiz artırımına 2,5 trilyon euroluk bilanço küçültülmesinin eşlik ettiği parasal sıkılaştırma sürecinin Haziran'da 25 baz puan ile başlatılan bir parasal gevşeme sürecine evrilmesine karşın, parasal aktarım mekanizmasının ekonomideki yansımalarının görülmesi zaman aldığından bölge ekonomisi üzerindeki aşağı yönlü riskler ağırlıklı seyrini sürdürdü. Almanya öncülüğünde imalat ağırlıklı bir yapıya sahip olan Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin sektörel indikatörler de bölgede imalat-hizmet ayrışmasının imalat aleyhine gelişmeye devam ettiğini gösteriyor.

Bölge ekonomisinde görülen ivme kaybında Almanya ekonomisinde görülen belirgin yavaşlama kritik rol oynuyor. Geçen yılı %0,3 daralma ile tamamlayan Almanya, 1Ç24'te de %0,1 daraldı. Yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde de %0,3 seviyesinde daralmalar kaydeden Almanya ekonomisinin bu yılı %0 büyüme ile tamamlayacağı yönündeki beklentileri makul olarak değerlendiriyor. Ancak, 2025 yılında büyümenin %0,8'e ulaşacağı yönündeki öngörülere temkinli yaklaşıyoruz. Ayrıca istatistiksel çalışmalarımız bölge ekonomisinin %30'unu

kapsayan Almanya'nın bölge büyümesine katkısının %0,09 ile 2Ç23'ten sonra ilk kez pozitif bölgeye geçmesine karşın, sorunlu bölgeler olarak gösterilen İtalya ve İspanya'nın sağladığı katkının gerisinde kaldığına işaret ediyor (İtalya ve İspanya'nın katkıları sırasıyla %0,11 ve %0,27 seviyelerinde bulunuyor). Bu bağlamda Almanya cephesinde, zayıf talebe ek olarak, yeşil dönüşüm cephesindeki tartışmalı süreçler bölge ekonomisinin seyri açısından önem arzedecektir. Nitekim 1Ç24 ve 2Ç24'te yıllık bazda sırasıyla %0,5 ve %0,6'lık zayıf büyümeler kaydeden bölge ekonomisine ilişkin olarak Avrupa Merkez Bankası'nın projeksiyonları da aşağı yönlü risklerin varlığını sürdürdüğünü gösteriyor. Son tahminlerde bu yılın büyümesinin %0,9'dan %0,8'e, 2025 büyümesinin de %1,4'ten %1,3'e düşürüldüğünü izliyoruz.

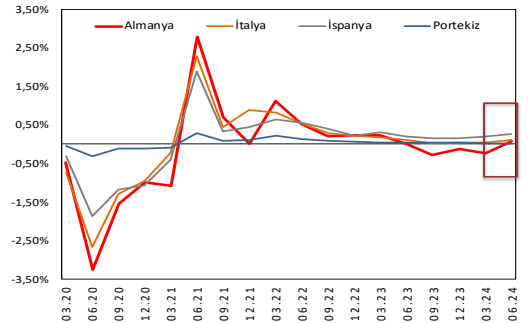
Bölge ekonomisinde zayıf görünümün devam edeceği yönünde yoğunlaşan öngörülere karşın, çekirdek TÜFE cephesinde süregelen katılık nedeniyle orta vadeli hedefe ancak 2026 yılında ulaşılabileceği yönündeki beklentiler 2025'in zorlu geçeceğinin bir diğer işareti olarak öne çıkıyor. Özellikle yıllık bazda, %4,5 artış ile yüksek seyrini sürdüren maaş artışlarının hizmet enflasyonunu beslemesi, fiyat baskılarında gözlenen katılığa etkili oluyor. Öyle ki, geçen yılı %3,4 seviyesinde tamamlayan, son verilerde %2,7'ye gerileyen

Euro bölgesi ekonomisi üzerinde aşağı yönlü riskler ağırlıklı seyrini sürdürüyor



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Almanya'nın bölge GSYH'ine katkısı düşük seviyelerde



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

çekirdek TÜFE'nin bu yılı %2,8'de tamamlayacağı, 2025'te de %2,2 ile hedefin üzerindeki seyrini sürdüreceği öngörülüyor. Bu çerçevede hem çekirdekteki katılık hem de manşet enflasyonun ancak 2026'da orta vadeli hedefte kalıcılık sağlayabilecek olması nedeniyle Avrupa Merkez Bankası'nın enflasyon mücadelesi ön planda kalacaktır. Mevcut durumda, para politikası tarafında, enflasyon cephesindeki katılık unsurlarına karşın, büyümeyi desteklemek adına faiz indirimlerinin devreye alındığı düşünülse de, diğer parasal araçların kullanımıyla, genişlemeci patikada temkinli duruşun hakim olduğunu söyleyebiliriz. Diğer bir ifadeyle, Avrupa Merkez Bankası büyümeyi desteklemek adına enflasyon risklerini gözardı eden bir tavır takınmayacaktır.

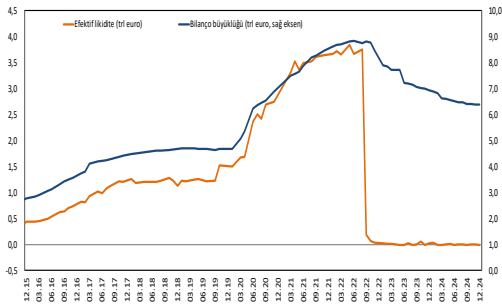
Avrupa Merkez Bankası'nın Eylül 2023'te faiz artırımlarını sonlandırdıktan sonra Mayıs 2024'e kadar politika faizini %4,5'te tuttuğunu gözlemledik. Ancak imalat sektörünün büyüme üzerinde yarattığı baskılanma nedeniyle Haziran ayında 25 baz puan ile başladıktan sonra Eylül ve Ekim aylarında toplamda 85 baz puan ile devam eden faiz indirimleriyle parasal duruşun destekleyici yöne evrildiğini takip ettik. Aralık ayında 25 baz puan ve 2025 yılı boyunca toplamda 100 baz puan ile Avrupa Merkez Bankası'nın genişlemeci duruşunu sürdürebileceği yönünde genel beklenti hakim. Ancak

enflasyonda devam eden katılık unsurları sebebiyle likidite silahının dengeleyici unsur olarak kullanılmaya devam edilmesini bekliyoruz. Likiditenin destekleyici yöne evrilmesinin sadece enflasyon dinamiklerinde gerçek anlamda bir normalleşme görülmesi halinde mümkün olabileceğini düşünüyoruz.

Kamu borçluluğu cephesinde geçen yılı %88,60 seviyesinde tamamlayan bölge ekonomisinin, mali kuralları yeniden devreye almasına karşın 2025 ve 2026'da benzer seyrini sürdürerek kaydağır bir iyileşme gösteremeyeceği öngörülüyor. Ayrıca, Almanya ve Fransa'da popülist görüşlerin öne çıkması destekleyici mali duruşu ön planda tutacağından, bu yıl ve gelecek yıl için %3,1 seviyesinde bulunan bütçe açığı oranlarının üzerinde yukarı yönlü risklerin oluşmasına neden oluyor.

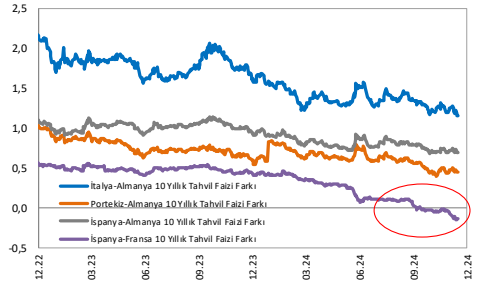
Çekirdek ve sorunlu bölge tahvil faizi farkları cephesinde ise, Fransa'nın yapısal gereksinimleri karşılayamaması ve bu nedenle bütçe dengesinin bozulması nedeniyle, 2024'e 43,24 puandan başlangıç yapan İspanya-Fransa 10 yıllık tahvil faizi farkının düşüş eğilimi sergileyerek son durumda -14'e gerilediğini izliyoruz. Bu çerçevede, bölgede artan politik ve ekonomik risklerin tahvil piyasalarında volatilitenin yüksek kalmasına neden olabileceğini düşünüyoruz.

Likidite yönetimi, büyüme-enflasyon ikileminde kritik unsur olacak



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

'Çekirdek' ve 'sorunlu' bölge tahvil faiz farklarında yüksek oynaklık



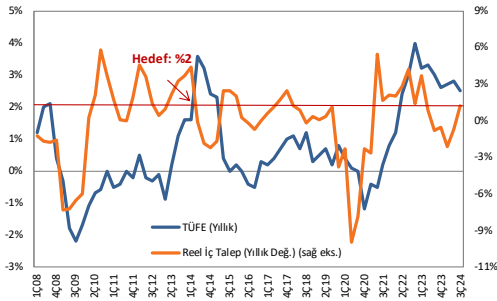
Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Japonya: Tüketime desteklemede sürdürülebilir enflasyona ulaşma hedefi

2024'ün dokuz aylık sürecinde Japonya yıllık bazda %0,53 daralma kaydederek, geçen yılın aynı dönemi ve tüm yıla göre zayıf görünüm sergiledi. Japonya'nın GSYH'i geçen yılın ilk yarısında %4, yıl genelinde de %1,7 artmıştı. Kamu harcamalarının azalan desteği ve dış ticaretin negatif etkisine ek olarak, tüketim ve özel yatırımlardaki toparlanmanın sınırlı kalması GSYH'deki zayıflama görünümünde belirleyici oldu. Ayrıca, BoJ'un aşırı gevşek duruşunun yendeki yansımaları da bu tabloda etkiliydi. Yılın geri kalanında da, yavaşlaması beklenen tüketim ve yatırımlarla, bu yıl Japonya'nın %0,3 büyüme ile zayıf seyrini sürdüreceği öngörülmüyor. 2025'te ise özel sektörün desteğinde %1,1'lik GSYH artışı görüleceği tahmin ediliyor. Ancak bu tablonun düşük büyüme çıkmazının devam edeceğine işaret ettiğini unutmamak gerekir.

Maaş artışları ışığında, geçen yılı %2,6'da tamamlayan ve son durumda %2,3'e hafif gerileyen TÜFE, Nisan 2022'den bu yana hedefin üzerinde. Gıda dışı TÜFE de 2022'de %4 ile tarihi zirveye yükseldikten sonra düşüşe geçmesine karşın, Ocak 2024'te ancak %2'ye geriledi. Katılık sebebiyle de mevcut durumda %2,3 ile hedefin üzerindeki seyrini sürdürüyor. Bu nedenle TÜFE'nin yılsonunda %2,2'ye gerileyeceği öngörülerini makul bulurken, 2025'te %2'ye gerileyeceği beklentilerine karşı temkinliyiz.

Japonya'da TÜFE Nisan 2022'den bu yana hedefin üzerinde seyrediyor

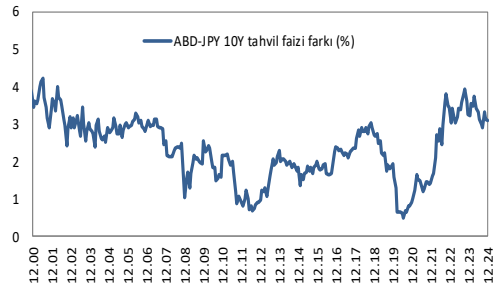


Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

İki yılı aşkın süredir hedefin üzerinde TÜFE'ye sahip olan BoJ, küresel eğilimin aksine faizde sıkı duruş benimserken, bilanço tarafında destekleyici kalmaya devam etti. Getiri eğrisi kontrolüne ek olarak, Mart'ta 20 baz puanlık artırımla politika faizi %0,10'a yükseltilerek, negatif faiz politikası sonlandırıldı. Temmuz'da da 15 baz puanlık artırımla politika faizi %0,25 ile son 16 yılın zirvesine yükseltildi. Yenin 'carry trade' avantajını azaltan bu gelişme, piyasalarda Kara Pazartesi'den bu yana görülen en sert sarsıntının yaşanmasına neden oldu. Beklentiler, BoJ'un yılsonuna kadar faizde değişiklik yapmayacağı yönünde. 2025'te ise 50 baz puanlık artırım öngörülmüyor. 24 Mart'tan bu yana 15 milyar dolar daraltılarak 756,33 milyar dolara gerilemesine karşın, hala yüksek seviyedeki bilanço miktarsal sıkılaşma için alan yaratıyor.

Enflasyonun hanehalkı üzerindeki etkilerini hafifletmek için paket devreye alınması deflasyon riskinin azaltılması için kararlı bir adım. Ancak bu gelişmeyle, 2020'den bu yana iyileşen bütçe açığı oranının bu yıl %6,1 ile 2015'ten bu yana görülen zirveye ulaşması kaçınılmaz olacaktır. 2025'e ilişkin olarak ise bu oranın %3'e gerileyeceği öngörülerine temkinli yaklaşıyoruz. Bu durum ABD-JPY 10Y getiri farkının 2025'te %2'ye yakınsayacağı tahminlerinde de soru işaretleri yaratıyor.

ABD - JPY 10 yıllık tahvil faizi farkının %2'ye yakınsayacağı tahminleri soru işareti barındırıyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Gelişen Ülkeler: Büyüme ve enflasyon ikileminde yeni sürece uyum çabası

2023, enflasyon-büyüme ikileminin politika adımlarıyla çözülmeye çalışıldığı bir sürecin başlangıcıydı. 2024 ise, merkez bankalarının enflasyon mücadelesinin büyümedeki yansımalarının görüldüğü bir dönem olarak nitelendirilebilir. Bu süreçte bölgesel politika ayrışmaları görülmekle beraber, bu etki dengeleyici likidite ve destekleyici mali duruş sayesinde ılımlı kaldı.

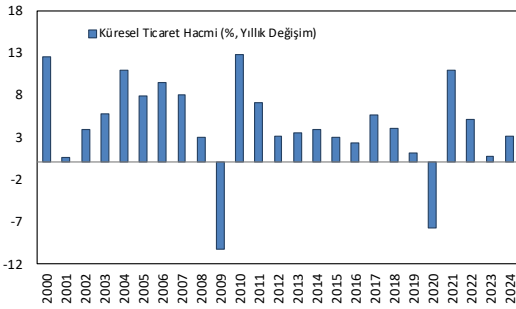
2023'te %4,4 ile pandemi öncesine göre daha zayıf büyüme eğilimini sürdüren gelişenlerin bu yılı da %4,2'lik GSYH artış ile tamamlayacağı tahmin ediliyor. Yine 2023'te sıkılaştırmanın büyüme üzerindeki yan etkileri sebebiyle ivme kaybederek %1,7 büyüyen gelişmişlerin de bu yıl %1,8 ile geçen yıla benzer performans sergilemesi bekleniyor.

Çin'in GSYH artışının 2024'te emlak sektöründeki yavaşlama karşısında, alınan önlemlerdeki temkinliliğin tüketimdeki yansımaları ve ticari partnerlerle yaşanan gerilim nedeniyle %4,8'e gerileyerek uzun vadeli ortalamasının altındaki seyirini sürdürmesi öngörülüyor. Hindistan'da ise sıkı parasal duruşun döngüsel sektörlerdeki yansımalarına ek olarak, hizmet sektöründeki zayıflamanın da etkisiyle, büyümenin hafif yavaşlaması bekleniyor. Ancak %8,2'lik GSYH artışı ile tamamlanan 2023'ün ardından %7 büyümesi beklenen Hindistan'ın en güçlü performans gösteren GOÜ olma özelliğini

sürdüreceğinin öngörüldüğünü de atlamamak gerekir. Politika faizinin Şubat 2023'ten beri %6,5 ile son altı yılın zirvesinde seyrettiği Hindistan'da geçen yılı %5,69'dan tamamlayan enflasyon Ağustos 2024'e kadar düşüş eğilimi izledi. Ağustos ayında %3,65'e ılımlı artış gösterdikten sonra artan gıda fiyatları ve jeopolitik gerilimin etkisiyle %6 seviyesini aşan TÜFE'nin yılı %4,1 seviyesinden tamamlayacağı öngörülüyor. Parasal cephede de, enflasyonun bulunduğu seviye itibarıyla, politika faizinin mevcut seviyede tutulacağını öngörüyoruz. Mali ihtiyatlılık politikasının devreye alınmasıyla borçluluğun %83 seviyesindeki seyirini koruması beklenirken, bütçe açığı oranının da %8,3'ten %7,8'e hafif gerilemesi öngörülüyor. Bu çerçevede, Asya ekonomilerinde öngörülen yavaşlama sebebiyle gelişen Asya'nın bu yıl %5,3 ile uzun dönem ortalamasının altında büyümeye devam edeceği öngörülüyor.

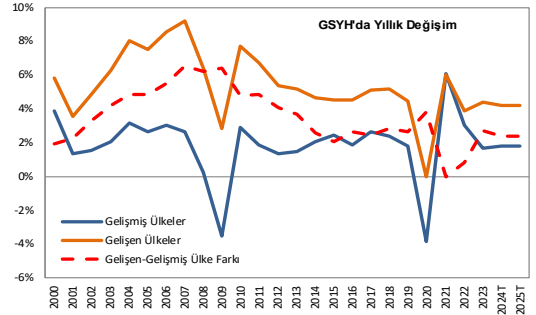
Gelişen Avrupa'da ise parasal sıkılaştırmanın etkilerinin savaş harcamalarında öngörülen artış ve özel tüketimdeki yüksek seyirle dengelenmesiyle, Rusya'nın bu yıl %3,6 büyümesi tahmin ediliyor (2023: %3,6). Polonya'nın da tüketimin desteğinde %3 büyüyerek, geçen yıla göre daha güçlü performans göstermesi öngörülüyor. Bu çerçevede Gelişen Avrupa'nın bu yıl %3,2 büyümesi bekleniyor (2023: %3,3). Latin

Küresel ticaret hacminde ılımlı toparlanma



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Gelişen-gelişmiş büyüme farkı yükselişini sürdürebilecek mi?



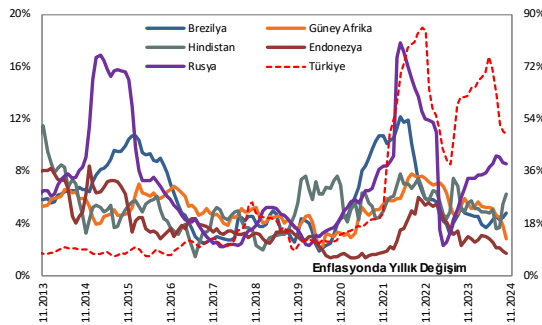
Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Amerika'da Meksika ve Arjantin'deki siyasi çalkantılara ek olarak, sıkı parasal koşulların bölge GSYH'i üzerinde yarattığı baskının, Brezilya'daki nispeten güçlü talep ortamı ile dengelenmesi öngörülmüyor. Beklentiler Latin Amerika'nın bu yıl %2,1 büyüyeceği yönünde. Geçen yıl %0,7'lik GSYH artışı ile pandemiden bu yana en kötü performansını gösteren Güney Afrika'nın ise talepte ılımlı toparlanma ve destekleyici finansal koşulların etkisiyle %1,1 büyüyeceği öngörülmüyor.

Enflasyonla mücadelenin büyümedeki baskısının gelişmişlerde daha belirgin olmasına karşın, jeopolitik gerilimlerin etkisiyle, gelişen-gelişmiş büyüme farkının bu yıl 2,4 puana gerilemesi öngörülmüyor (2023'te 2,7 puan).

2025'te de enflasyondaki katılık ve parasal aktarım mekanizmasının gecikmeli etkisinin beraberinde artması beklenen korumacı politikaların, güçlü dolar temasını ön planda tutarak Çin gibi kırılğan makroekonomik dinamiklere sahip gelişen piyasalara sermaye akışında risk oluşturabileceğini düşünüyoruz. Ancak, Hindistan gibi güçlü dengelere sahip ekonomilerin desteğinde, 2025'te gelişenlerin %4,2 GSYH artışı kaydederek ile büyüme görünümelerini sürdürecekleri öngörüsüyle, gelişen-gelişmiş büyüme farkının 2,4 puan seviyesindeki seyrini sürdüreceğini düşünüyoruz.

2025'te enflasyonda katılık teması ön planda kalmaya devam edecek



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

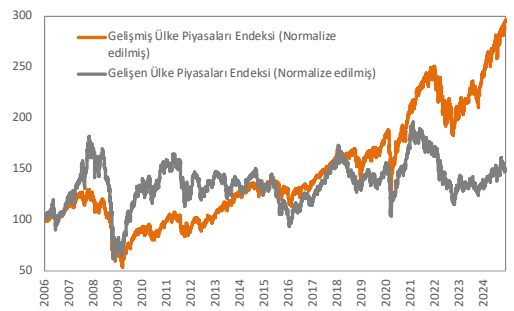
2025'te gelişenlerin GSYH artışının %4,2 seviyesinde gerçekleşeceği öngörüsü altında, %5 büyüyeceği tahmin edilen gelişen Asya'daki ayrışma öne çıkıyor. Çin'in yapısal problemler ve küresel izolasyon politikaları nedeniyle %4'ler seviyesinde büyümesi bekleniyor. Küresel süper güç olma yolundaki Hindistan'ın ise, hizmet talebinin artacağı beklentisiyle %6,5 büyümesi öngörülmüyor.

Gelişen Avrupa'nın, Rusya'da tüketim ve yatırımlarda beklenen zayıflamanın etkisiyle %2,2'lik GSYH artışı kaydetmesi bekleniyor. Güney Afrika'nın, iyileşeceği öngörülen iş koşulları ışığında %1,5 büyümesi öngörülmüyor. Latin Amerika'nın ABD Başkanı Trump'ın Meksika özelinde uygulayacağı tarifeler karşısında, politik belirsizliğin azalacağı beklentisiyle %2,5 büyümesi bekleniyor.

2025, GÜ merkez bankalarının büyümeyi desteklerken, enflasyon mücadelesinden uzaklaşmayacakları politikalar bütününe devreye alacakları bir dönem olacaktır. Ancak bu sürecin korumacı politikalar nedeniyle kırılğan dinamiklere sahip GOÜ'ler için zorlu olabileceğini düşünüyoruz.

Bu süreçte Türkiye ekonomisinin dengeli büyüme ve enflasyonda kalıcı olarak düşüş elde etme hedefleri tabanında mali disiplin kararlılığının da desteğinde pozitif ayrışan GOÜ'ler arasında bulunacağına inanıyoruz.

2018 yılından bu yana GOÜ endeksi, gelişmiş ülke piyasaları endeksinden negatif ayrışıyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Türkiye Özet: Fiyat istikrarı odağında dengeli büyüme süreci

Geçen yılı %5,1 büyüme ile bitiren Türkiye ekonomisi 1Ç24'te yıllık bazda %5,3'lük GSYH artışı kaydetti. 2Ç24'te çeyrek bazda %0,2 daralma ve yıllık bazda %2,4 oranlarında gerçekleşen büyüme, 3Ç24'te de çeyrek bazda %0,2 daralma kaydederek, yıllık bazda %2,11 seviyesinde gerçekleşti. Son iki çeyrektir çeyrek bazda %0,2 daralma kaydeden Türkiye ekonomisinin, yılı %3 büyüme ile tamamlayabileceğini tahmin ediyoruz.

2Ç24'ten itibaren ekonomideki ılımlı yavaşlamanın, sıkılaştırmacı hamlelerin gecikmeli etkileriyle 2025'in ikinci yarısına kadar devam etmesini bekliyoruz. 2025'in ikinci yarısından itibaren ise, faiz indirimlerinin de katkısıyla, büyümede ılımlı toparlanma bekliyoruz. Bu çerçevede gelecek yıl %3,2 seviyesinde büyüme öngörüyoruz.

1Ç24'te enflasyonda yükseliş eğilimi, emtia fiyatları ve iç talep kaynaklı devam ettikten sonra, 2Ç24'te kurda öne çıkan dengelenme ve bazın desteğinde, enflasyonun ana eğilimi ılımlı yavaşladı. Devamında da parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin de katkısıyla, Haziran'dan itibaren yıllık enflasyonda baz etkisinin de desteğiyle sert düşüşler görüldü. Böylece, Mayıs'ta %75,45 ile tepe yaptıktan sonra, Kasım sonunda %47,09'a gerileyen yıllık TÜFE, önümüzdeki dönem için de düşüşün devam edebileceğine işaret eden bir tablo ortaya koyuyor. Özellikle, hizmet enflasyonundaki gerileme ve iyileşen enflasyon beklentileri katılıkları azaltmada etkili oluyor. Dolayısıyla, önümüzdeki dönem için de dezenflasyon sürecini destekleyici unsur olarak öne çıkıyor. Bu çerçevede, 2024 enflasyon tahminimiz %45,5 seviyesinde bulunuyor.

2025 yılının ise, dezenflasyon sürecinin, baz

etkisinin ötesinde, sürdürülebilir ve orta vadeli hedeflere uyum sağlamasında sergileyeceği gelişim önemli olacak. Yılın ilk yarısında, güçlü baz etkisi, yıllık enflasyonun düşüşünü sürdürmesinde belirleyici olacaktır. Ancak, ikinci yarıdan itibaren enflasyonda düşüşün kalıcılık göstermesini ve yapışkan seviyelerin altına inerek orta vadeli hedeflere yakınsayabileceğini öngörüyoruz. Özellikle parasal duruşta beklenen gevşemenin enflasyon gelişimiyle uyumlu olmasına, kur istikrarı ve beklentilerdeki iyileşmenin sürmesi açısından önem atfediyoruz. Dezenflasyon sürecinin 2025'te arzu edilen düzeyde ilerleme kaydedeceği öngörüsünü 2025 sonu enflasyon beklentimiz %25 seviyesinde bulunuyor.

İç talepteki yavaşlamanın dezenflasyon sürecine desteğine, hizmet enflasyonundan gelen olumlu sinyallerin eşlik etmesine karşın, enflasyon dinamiklerindeki iyileşmenin henüz arzu edilen seviyeye ulaşmamış olması nedeniyle sıkı duruşun korunduğunu söyleyebiliriz. Bu yaklaşımın enflasyon eğiliminde kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülere yakınsayana kadar sürdürüleceğini düşünüyoruz.

Diğer taraftan küresel merkez bankalarının temkinli tondaki genişlemeci adımları, yurt içinde de faiz indirim sürecini gündemde tutuyor. Hizmet enflasyonundan gelen olumlu sinyallere karşın, dezenflasyonist patikayı desteklemek adına, yıl sonuna kadar politika faizinin %50'de korunacağını düşünüyoruz. Ancak, söz konusu unsurlar ve baz etkisine ek olarak, reel sektörü desteklemek adına, yıllık enflasyonda düşüşün hız kazanacağı 2025'in ilk aylarında faiz indirim sürecinin Ocak'ta 250 baz puan ile başlayacağını öngörüyoruz. Politika faizinin 2025 yıl sonunda da %27,5'e ineceğini tahmin ediyoruz.

Büyüme: Sürdürülebilir ve dengeli büyüme görünümü korunacak

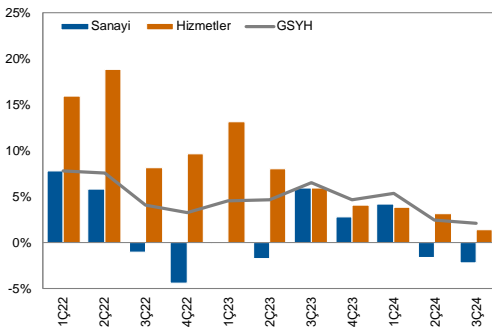
Büyüme cephesinde, 2Ç24'ten itibaren parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri sonucunda, yurt içi talep zayıfladı. Tüketimdeki gerilemeye karşın, yatırımlardaki inşaat kaynaklı artış ve ithalatlardaki belirgin yavaşlama, dengelenmede belirleyici oldu. Net dış talepten gelen ve 1Ç24'ten beri pozitif bölgede bulunan katkının, son çeyrekte de olumlu etkisini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, Türkiye ekonomisi sürdürülebilir ve dengeli büyüme kompozisyonu ile uyumlu görünüm sergiliyor.

İç talep bileşenlerinde, özel tüketim harcamaları ana unsur olarak öne çıkarken, kamu tüketimi ve toplam yatırım harcamaları negatif katkıda bulundu. 3Ç24'te negatif gelişiminde artış görülen stokların ise ekonomi politikalarının makro ekonomik ve finansal istikrar üzerinde olumlu etkilerinin kalıcı olmasıyla birlikte, büyümeyi destekleyici hale gelmesi beklenebilir.

Büyümenin ana taşıyıcısının hizmetler sektörü olduğunu gözlemliyoruz. Ancak hizmetlerin katkısının 3Ç24'te 0,34 puan ile Eylül 2020'den bu yana en düşük seviyede gerçekleştiğini belirtmek isteriz. Bayram tatillerinin etkisiyle 2Ç24'te negatif bölgeye geçen sanayinin katkısı 3Ç24'te de bu bölgedeki seyrini sürdürdü. Geçen yılın ilk yarısında küçülen tarım sektörünün ise, son verilere göre destekleyici tarafta kalmaya devam etmekte

birlikte, büyümeye katkısı güçlendi. Dezenflasyonist patikanın belirginleşmesiyle para politikasında temkinli gevşemenin beklendiği 2025'te, iç talebin büyümedeki katkısının artacağını, net dış talebin katkısının ise azalacağını tahmin ediyoruz. İhracat cephesinde, küresel büyümedeki aşağı yönlü risklerin öne çıkabileceğini düşünüyoruz. İthalatın da gelecek yıl büyümeye katkısı 'eksi'ye geçebilir. Ayrıca, faiz indirimlerinin hızı ve boyutu ile ilgili belirsizliklerin gündemde kalması, küresel büyüme üzerindeki aşağı yönlü risklerin net dış talebin katkısını sınırlayabileceği endişesini canlı tutmaktadır. Net iç talep tarafında, mali disiplin politikasına bağlı olarak, kamunun büyümeye katkısının bu yıla benzer şekilde sınırlı kalmasını öngörüyoruz. Bununla beraber, temkinli yürütülmesini beklediğimiz faiz indirim süreci, özel tüketim ve yatırım harcamalarının büyümeye katkısını artırabilir. 2Ç24'ten itibaren GSYH'de gözlenen ılımlı yavaşlama 3Ç24'te de devam etti. 1Ç25'te faiz indirim sürecinin başlayacağı yönündeki öngörümüze karşın, parasal aktarım mekanizmasının etkilerinin geçmiş sıkılaştırmacı hamleler nedeniyle, 2025'in ilk yarısının sonuna kadar sınırlı kalmasını bekliyoruz. Bu adımların yansımalarının daha çok 3Ç25'ten itibaren belirginleşeceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede bu yıl ve gelecek yıl için büyüme beklentilerimizi sırasıyla %3 ve %3,2 şekillendiriyoruz.

Hizmetler sektöründeki katkı devam ediyor



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Daha dengeli büyüme modeli

Harcamalar Yöntemiyle Hesaplanan GSYH'ye Katkılar				
(Yüzde puan)	2023	9A24	2024T	2025T
GSYH Büyüme Oranı (%)	5,1	3,2	3,0	3,2
Toplam tüketim	9,7	2,8	2,6	2,5
Özel	9,4	2,8	2,5	2,3
Kamu	0,3	0,1	0,1	0,2
Sabit sermaye yatırımı	2,0	0,7	0,6	0,9
Stok Değişimi	-3,5	-2,2	-1,9	-0,3
Net dış talep	-3,1	1,9	1,8	0,2
İhracat	-0,7	0,5	0,5	0,5
İthalat	-2,4	1,4	1,3	-0,3

Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Enflasyon: Kalıcı fiyat istikrarına ulaşma hedefi

Küresel cephede bu yıl, hem pandemi hem de jeopolitik gerilimlerden kaynaklı fiyat baskıları, baz etkisi ve parasal sıkılaştırmanın desteğinde azalış gösterdi. Ancak, enflasyon oranları hala yüksek sayılabilecek seviyelerde bulunuyor. Özellikle, çekirdek enflasyon ve hizmet enflasyonunda orta vadeli hedeflere ulaşma konusunda risk yaratan yapışkan görünümün öne çıktığı söylenebilir.

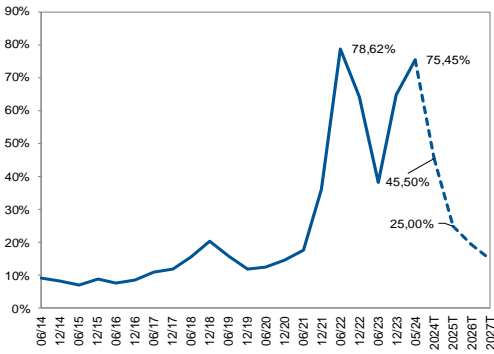
Yurt içinde ise 1Ç24'te hem emtia fiyatları hem de iç talep kaynaklı olarak enflasyonda yükseliş eğilimi devam ettikten sonra, 2Ç24'te kurda öne çıkan dengelenme ve baz etkisinin desteğinde, enflasyonun ana eğilimi ılımlı da olsa yavaşladı. Devamında da parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin de etkisiyle, Haziran'dan itibaren yıllık enflasyonda baz etkisinin de desteğiyle sert düşüşler görüldü.

Mayıs ayında %75,45 ile tepe yapan TÜFE yıllık enflasyonu, Kasım sonunda %47,09 ile Temmuz 2023'ten bu yana en düşük seviyesine geriledi. Kasım'da aylık bazda en çok artış gösteren grup %5,10 ile gıda ve alkolsüz içecekler grubu oldu. Ancak son iki aydır yüksek seyreden gıda enflasyonuna rağmen, yıl içi zirve seviyelerine göre mal enflasyonu Mayıs 2024'teki %67,58'den %39,1'e inerken; hizmet enflasyonu Nisan 2024'teki %96,99'dan %67,9'a gerilemiş durumda.

Gıda fiyatlarında süregelen yüksek seyre karşın, hizmet enflasyonundaki olumlu sinyallere dikkat çekmek isteriz. Hizmet enflasyonundaki gerileme ve iyileşen enflasyon beklentileri katılıkları azaltmada etkili oluyor. Dolayısıyla, önümüzdeki dönem için de dezenflasyon sürecini destekleyici unsur olarak öne çıkıyor. Bu çerçevede, 2024 TÜFE tahminimiz %45,5 seviyesinde bulunuyor.

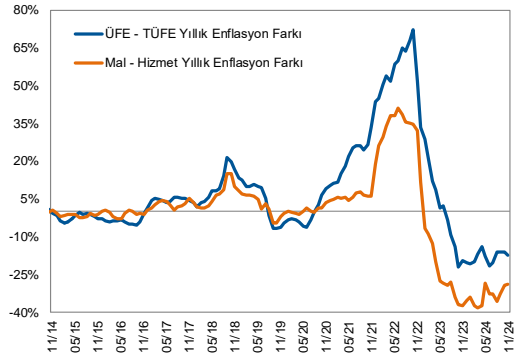
Öte yandan, öncü göstergeler iç talepteki yavaşlamanın henüz arzu edilen seviyede olmasa da başladığına ve ivme kazandığına işaret ediyor. Kurdaki sakin seyir de, maliyet baskılarını ve fiyatlama davranışlarını etkileyerek dezenflasyon sürecine katkı sağlayacaktır. 2025'te dezenflasyon sürecinin, baz etkisinin ötesinde, sürdürülebilir ve orta vadeli hedeflerle uyumlu görünümüne geçmesinde sergileyeceği gelişim kritik olacak. Yılın ilk yarısında, güçlü baz etkisinin, yıllık enflasyonun düşüşünü sürdürmesinde belirleyici olacağını ve yıllık TÜFE'nin %40'lardan %30'ların altına gerileyebileceğini düşünüyoruz. Ancak, ikinci yarıdan itibaren enflasyonda düşüşün kalıcılık göstermesini ve yapışkan seviyelerin altına inerek orta vadeli hedeflere yakınsayabileceğini öngörüyoruz. Dezenflasyon sürecinin 2025'te arzu edilen düzeyde ilerleme kaydedeceği öngörüsüyle 2025 sonu enflasyon beklentimiz %25 seviyesinde bulunuyor.

Haziran itibarıyla yıllık enflasyonda gerileme



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Hizmet enflasyonunda öne çıkan olumlu sinyaller



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Para Politikası: Dezenflasyon patikası ışığında parasal tarafta destekleyici yöne geçiş

Enflasyonla mücadele çerçevesinde para politikasında sıkılaştırmanın sürdürüldüğü 2024 yılında, ilk çeyrekte yapılan 750 baz puanlık artırımla %50'ye yükseltilen politika faizi, sekiz aydır bu seviyede tutuluyor.

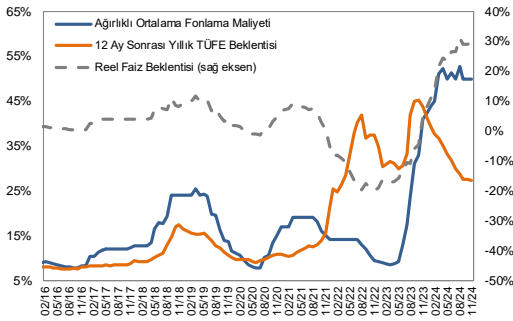
Bu süreçte TCMB faiz artırımına ek olarak, seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararlarını da uygulamaya koyarak parasal aktarım mekanizmasını ilave makroihtiyati adımlarla destekledi. Bununla beraber, likidite koşullarını yakından izleyerek sterilizasyon araçlarını etkili şekilde kullanmaya devam ederken, sadeleştirme süreci de yürütüldü. Bu çerçevede atılan politika adımlarıyla, KKM'den çıkış süreci hızlanarak devam etti. Yıl başından beri KKM'de 54,6 milyar dolara yakın çözülme gerçekleşirken; YP mevduatı da 12,4 milyar dolar azalışa işaret ediyor. Para politikasına duyulan güvenle, toplam mevduat içinde TL mevduat payı geçen yılın sonuna göre 4,2 puanlık artışla %65,4'e yükselmiş görünüyor.

Para politikası tarafında; iç talepteki yavaşlamanın dezenflasyon sürecine desteğine, hizmet enflasyonundan gelen olumlu sinyallerin eşlik etmesine karşın, enflasyon dinamiklerindeki iyileşmenin henüz arzu edilen seviyeye ulaşmamış olması nedeniyle sıkı duruşun korunduğunu söyleyebiliriz. Bu yaklaşımın enflasyon eğiliminde kalıcı bir düşüş sağlanana ve

enflasyon beklentileri öngörülere yakınsayana kadar sürdürüleceğini düşünüyoruz.

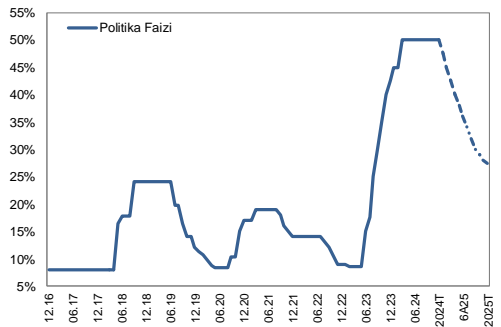
Diğer taraftan küresel merkez bankalarının enflasyon mücadelesinin büyümedeki yansımaları nedeniyle temkinli tonda genişlemeci adımları, yurt içinde de politika faizinde indirim sürecini gündemde tutmaktadır. Para politikasındaki sıkı duruş, yurt içi talepte dengeleme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde iyileşme ile aylık enflasyonun ana eğilimini düşürecek ve dezenflasyon sürecini güçlendirecektir. Hizmet enflasyonundan gelen olumlu sinyallere karşın, dezenflasyonist patikayı desteklemek adına, yıl sonuna kadar politika faizinin %50'de korunacağını düşünüyoruz. Ancak, söz konusu unsurlar ve baz etkisine ek olarak, reel sektör aktivitesini desteklemek adına, yıllık enflasyonda düşüşün tekrar hız kazanmasını beklediğimiz 2025'in ilk aylarında faiz indirim sürecinin başlayacağını tahmin ediyoruz. Ocak'ta 250 baz puan ile başlayacağını öngördüğümüz sürecin, yılın ilk yarısında göreceli yüklü adımlarla, ikinci yarıda ise daha ölçülü adımlarla gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Politika faizinin 2025 yılsonunda da %27,5'e ineceğini tahmin ediyoruz. Ancak, enflasyon gelişmelerinin politika faizinde öngörülen gevşemede kritik rolü olduğunun da altını çizmek isteriz.

Enflasyon beklentilerinde düşüş



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Politika faizinde indirim süreci yakın



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Makroekonomik Tahminler

Makro Ekonomik Göstergelere İlişkin Tahminler							
	2023	Orta Vadeli Program			HLY Araştırma		
		2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)	64,8%	41,5%	17,5%	9,7%	45,5%	25,0%	19,5%
Çekirdek Enflasyon (dönem sonu)	70,6%				46,5%	30,0%	24,0%
GSYH (Milyar TL)	26.546	44.218	61.540	72.915	44.157	62.659	81.457
GSYH (Milyar \$)	1.130	1.331	1.465	1.642	1.343	1.534	1.719
GSYH Büyüme	5,1%	3,5%	4,0%	4,5%	3,0%	3,2%	4,0%
Cari Denge (Milyar \$)	-45,0	-22,0	-28,6	-25,6	-22,5	-27,5	-24,5
İhracat (Milyar \$)	255,6	264,0	279,6	296,1	262,5	275,0	290,0
İthalat (Milyar \$)	362,0	345,0	369,0	390,6	347,5	367,5	387,0
Cari Denge / GSYH	-4,0%	-1,7%	-2,0%	-1,6%	-1,7%	-1,8%	-1,4%
Politika Faizi (dönem sonu)	42,5%				50,0%	27,5%	22,0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (dönem sonu)	25,1%				30,4%	25,0%	22,0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (ort)	18,1%				28,3%	26,3%	23,5%
USD/TRY (dönem sonu)	29,44				35,40	46,10	48,75
USD/TRY (ortalama)	23,49	33,22	42,01	44,41	32,89	40,85	47,40
Bütçe açığı / GSYH	-5,2%	-4,9%	-3,1%	-2,8%	-4,9%	-3,5%	-3,0%
Faiz dışı fazla / GSYH	-2,7%	-1,9%	0,03%	0,3%	-2,1%	-0,5%	-0,2%

Kaynak: Orta Vadeli Program, HLY Araştırma

Makro Ekonomik Göstergelere İlişkin Tahminler			
	2023	TCMB	
		2024T	2025T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)	64,8%	42%-46%	16%-26%
Gıda Fiyat Enflasyonu (dönem sonu)	72,0%	41,8%	22,5%
Petrol Fiyatları (ortalama, \$)	82,5	81,1	78,8
İthalat Fiyatları (ortalama, \$)		0,8%	2,8%

Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu HLY Araştırma

BIST Strateji 2025: 'Faiz indirimleri ve yeni ekonomik döngü temasının desteğinde pozitif ayrışma'

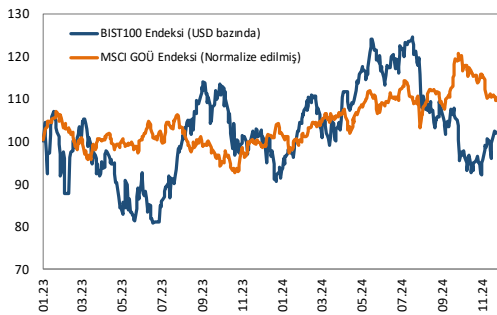
Global ekonomilerin 2024 yılında ana gündem başlıkları; enflasyon ve küresel merkez bankalarının enflasyonla mücadele kapsamında attıkları sıkılaştırıcı adımların büyüme üzerindeki yansımalarına ek olarak jeopolitik gelişmeler olarak öne çıktı. Özellikle, stagflasyon risklerinin gölgesinde; Fed, ECB ve BoE başta olmak üzere merkez bankalarının sıkılaştırma döngüsünü ne zaman sonlandıracaklarına ilişkin mesajlar piyasaların yakından takip ettiği konular arasında yer aldı. Hizmet fiyatlarındaki katılık genel olarak enflasyon risklerinin gündemde kalmasına neden olurken, önde gelen ekonomiler arasındaki enflasyon ve büyüme farklılıkları merkez bankalarının politika ayrışmalarını da beraberinde getirdi. ABD ekonomisi özelinde de 2024 yılı, Fed'in enflasyonla mücadelesinin yansımalarıyla züçleştiği bir dönemdi. Ancak, bu dönemde sıkı para politikasının büyümede yarattığı baskının, dengeleyici likidite politikası ve destekleyici mali duruş sayesinde ılımlı kaldığını da eklemek gerekir. 2025 ise, Fed'in Trump hükümetinin korumacı ekonomi politikalarının etkilerini yönetmeye ek olarak, istihdam ve büyümeyi destekleyen ancak enflasyon mücadelesini bozmayacak para politikası kombinasyonunu oluşturmaya çalışacağı bir yıl olacaktır.

2024 yılını, ekonomik dengesizliklerle mücadelede uygulanan politika hamlelerinin

gecikmeli etkilerinin görüldüğü bir dönem olarak geride bırakırken; 2025 yılını ise, reel ekonomiyi desteklerken fiyat baskılarını kontrol altında tutmayı amaçlayan politikalar bütünüünün benimseneceği bir dönem olarak öngörüyoruz. İçeride destekleyici para politikasının, yeni ekonomi yönetimiyle politikaların daha rasyonel zemine geçirilmesi anlayışında sıkılaştırma duruşuna geçtiği ve bunun da ekonomik dinamiklerde yeni bir dengeleme başlattığı bir süreci geride bırakıyoruz. Yurt içinde ve küresel cephede ortak ekonomik öncelik olan enflasyonun orta vadeli hedeflere çekilme çabasının, içeride makro-finansal istikrar ve daha dengeli büyüme çerçevesinde gerçekleştirilmesini bekliyoruz.

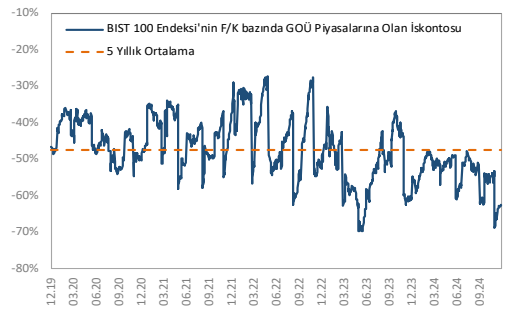
Mayıs 2023 seçimlerini takiben, ağırlıklı olarak carry trade fırsatını değerlendirmek üzere TL varlıklara ilgi gösteren yabancı yatırımcılar tarafından, başta banka ve holdingler olmak üzere hisse senedi cephesinde de, ekonomideki yeni normale dönüş hikayesinin satın alındığı ve Mayıs sonu itibarıyla de "sat ve uygulanan politikanın sonuçlarını görmeyi bekle" moduna geçildiğini takip ettik. Bununla beraber, yurt içi talepte yavaşlama sinyallerinin artması ve şirket karlarına dair beklentilerin zayıflaması da piyasalardaki satış baskısının derinleşmesinde etkili olan unsurlar oldu. Buna karşın 2024'ün, BIST tarafında tarihi

BIST100 endeksi son dönemde GOÜ'lere göre negatif ayrıştı



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

BIST100 Endeksi GOÜ'lere göre hala F/K bazında %62,5 iskontolu



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

zirvenin de görüldüğü bir yıl olduğunu vurgulamak isteriz. BIST-100 yılbaşından bu yana TL bazında %33 artarken, dolar bazında %13,26 değer kazandı. (05.12.2024 kapanışı itibarıyla). BIST açısından bir sonraki ekonomik döngünün fiyatlanmasına ilişkin zamanlamanın önem taşıdığını düşünüyoruz. Kontrol altına alınmış enflasyona ek olarak, daha dengeli ve istikrarlı bir büyüme olarak bileşenlerini sıraladığımız yeni ekonomik döngünün, düşen enflasyon paralelinde artan faiz indirim beklentileri ve devamında gelecek genişlemeci parasal adımların başlatılacağını düşünüyoruz. Enflasyonda kalıcı düşüş görülmesi halinde belirginleşeceğini düşündüğümüz güven ortamının özellikle yurt dışı yerleşiklerin yatırım talebini artırarak piyasada yükseliş trendini tetikleyebileceğini düşünüyoruz.

Mali Eylem Görev Gücü (FATF), Ekim 2021'den itibaren gri listede bulunan Türkiye'yi, ülkenin stratejik eksikliklerini giderdiğini duyurarak 28 Haziran itibarıyla ilgili listeden çıkardığını duyurmuştu. Gri listeden çıkan Türkiye'nin, kredi derecelendirme kuruluşlarından aldığı olumlu geri bildirimleri, uzun vadede daha iyi kredi notlarına ulaşılması yolunda önemli adımlar olarak değerlendiriyoruz. Mali görünüm ve döviz rezervlerindeki olumlu seyre bağlı olarak not artışlarını da yükselişi destekleyici ek unsurlar olarak görüyoruz. Olası not artışlarıyla birlikte CDS faizinin 200 -

220 baz puan aralığına gerilemesinin risk iştahını olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.

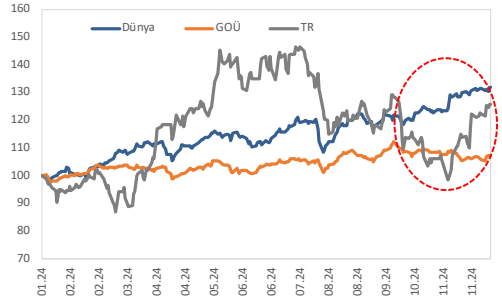
Öte yandan, Trump'ın seçilmesini küresel risk iştahı açısından pozitif görmekle birlikte, Başkan Trump'ın vergi indirimleri ve korumacı politikalarının şirket karlıklarına somut bir destek sağlayabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hızlanacağı ve daha fazla vergi indiriminin geleceği veya mevcut olanların uzatılacağı yönündeki beklentiler de hisse senedi piyasaları için pozitif bir katalist olarak öne çıkıyor. Ancak yüksek tarifeler ve başkanlığı altındaki olası bir küresel ticaret savaşının görülmesinin daha fazla belirsizliğe ve enflasyonun yeniden canlanmasına neden olabileceğinin de altını çizmek isteriz. Diğer yandan, Trump başkanlığında özellikle yürütme emirleri aracılığıyla gelebilecek deregülasyonlardan da başta bölgesel bankalar olmak üzere finans kuruluşlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. 2023'te yaşanan bölgesel bankacılık krizi sonrası gelen regülasyonların hafifletilmesinin kısa vadede pek mümkün görünmemesine karşın, başta Fed'in faiz indirim patikası olmak üzere, pozitif makroekonomik verilerin de desteğinde, finansal sektörün fayda görmesini bekleriz. Sonuç olarak; 47. ABD başkanının politika önceliklerinin muhtemel makro yansımaları ile ilgili soru işaretlerinin bir süre

CDS'lerde düşüş



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

XBANK'ta son dönemde MSCI GOÜ Banka endeksine göre olumlu ayrışma



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

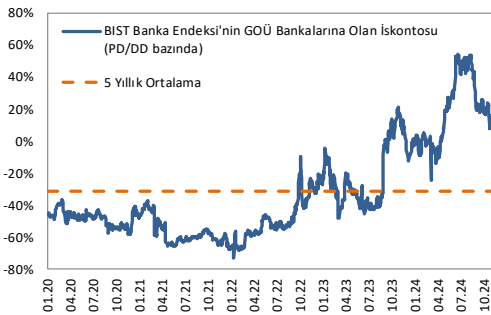
daha varlığını koruyacağını öngörmekle beraber, bazı spesifik alanlarda görünümün daha net olacağını düşünüyoruz.

Yaz döneminde yaşanan keskin düşüşe rağmen Türkiye, gelişmekte olan ülkeler arasında güçlü fırsatlar sundu. BIST100 endeksi dolar bazında, MSCI GOÜ endeksine göre yılbaşından bu yana %2,6 oranında pozitif seyir izlerken; BIST100 Endeksi 5,2x cari F/K ile GOÜ'lere göre %62,5 iskontolu işlem görüyor. MSCI gelişmiş ülke borsaları endeksi yılbaşından bu yana %21,5, gelişen ülke endeksi %10,6 yükseliş kaydetti.

BIST Banka Endeksi de GOÜ Bankalarına göre F/K bazında %24,4 iskontolu işlem görüyor. Son 5 yıllık ortalamasına baktığımızda ise %54 iskontoya işaret ediyor. BIST Banka Endeksi ise 1,3x PD/DD ile MSCI GOÜ Banka PD/DD çarpanına göre %28 primli işlem görürken, 5 yıllık ortalamasına göre ise %31,2 iskontolu işlem görüyor.

Küresel cephede öne çıkan politik gelişmelerin hisse senedi piyasalarındaki olumlu yansımalarının BIST cephesinde de etkilerinin görüleceğini düşünüyoruz. Özellikle Başkan Trump'ın piyasa dostu hamlelerinin küresel risk iştahı üzerindeki yansımalarının döngüsel temaya sahip sanayi ve finansal sektör hisselerini pozitif etkileyeceğini öngörüyoruz.

XBANK PD/DD bazında 5 yıllık ortalamasının üzerinde

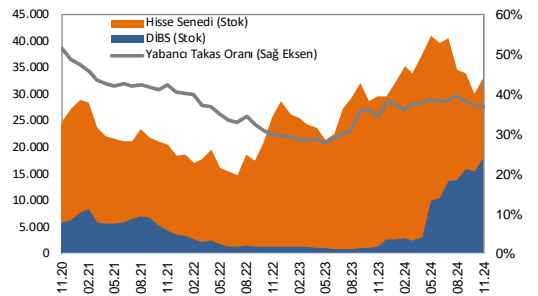


Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Enflasyonla mücadelenin kararlılıkla sürdürüldüğü, ülke risk priminin gerilediği, TL'nin reel olarak değerlendirildiği, ülke kredi not artırımı potansiyelinin korunduğu mevcut süreçte hisse senetleri piyasasının uzun vade açısından fırsat barındırdığını düşünüyoruz. Para politikası kanalı etkinliğinin artırılması ve mali disiplinin desteklenmesi yönünde atılan adımları, makroekonomik ve finansal istikrar açısından olumlu gelişmeler olarak görüyoruz. Ek olarak, açığa satış yasağının BIST 50 endeksinde yer alan pay piyasaları ile sınırlı olarak kaldırılmasını da destekleyici unsur olarak görüyoruz. BIST 100 endeksinde yabancı takas oranı son durumda %37 seviyesinde bulunuyor. Diğer yandan 2024'te DİBS tarafında 16,4 milyar dolar para girişi yaşanırken, hisse senedi tarafında 2,58 milyar dolar para çıkışı yaşandı. Ekonomi yönetiminin yurt dışındaki fon yöneticileri ve şirket yetkilileri ile görüşmelerini de, ülkeye yabancı sermaye girişi açısından olumlu gelişmeler olarak değerlendiriyoruz.

Özetle, Borsa İstanbul'da hisse seçiminde, iç makro ekonomik unsurlar ve küresel dinamiklere göre relatif gelişimin ana belirleyici olacağını ve sektör/hisse seçiminin önemini koruyacağını düşünüyoruz. Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin model güncellemeleri sonrası 12 aylık BIST-100 endeks hedefimizi %43 getiri potansiyeli ile 14.200 olarak belirliyoruz.

Tahvil piyasalarında artış eğilimi



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

HLY Model Portföy

2024 görünümüne ilişkin belirlediğimiz temalar doğrultusunda yıl başında oluşturduğumuz HLY Model Portföyümüz bugüne kadar BIST'e relatif %10,51 pozitif getiri sağladı.

2024'te yurt içi zayıf talep, TL'nin reel olarak değer kazanması ve yüksek reel faizlerin şirketlerin faaliyet performansını ve karlılıkları üzerinde baskı oluşturduğunu takip ettik. İhracatçı ve turizm sektöründeki şirketler, TL'deki değer kaybına karşı daha yüksek maliyet enflasyonu nedeniyle baskı altında kaldı. Ayrıca, bankalar ve finansallarını döviz bazlı açıklayanların dışında kalan şirketlerin ise enflasyon muhasebesi uygulamasına geçilmesiyle marjlarının baskı kaldığını takip ettik.

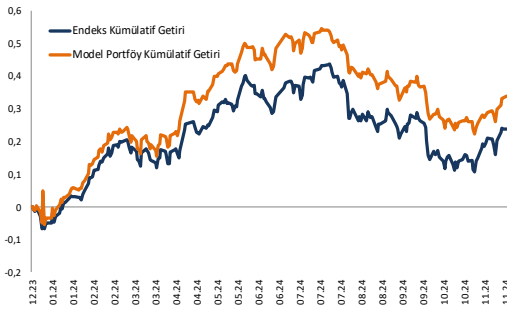
Enflasyon muhasebesinin 2024 yılından itibaren uygulanmasının, analist tahminlerinde bir karışıklığa yol açtığını belirtmek gerekir. Aynı zamanda bankalar ve fonksiyonel para birimi döviz olan şirketlerin enflasyon muhasebesine tabi olmadığından piyasa karlarının karşılaştırılabilir olmadığına da çizmek isteriz.

2025 yılına ilişkin olarak ise, enflasyondaki kalıcı düşüşle birlikte güvenin artması durumunda, özellikle yurt dışı yerleşiklerin artan risk iştahı paralelinde, olumlu görünümün etkili olmasını bekleriz.

Dezenflasyon sürecinin belirginleşmesiyle, 2025 yılına faiz indirim süreci ile başlangıç yapılacağını öngörüyoruz. Faiz indirimlerinin başlamasıyla birlikte, Türkiye gibi sağlam dengelere sahip gelişmekte olan ülke piyasalarına güçlü bir sermaye akışının yaşanacağını öngörüyoruz. Dolayısıyla, bu süreçte özellikle faize duyarlı sektörlerde sermaye hareketlerinin görüleceğini düşünüyoruz. Borçsuz finansal yapıya sahip ya da yatırım döngüsünü büyük oranda tamamlamış, nakit yapısı kuvvetli, düzenli gelir üretimi ve karlılık yaratmakta güçlük çekmeyen, iskontolu ve güçlü büyüme hikayesine sahip şirketlerin bu dönemde önemli bir ivme kazanacağını düşünüyoruz.

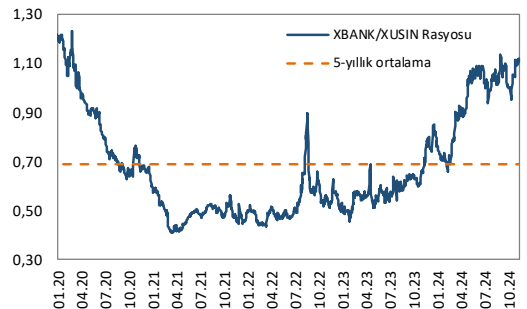
2025 yılı için oluşturduğumuz Model Portföyümüzde, bankacılık sektörüne %20 ağırlık verirken (%10-GARAN, %10-TSKB); banka dışında diğer şirket hisselerine de eşit ağırlık vermeyi tercih ediyoruz. Dolar bazında BIST Bankacılık endeksi yılbaşından bu yana %42 değer kazanırken (MSCI GOÜ banka endeksi %7,1 değer kazandı), BIST sanayi endeksi %2,9 düşüşle daha zayıf performans gösterdi (MSCI GOÜ sanayi endeksi %2,9 artış gösterdi). XBANK/XUSIN rasyosu da, geçen yıl sonundaki 0,76 seviyesinden son verilerde 1,11'e yükselirken, hala 5 yıllık ortalaması olan 0,69'un da üzerinde bulunuyor.

Model Portföy Kümülatif Performans



Kaynak: HLY Araştırma

XBANK/XUSIN rasyosu 5 yıllık ortalamasının oldukça üzerinde



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

HLY Model Portföy

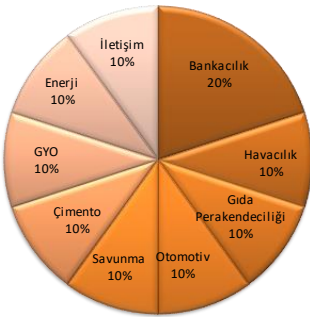
2025 yılı Model Portföyümüzde bankacılık sektörüne %20 ağırlık veriyoruz. Bankacılık sektörü özelinde, faiz indirim döngüsüne geçişe paralel olarak kredi-mevduat getiri makasının toparlanma kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede net faiz marjının 2025'te yaklaşık 300 baz puan artacağını öngörüyoruz. Bankacılık sektöründe, 2025 yılında devreye alınması beklenen enflasyon muhasebesine geçiş uygulamasından vazgeçilmiş olmasını da sektörel göstergeler açısından destekleyici unsur olarak görüyoruz.

Finans dışı şirket seçimlerimizde ise; faize duyarlı sektörler başta olmak üzere GYO, çimento, iletişim, savunma, havacılık, gıda perakendeciliği, enerji ve otomotiv sektörlerinin güçlü görünüm sergileyeceklerini düşünüyoruz.

GYO sektörünün, 2025 yılı özelinde, globaldeki yavaşlamaya karşın, yurt içinde faiz indirim sürecinin önemli desteğiyle konut sektöründe talebin canlanabileceğini ve kentsel dönüşüm projelerinin de hız kazanmasıyla olumlu ayrışmanın etkili olabileceğini düşünüyoruz. Çimento sektöründe, proaktif maliyet optimizasyonları şirketlerin marj artışında kilit rol oynarken, 2025 yılı özelinde de azalan enerji ve yakıt fiyatlarından fayda sağlanacağını düşünüyoruz. Havacılık sektöründe, yolcu talebi ve kargo

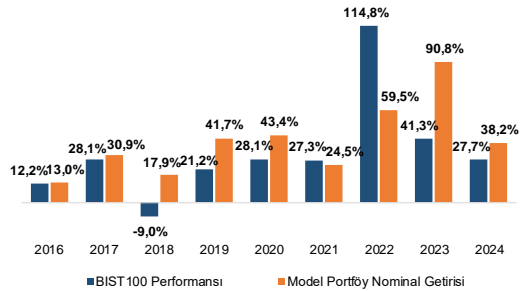
faaliyetlerindeki güçlü seyrin desteği ve düşük akaryakıt fiyatlarının maliyet baskısını azaltmasıyla dengeli ve sürdürülebilir büyüme görünümünü devam ettireceğini tahmin ediyoruz. Gıda Perakendeciliği sektörü hisselerinin, kur riski taşımayan defansif bilanço yapıları ve nakit olarak güçlü konumda olmaları nedeniyle, 2025 yılında korunaklı tarafta kalmaya devam edeceklerini düşünüyoruz. İletişim sektörü tarafında, operatörlerin ürün karmaları ve paket satışları ışığında reel bazda ARPU büyümesi elde etmeleri ve maliyet verimliliği hedefli yatırımların operasyonel karlılığın güçlü seyretmesini sağlayacağını düşünüyoruz. Savunma sanayi sektörünün, jeopolitik gerilimlerin öne çıktığı mevcut ortamda, oyun değiştirici temalarla etki alanının genişlemesine ek olarak, güçlenen ihracat performansı ile ön planda kalacağını öngörüyoruz. Enerji sektörü tarafında ise, arz güvenliğinin ön plana çıkmasıyla birlikte yenilebilir enerji kaynaklarına yönelik artan teşvikler ve elektrikli araçların kullanımının yaygınlaşmasıyla sektörün ön planda kalabileceğini düşünüyoruz. Otomotiv sektörü ise ihracat pazarlarındaki ekonomik aktivitedeki iyileşme sonrasında artış göstermesini beklediğimiz ihracat gelirleri ile yurt içinde öngörülerimiz doğrultusunda faiz indirimiyle birlikte hem filo hem de hanehalkı talebinin canlanmasıyla yüksek büyüme kaydedeceğini düşünüyoruz.

2025 yılı Model Portföy sektörel dağılımı



Kaynak:HLY Araştırma

Model Portföy geçmiş yıl performansları



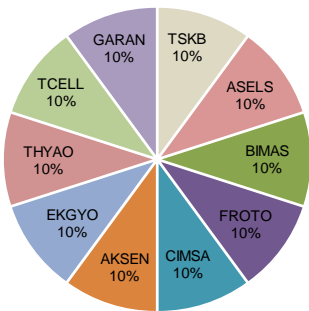
Kaynak:HLY Araştırma

HLY Model Portföy

Model Portföyümüzde öne çıkardığımız şirketlere geçecek olursak; bankacılık sektöründe, 2025'te güçlü bir marj artışının yanında genel olarak ana faaliyet gelirlerindeki güçlü büyüme grafiğinin korunacağını düşündüğümüz **Garanti Bankası (GARAN)** ve banka'nın yenilenebilir enerji ve döngüsel ekonomi alanlarında fonlama imkanının yüksek olması nedeniyle, önümüzdeki süreçte bu alanlardaki büyümeden fayda sağlayacağını düşündüğümüz **Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB)**; küresel talebin zayıf olduğu dönemlerde dahi marjlarını korumayı başaran şirketin, ihracatçı yapısı nedeniyle globalde faiz indirim döngüsünün başlamasıyla, rakiplerine göre olumlu ayrışacağını düşündüğümüz **Çimsa (CIMS)**; faiz indirim sürecinin de önemli desteğiyle, 2025'te inşaat aktivitesinde bir toparlanma beklentimiz ve hızlanan kentsel dönüşüm hareketi ile deprem bölgesinin yeniden inşası doğrultusunda iç talebin artacağını, bunun da satışlara katkı sağlayacağını öngördüğümüz **Emlak Konut GYO (EKGYO)**; 2025'te sektörden yüksek benzer mağaza satış büyümesi ve m² artışı ile rakiplerine kıyasla en güçlü marjları kaydedeceğini öngördüğümüz **Bim (BIMAS)**; artan rekabet ortamına karşın yeni stratejilerle pozitif seyrini sürdüreceğini öngördüğümüz **ARPU-TÜFE** makasına ek olarak, şirketin enerji ilintili çalışmalarının operasyonel karlılığı destekleyeceği

beklentisiyle **Turkcell (TCELL)**; oyun değiştirici projelerin bakiye siparişler cephesindeki katkısında ek olarak, artan ihracat payının karlılıktaki yansımalarıyla ön planda kalacağını öngördüğümüz **Aselsan (ASELS)**; kapasite büyümesinin devamı, yolcu talebindeki pozitif seyir ve maliyet baskısının azalması ile marjlarda daha olumlu görünümün etkili olacağını düşündüğümüz **Türk Hava Yolları (THYAO)**; yurt dışında sahip olduğu yüksek kurulu gücü ve döviz garantili kapasite ödemelerinin yanı sıra, 2025'te devreye girmesi beklenen ilave kurulu güçlerin de katkısıyla güçlü finansallar kaydetmesini beklediğimiz **Aksa Enerji (AKSEN)**; Romanya Fabrikasının artan katkısı ile Volkswagen Markası adına gerçekleştirilecek olan üretimin ihracat adetlerinde yaratacağı hacimsel katkının operasyonel karlılık tarafına olumlu yansımaları beklediğimiz **Ford Otosan (FROTO)** ön plana çıkıyor.

2025 yılı Model Portföy hisse dağılımı



Kaynak: HLY Araştırma

2025 yılı Model Portföy hedef fiyatlar

	Piyasa Değeri (mn TL)	Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
GARAN	522.480	124,40	167,55	35%
TSKB	34.972	12,49	17,60	41%
THYAO	405.030	293,50	428,00	46%
BIMAS	310.279	511,00	774,80	52%
TCELL	202.730	92,15	164,34	78%
ASELS	323.760	71,00	109,78	55%
EKGYO	50.844	13,38	18,20	36%
CIMS	39.147	41,40	58,35	41%
FROTO	348.629	994	1.520	53%
AKSEN	44.075	35,94	55,20	54%

Kaynak: HLY Araştırma

Bankacılık Sektörü: 'Faiz indirim döngüsünün desteğiyle marjlarda kademeli toparlanma'

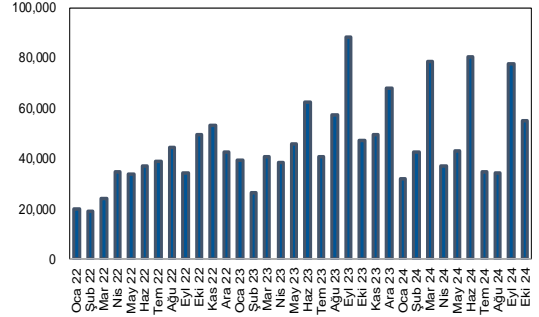
Bankacılık sektörünün, 2024'te azalan net faiz marjlarıyla birlikte karlılıklarının gerilediğini takip ediyoruz. TCMB'nin yılın ilk aylarındaki sıkılaştırıcı adımları sonrasında artan fonlama maliyetleri, kredi büyümesi üzerindeki kısıtlamalar, zorunlu karşılıkların yüksek seyri, kredi-mevduat makasında gerilemeye neden olarak karlılığı baskıladı. On aylık kümülatif verilere göre, sektörün net karı, yıllık bazda %6,1'lik artışla 515,6 mlr TL'ye ulaştı. 1Y24'te net karda yıllık bazda %24,3 büyüme görülürken, üçüncü çeyrekle birlikte karlılıkların gerilediğini ve Temmuz-Ekim döneminde %13,66 azalış kaydedildiğini belirtebiliriz. Öte yandan, yılın ilk yarısında ortalama %2,43 seviyesinde bulunan kredi mevduat makası, Temmuz-Ekim döneminde ortalama %5,69'a ulaşarak ilk yarıya göre daha güçlü bir görünüm sergiledi.

Zorunlu karşılık oranlarının Eylül sonunda kısa vadeli TL mevduatta %15'e, uzun vadeli TL mevduatta %10'a yükseltilmesi marjları olumsuz yönde etkilerken, aylık TL ve YP kredi büyümelerinin sırasıyla %2 ve %1,5 tavan uygulamasıyla sınırlandırılması da sektör karlılıklarını baskılayan gelişmeler arasında yer aldı.

Diğer taraftan, son dönemde KKM'deki düşüşün yarattığı likiditenin, fonlama maliyetlerine olumlu yansıdığını takip ediyoruz. Söz konusu iyileşmenin de desteğiyle, yılın kalan döneminde net faiz marjlarında sınırlı toparlanma bekliyoruz. Ek olarak, 2025'te faiz indirim döngüsünün desteğiyle, bankaların net faiz marjlarında kademeli de olsa, toparlanmanın görülebileceğini öngörüyoruz.

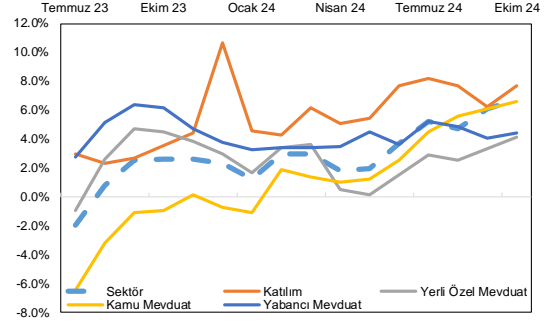
Yıl genelinde karlılık cephesinde zayıf görünüm sergileyen sektörün, 2025'te faiz indirim döngüsünün desteğiyle, olumlu performans kaydetmesini bekliyoruz. Net faiz marjı ve kredi-mevduat makasında öngördüğümüz iyileşme beklentimizin temelini oluşturuyor. Ayrıca, enflasyondaki gerilemeye ek olarak, krediler ve zorunlu karşılıklar tarafında destekleyici düzenlemelerin özkaynak karlılıklarını olumlu etkileyeceğini öngörüyoruz.

Karlılıkta dalgalı görünüm sürüyor



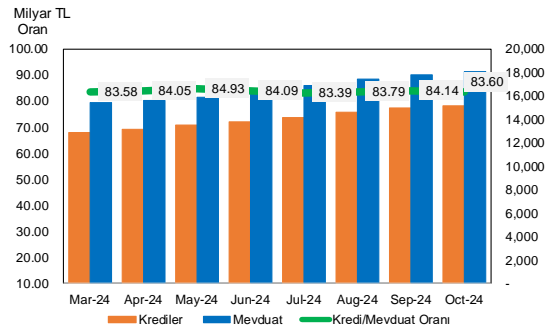
Kaynak: BDDK, HLY Araştırma

Kredi-Mevduat makasında sınırlı toparlanma



Kaynak: BDDK, HLY Araştırma

Kredi /mevduat oranında ılımlı gerileme



Kaynak: BDDK, HLY Araştırma

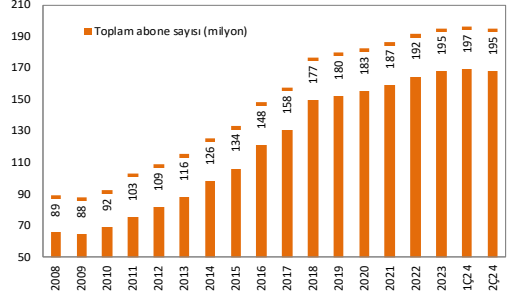
Telekomünikasyon Sektörü: 'Dijital dönüşümün desteğinde güçlü kalmaya devam edecek'

Salgın sonrası yeni normalde uzaktan çalışma ve online eğitimin günlük rutinlere dahil olmasıyla artan bağlantı ve ses hizmetleri ihtiyacının katkısıyla, telekom sektörü abone bazı artış eğilimini sürdürüyor. 2008-2023 döneminde, mobil ve sabit genişbant segmentleri öncülüğünde toplam telekom sektörü abone artışı yıllık olarak ortalama bazda %5 seviyesinde gerçekleşti. Operatörler özelinde yaptığımız tahminler doğrultusunda, 2025 yılında da sektörün abone artış eğilimini sürdüreceğini söyleyebiliriz. Ayrıca Haziran 2024 itibarıyla operatörler özelinde ortalama %1,8 seviyesinde gerçekleşen abone kaybı oranının düşük seyrini sürdürdüğünü de belirtmek isteriz.

Türkiye'deki yüksek teknoloji adaptasyonu ve tüketim eğiliminin beraberinde genç nüfus oranının Avrupa ülkelerine göre daha yüksek olması, data talebinin yüksek seviyelerini korumasında etkili olan en önemli unsurlar olarak öne çıkıyor. Salgın sonrası dönemde toplumda kanıksanan dijitalleşme sonucunda data kullanımı cephesinde güçlü seyrin devam edeceğini tahmin ediyoruz.

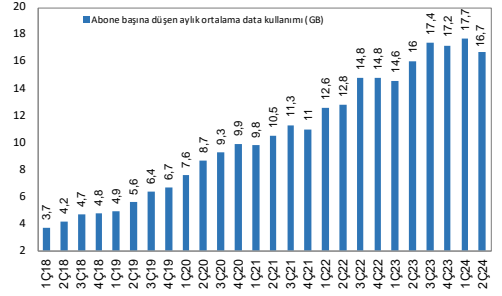
2024 yılında abone başına elde edilen ortalama gelir (ARPU) tarafında da, sektörel bazda Mayıs 2023'ten bu yana süregelen sıkı rekabet ortamı nedeniyle yapılan sınırlı fiyat revizyonları sonucunda reel ARPU artışlarının ılımlı seviyelerde gerçekleştiğini takip ettik. Enflasyonda dengelenmenin öngörüldüğü 2025 yılında ise fiyat baskılarının makul seviyelere gerilemesinin operatörlerin ürün karmaları ve paket satışları ışığında reel bazda ARPU büyümesi elde etmelerine imkan sağlayacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, telekom şirketlerinin operasyonel performanslarının güçlü seyretmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Abone sayısında artış devam edecek



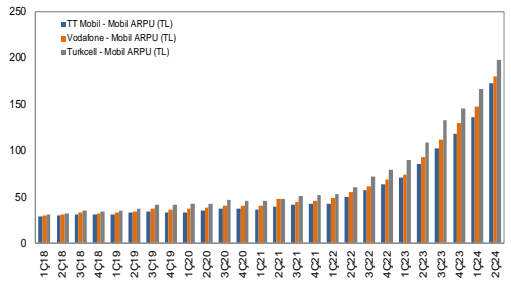
Kaynak: BTK, HLY Araştırma

Dijitalleşme data talebinde kritik bir parametre



Kaynak: BTK, HLY Araştırma

Güçlü ARPU telekom şirketleri için destekleyici



Kaynak: BTK, HLY Araştırma

Savunma Sektörü: 'Oyun değiştirici temalarla önemini koruyacak'

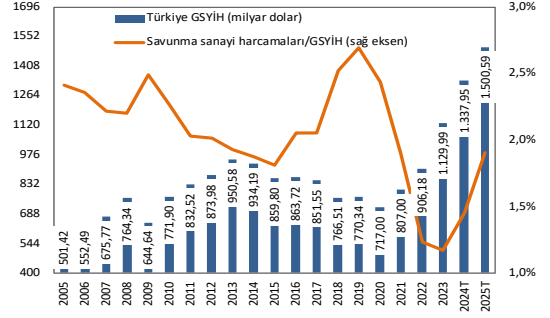
Bilginin teknoloji ve mühendislik altyapısı ile üretime dönüştüğü bir alan olan savunma sanayi, Türkiye için jeopolitik konumundan kaynaklı olarak kritik öneme sahip olan sektörler arasında ilk sıralarda yer alıyor. 2025'e ilişkin olarak, OVP (2025-2027) kapsamında, savunma ve güvenlikle ilgili işlerde sorumluluk üstlenen kurumlara tahsis edilen ödenek %88 artırılarak 1,35 trilyon TL olarak öngörüldü. Bu çerçevede savunma sanayi harcamalarının milli gelire oranının %1,5'ten %1,9'a yükselerek tekrar NATO hedefine yakınsayacağını tahmin ediyoruz.

Kasım 2024'te savunma sanayi ihracatı kümülatif olarak yıllık bazda %19 artışla 5,76 milyar dolara yükseldi. SSB öngörülleri sektörel ihracatın 2027 yılına kadar her yıl %10 artış kaydedeceğine işaret ediyor. Bu çerçevede 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 6,60 milyar dolar ve 7,26 milyar dolar seviyelerinde gerçekleşmesi beklenen sektörel ihracatın sektör cirosu içerisindeki payının %40 seviyesindeki seyrini sürdürmesi bekleniyor.

Türk savunma şirketleri, altyapılarını güçlendirmeleri ve küresel rekabet ortamına dahil olabilmeleri amacıyla Ar-Ge desteklerinin yanında, vergi teşvikleri ve üretim yatırımlarına ilişkin artan desteklerden de faydalanıyor. Kamu teşviklerinin beraberinde, kapsamlı stratejik hedefler içeren ve yerel savunma sanayinin gelişmesini sağlayan Sanayi Katılımı/Offset programları ile savunma sanayii şirketlerinin yetenek ve yetkinliklerinin artırılması doğrultusunda uluslararası pazarlarda pozisyonlarını güçlendirmeleri hedefleniyor.

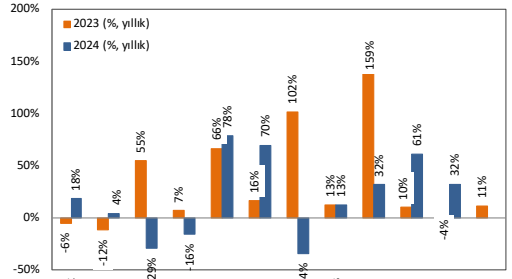
Ayrıca, jeopolitik gerilimlerin öne çıktığı mevcut ortamda, savunma sanayinin etki alanının genişlediğini de belirtmek gerekiyor. Özellikle, bu süreçte çalışmaların otonom, yapay zeka ve uzaktan komuta konularında yoğunlaşmasının, insansız ve uzaktan komutalı hava sistemleri alanında önemli gelişmeleri gündeme getireceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, siber güvenlik ve uzay teknolojileri cephesindeki çalışmaların da gündeme alınmasıyla savunma sanayi sektörünün 2025 yılında etki alanını genişleterek, güçlü performans sergileyeceğini öngörüyoruz.

Savunma sanayi harcamalarının artan payı



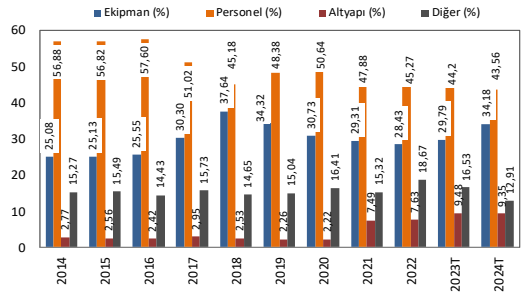
Kaynak: HLY Araştırma

Savunma sanayi ihracatında artış eğilimi



Kaynak: TIM, HLY Araştırma

Personel ve ekipman giderleri önemli kalemler



Kaynak: NATO, HLY Araştırma

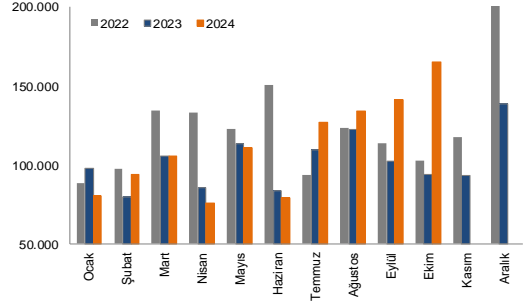
Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı – Orta Vadeli Program 2025-2027, 2024-2028 Savunma Sanayi Sektörel Strateji Dökümanı, SSB 2024 Yılı Performans Programı

GYO Sektörü: 'Faiz indirim sürecinin desteğiyle olumlu ayrışma'

2023 yılının ikinci yarısında uygulanmaya başlayan sıkı para politikası sonucu konut kredisi faiz oranlarının yükseldiğini ve konut kredisi kullanımının azaldığını takip ettik. Ekonomi yönetiminin enflasyonla mücadele amacıyla yurt içi talebi daraltan adımları yatırım amaçlı konut alımını da olumsuz etkiledi. Dolayısıyla, 2024'te iç talepteki yavaşlama ve para politikasındaki sıkı görünümün etkisiyle konut sektörü yılın ilk yarısında arz açısından zayıf bir tablo çizdi. Yılın ilk yarısında konut satışlarında %3,7 daralma görülürken, Temmuz ayından itibaren ise toparlanmanın etkili olduğunu ve Ekim ayı ile birlikte yıl içi en güçlü satış rakamlarının görüldüğünü takip ettik. 2024'ün on ayında yıllık %11,9 artışla 1.112.374 adet konut satıldı. Söz konusu dönemde ipotekli konut satışlarında yıllık %31,9 düşüş görülürken, satılan ipotekli konut sayısı 113.405 adete geriledi. Konut fiyatları, artan inşaat maliyetleri ve konut enflasyonu sebebiyle belirgin artış gösterirken, yeni konut satışlarının payı %32,2 ile sınırlı kaldı. 2024 yılı on aylık dönemde yabancıların konut talebi tarafında sert düşüşler görüldü. Yabancılar konut satışı yıllık %37,2 azalarak 19.218 adet seviyesine geriledi. TL'nin diğer para birimleri karşısında göreceli olarak dengeli seyretmesi yabancılar tarafında alımı sınırladı.

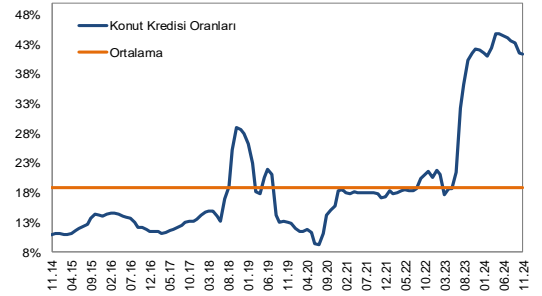
Sektörün 2025 yılı özelinde, globaldeki yavaşlamaya karşın, yurt içinde faiz indirim sürecinin önemli desteğiyle konut sektöründe talebin canlanabileceğini ve kentsel dönüşüm projelerinin de hız kazanmasıyla olumlu ayrışmanın etkili olabileceğini düşünüyoruz. Hızlanan kentsel dönüşüm hareketi ve deprem bölgesinin yeniden inşasının da katkısıyla, iç talebin artacağını, bunun da satışları destekleyeceği düşüncesindeyiz. Ayrıca, KDV'den muaf arsa satışları ve kentsel dönüşümü teşvik amacıyla ortaya çıkan kentsel dönüşüm yasasının TBMM'de kabul edilmesiyle birlikte konut inşaatlarının destekleneceğini ve faiz indirimlerinin de desteğiyle iç talebin 2025 boyunca yüksek kalabileceğini düşünüyoruz. Beklenen İstanbul depremi nedeniyle Marmara Bölgesi'nde kentsel dönüşüm hareketinin de hız kazanabileceğini öngörüyoruz.

Konut rakamlarında son dönemde toparlanma



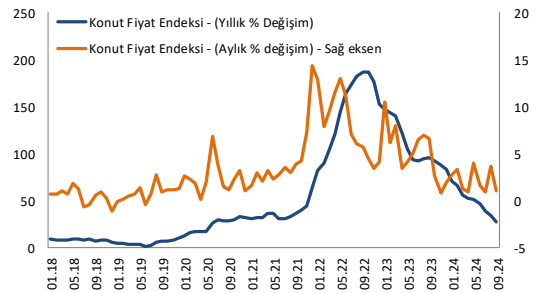
Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Konut kredisi faizlerinde hafif düşüş eğilimi



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Konut fiyatları bazın etkisiyle düşüş eğiliminde



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

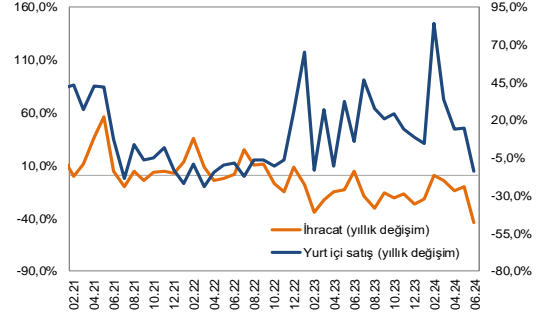
Çimento Sektörü: 'Maliyet optimizasyonu ve iç talebin desteğiyle güçlü büyüme'

Sektör, iç satış tarafında %19,1 büyüme, ihracat tarafında ise %18,8 daralma yaşadığı 2023'ün ardından 2024'e, deprem nedeniyle önceki yılın düşük baz etkisi doğrultusunda iç piyasada artış, ihracatta ise düşüş ile başladı. 2024'te sektörde iç talep tarafında, düşük baz etkisi kaynaklı, yıllık bazda artış kaydedilirken, ihracat tarafı ise zayıftı. 2024'ün ilk yarısında düşük baz etkisi nedeniyle iç satışlar yıllık bazda %17,2 artış kaydederken, toplam çimento üretimi %10,2 arttı. Sektörde ihracat tarafı İsrail'e yapılan ihracatın azalmasının da etkisiyle %17,6 düşüş gösterirken, 2024 yılı ilk yarısında üretilen çimentonun yaklaşık %16,2'si ihracata konu oldu. Yurt içinde düşük baz etkisinin ortadan kalkmasıyla birlikte çimento tüketimindeki artış hızının da yavaşladığını söyleyebiliriz. Haziran ayı ile birlikte iç satış tarafında düşük baz etkisinin ortadan kalkmasıyla, yıl içerisinde yıllık bazda %14,2 ile ilk düşüş kaydedilmiş oldu.

Ürünlere yapılan fiyat artışlarının enflasyonun altında kalmasıyla, sınırlı reel büyüme kaydedilirken, azalan elektrik ve yakıt maliyetleri ise marjları destekleyici tarafta yer aldı. Proaktif maliyet optimizasyonları şirketlerin marj artışında kilit rol oynarken, 2025 özelinde de azalan enerji ve yakıt fiyatlarından fayda sağlanılacağını düşünüyoruz.

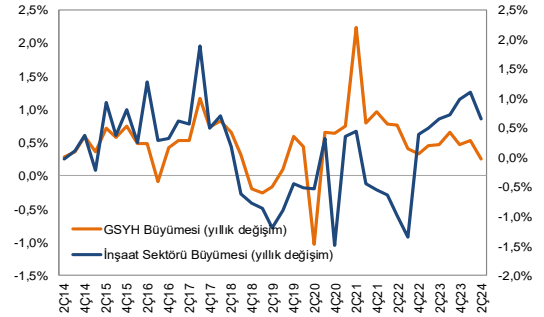
Faiz indirim sürecinin de önemli desteğiyle, inşaat aktivitesinde bir toparlanma bekliyoruz. Son dönemde yakıt maliyetlerinde gözlenen düşüşün, operasyonel marjları olumlu yönde destekleyeceğini ve 2024'e kıyasla daha olumlu operasyonel performans kaydedileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla, en zayıf tüketim rakamlarının geride kaldığını varsayan ana senaryomuzda, büyüme destekleyici politikaların da desteğiyle, yurt içi talep tarafında iyileşmelerin görülebileceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, lojistik sorunlarını iyi yöneten, ihracat kanallarını açık tutmayı başarabilen şirketlerin de 2025'te olumlu performans sergileyebileceklerini tahmin ediyoruz. Enerji fiyatlarında yükseliş, zayıf talep sektöre yönelik ana riskler arasında sıralanabilir.

İç satış ve ihracatta zayıflama



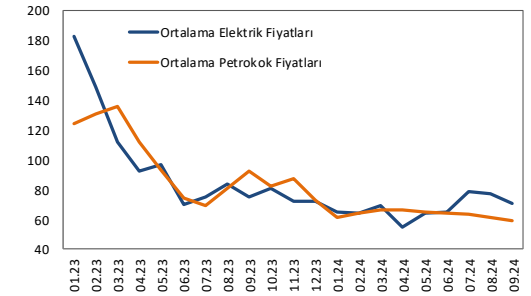
Kaynak: TCMA, HLY Araştırma

Sektörün büyüme ile korelasyonu yüksek



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Yakıt maliyetlerinde düşüş hakim



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

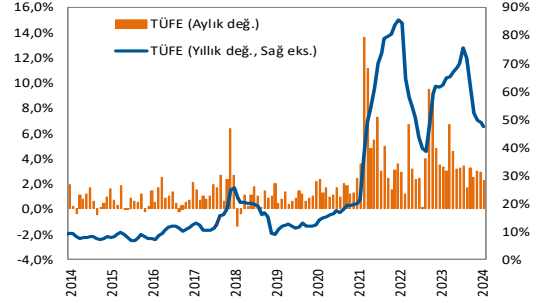
Gıda Perakendeciliği Sektörü: 'Korunaklı tarafta kalabilir'

Yüksek gıda enflasyonu ve faaliyet kaldırıcısından kaynaklanan marj artışları sayesinde 2023'te güçlü ciro ve kar artışları kaydeden gıda perakendeciliği şirketleri, 2024 yılında da, enflasyonun sektör görünümünün temel itici gücü olmasıyla olumlu görünümünü sürdürdü. Sektörde; yüksek baz nedeniyle bir önceki yıla göre yavaşlama görsek de gıda enflasyonu, fiyat artışları, kendi öz markalı ürünlere artan talep ve çevrim içi kanallara yönelik yüksek ilginin pozitif etkisiyle 2024'te de çift haneli ciro artışları sağlandı. Diğer taraftan ise, artan üretici fiyatları ve asgari ücret artışı sektör için maliyetleri artırıcı unsur olarak öne çıkmakta. Asgari ücrete yapılan artış ve kira maliyetlerindeki enflasyonist ayarlamaların gecikmeli etkisi özellikle yılın ilk yarısında marjları baskıladı. Artan girdi maliyetleri nedeniyle, yüksek baz etkisini de düşündüğümüzde, 2024'ün ilk yarısı marjları korumak adına zorlu geçti. Ancak yılın ikinci yarısına ilişkin, iyileşen brüt karlılık ve yıl ortasında asgari ücrette artış yapılmaması doğrultusunda operasyonel kaldırıcı etkisinin avantajıyla, daha güçlü operasyonel marjlar kaydedildi.

Trafik artışı, sepet büyümesi ve mağaza açılış hızı gelişmelerinin, 2025'te de güçlü ciro büyümelerinin görülmesinde etkili olacağını düşünüyoruz. Gıda Perakendeciliği sektörü hisselerinin, kur riski taşımayan defansif bilanço yapıları ve nakit olarak güçlü konumda olmaları nedeniyle, 2025 yılında korunaklı tarafta kalmaya devam edeceklerini düşünüyoruz. Ayrıca, alım gücü zayıflasa da, temel tüketim maddelerine yönelik talebin esnek olmaması ve işlenmiş gıda enflasyonunun yüksek seyirinin sepet hacimlerinde de enflasyonun üzerinde artışlar yaşanabileceğine yönelik beklentimiz, sektöre yönelik olumlu görüşümüzü korumamıza neden oluyor.

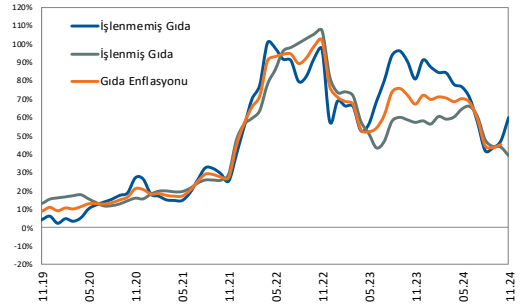
Türkiye perakende sektörünün özel markalı ürünlerin yaygınlaşması açısından fırsatlar barındırdığını düşünüyoruz. Temel tüketim maddelerine yönelik talebin esnek olmaması ve turizmdeki iyileşmenin de desteğiyle birebir satış büyümesinin destekleneceğini düşünüyoruz.

Enflasyonda düşüş eğilimi



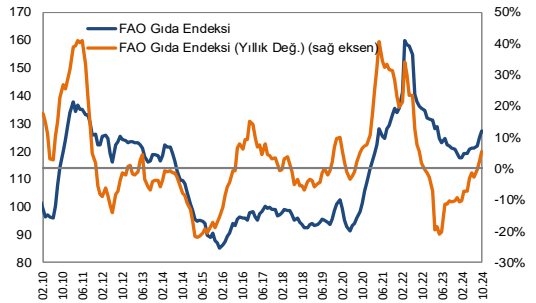
Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Gıda fiyatlarında son dönemde gerileme



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Küresel gıda fiyatlarında son dönemde yükseliş



Kaynak: FAO, HLY Araştırma

Havacılık Sektörü: 'Risklere rağmen, büyümenin devamı'

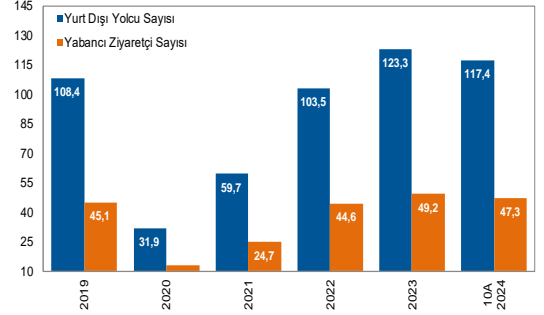
2024, küresel yolcu hava trafiğinin pandemi öncesi seviyeleri aştığı ve rekor seviyelere ulaştığı bir yıl oldu. IATA'ya göre 2024'ün ilk on ayında, arz edilen koltuk kilometre (AKK) %9,3; ücretli yolcu kilometre (ÜYK) ise %10,8 artış kaydetti. IATA tahminlerine göre, toplam yolcu sayısının bu yılki %10,4'lük büyümenin ardından, gelecek sene %8,0 artış göstereceği tahmin ediliyor. 2025'te küresel çapta faiz indirimlerinin devamı ile tüketicinin satın alma gücündeki iyileşmelere bağlı olarak hava ulaşımına olan talebin destekleneceğini düşünüyoruz. Ayrıca petrol fiyatlarının arz fazlası ve zayıf talep ile 2024'e göre daha düşük seviyelerde seyredeceği beklentisi maliyet tarafında sektörü destekleyebilir. Öte yandan, yeni uçak teslimatlarındaki gecikmelerin etkisiyle, havayolu şirketlerinin kapasite ve fiyat ayarlamalarının rekabet için önemli olacağına öngörüyoruz.

Türkiye havacılık sektöründe ise 2024 önceki iki senenin ardından daha dengeli bir büyümenin yaşandığı bir yıl oldu. Toplam yolcu sayısı 2024'ün on ayında yıllık bazda %7,8 artış kaydederek 157,7 milyona ulaştı. DHMİ Genel Müdürlüğü 2024 için %7,7'lik büyüme öngörüyor. Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından açıklanan verilere göre de 2024'ün on ayında %7,0 artışla 47,3 milyon turist sayısına ulaşıldı. 2025 yılında, Türkiye havacılık sektörünün pozitif ayrışmasında; ülkemizin sahip olduğu coğrafi konum avantajı ve turizm potansiyelinin ön planda kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Diğer yandan, kurdaki reel değerlenmenin, Türkiye'nin rekabetçi konumunda kısmen baskı yaratabileceğini belirtebiliriz.

Kargo tarafında ise devam eden jeopolitik gerilimler nedeniyle, deniz taşımacılığına ilişkin kısıtlamaların havayolu kargo taşımacılığını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

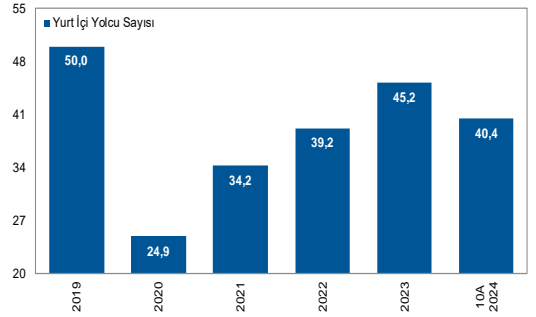
Petrol fiyatlarının beklentilerin üzerinde seyretmesi, yolcu talebinde zayıflama, yeni uçak teslimatlarındaki gecikmelerin hızlanması ve Rusya-Ukrayna ile Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler sektöre yönelik risk unsurları arasında sıralanabilir.

Yolcu sayısında büyüme devam ediyor



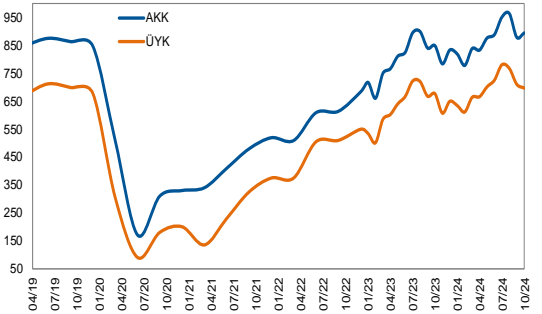
Kaynak: DHMİ, T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, HLY Araştırma

İç hat yolcu sayısında büyüme trendi sürüyor



Kaynak: DHMİ, HLY Araştırma

Hava trafiğinde güçlü görünüm



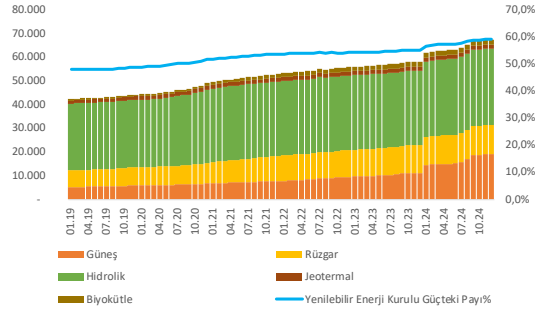
Kaynak: ICAO, HLY Araştırma

Enerji Sektörü: 'Yeşil enerji yolunda atılan adımların desteği ile dönüşüm süreci hızlanacak'

Kasım 2024 itibarıyla Türkiye'nin toplam kurulu gücü, 2023 yıl sonundaki 106.143 MW'dan 114.783 MW'a ulaştı. Yılın on bir aylık döneminde 8.640 MW kurulu güç devreye alınırken, bu kurulu gücün 7.905 MW'ı (%91'i) güneş enerjisi santrallerinden sağlandı. Rüzgar enerjisi santrallerinin kurulu gücünde 749 MW artış gerçekleşti. 2024'te yenilenebilir enerji kurulu gücünde görülen artışla birlikte yenilenebilir enerjinin üretim içerisindeki payı da hızla yükselmiş oldu. Yerli kaynaklarla sağlanan elektrik üretiminin arz güvenliği başta olmak üzere ülkemizin makro ekonomik istikrarına önemli katkı sağladığını belirtmek isteriz. Bu gelişmelere ek olarak, sektör yatırım iştahını korumaya devam ederken, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı yatırım planlarında yenilenebilir enerjiye yönelik teşvik edici adımlar sunmaktadır. Yakın zamanda Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanı Alpaslan Bayraktar'ın paylaştığı 2035 yenilenebilir enerji planına göre, 2035 yılında 120 bin megavatlık güneş ve rüzgar kurulu gücüne ulaşılması ve 2035 yılına kadar toplam 108 milyar dolarlık yeni bir yatırım ve reform süreci başlatıldığını bildirdi. Yeni reform sürecinde izin süreçlerinin kısaltılması ve altyapı yatırımları ile sektörün yatırımcıların ilgisini kazanmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

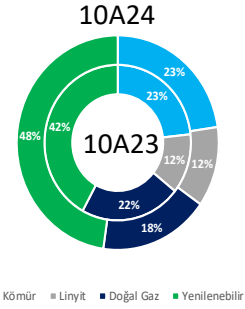
Arz güvenliği sorunlarının ardından, yenilenebilir enerji kaynaklarına yatırımlar hız kazanmış durumda. Enerji dönüşümü alanındaki çalışmalar devam ederken, batarya enerji depolama, elektrikli araçlar ve mobilite sektörün yatırım iştahını canlı tuttuğunu takip ediyoruz. Son dönemde gelişen teknolojiyle birlikte yüksek enerji tüketimi gerektiren yapay zeka kullanımının yaygınlaşması da sektörün enerji yatırımlarına olan ihtiyacı ortaya koymuş oldu. Bu gelişmeler çerçevesinde, küresel piyasalarda enerji yatırımlarının 2024'te ilk kez 3 trilyon doları aşması öngörülmüşken, yatırım harcamalarının çoğunluğunu temiz enerji ve altyapı yatırımlarının oluşturması bekleniyor. 2020 yılından bu yana fosil kaynaklardan temiz enerji kaynaklarına dönen yatırım iştahının önümüzdeki yıllarda da artarak devam edeceğini düşünüyoruz.

Kurulu güçte yenilenebilir enerjinin artan payı



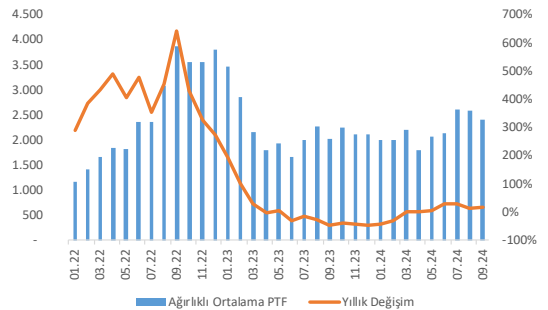
Kaynak: TEİAŞ, HLY Araştırma

Yenilenebilir enerjinin üretimdeki payı artıyor



Kaynak: TEİAŞ, HLY Araştırma

PTF'de normalleşme eğilimi devam ediyor



Kaynak: TEİAŞ, HLY Araştırma

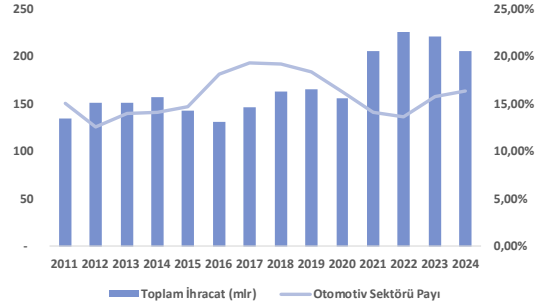
Otomotiv Sektörü: 'Zorluklara rağmen güçlü satış rakamları'

2023 yılını rekor satış rakamlarıyla kapatan sektörün, 2024 yılına da güçlü satış rakamlarıyla başlangıç yaptığını takip ettik. Yılın ilk çeyreğinde özellikle ÖTV muafiyetli araç satışlarının ağırlık kazanması büyümeyi desteklerken, yılın ikinci çeyreği ve devamında Genel Güvenlik Yönetmenliği'nde yapılan değişiklik sebebiyle, firmaların stoklarını azaltmak amacıyla düzenledikleri kampanyalar destekleyici oldu. Yurt içi satış rakamlarının son dönemde güçlü seyretmesi sadece iç pazardaki rekabeti artırmakla kalmayıp, yurt dışından da doğrudan sermaye yatırımı çekmeyi başardı. Çin'li üretici BYD 1 mlr \$ tutarında yatırım kararı açıklarken, birden fazla otomotiv üreticisinin de hükümet ile görüşmelerine devam ettiğini takip ediyoruz. İhracat tarafında ise sektörün ana ihracat pazarı olan Euro Bölgesi ekonomik aktivitesinde gözlenen dalgalanmaların satış rakamları üzerinde baskı unsuru oluşturduğunu belirtmek isteriz.

2025 yılında ise öngörülen faiz indirim döngüsüne başlanmasıyla birlikte, taşıt kredi faizlerinde geri çekilmenin, başta filo talebi olmak üzere, hanehalkı talebini de destekleyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, en son Kasım 2022'de gerçekleşen ÖTV matrah düzenlemesinin gözden geçirilmesi halinde, kredi limitlerinin açılması ve matrah dilimlerinde yapılabilecek düzenlemelere bağlı olarak da, araç fiyatlarında yaşanabilecek düşüşler hanehalkı talebini de destekleyecektir. İhracat tarafında ise, sektörün ana pazarı konumunda bulunan Euro Bölgesi'nde AMB tarafından atılan genişleyici para politikası adımlarının bir sonucu olarak, talebin canlanabileceğini ve güçlenen ihracat pazarlarının sektörü destekleyici tarafta yer alacağını düşünüyoruz. Buna ek olarak, AB'nin Çin menşeli araçlara uygulayacağı ekstra vergiler, ilave talep yaratabilir.

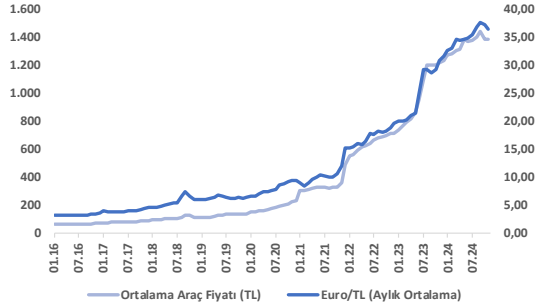
Yurt içinde enflasyondaki yükseliş trendinin devam etmesi ve bunun sonucunda faiz indirim sürecinin gecikmesi; yurtdışında ise son dönemde Çin menşeli araçların Avrupa pazarında hakimiyetini artırması sonucu, artan rekabet ortamının karşılıklı üzerinde yaratacağı baskı önemli risk unsurları arasında sıralanabilir.

Güçlü ihracat performansı



Kaynak: TIM, HLY Araştırma

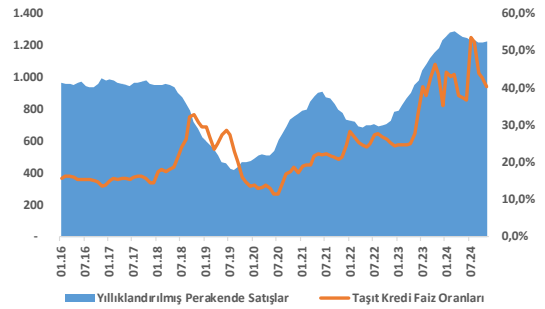
Araç fiyatlarında ılımlı seyir



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

*2022 Nisan ayı sonrası dönem için Ortalama Araç Fiyatı, TÜFE'nin 07111-07113 harcama kalemlerindeki büyüme oranlarına göre devam ettirilmiştir.

Taşıt kredi faizlerindeki yüksek seyre rağmen güçlü satış rakamları



Kaynak: Otomotiv Distribütörleri Derneği, TCMB, HLY Araştırma

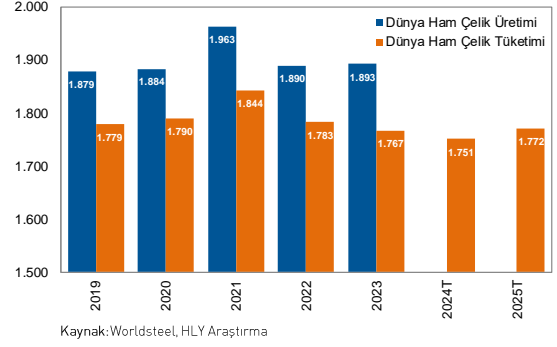
Demir Çelik Sektörü: 'Mevcut görünüm toparlanmayı zorlaştırıyor'

Yılın ilk yarısında sıkı para politikalarının devamı ve talepteki zayıflık sektörde baskı yaratan unsur olarak öne çıktı. 2024 yılının Ocak-Ekim döneminde çelik üretimi yıllık bazda %1,6 düşüşle 1,55 milyar tona geriledi. Talep tarafında ise Worldsteel tahminlerine göre bu yıl çelik tüketiminin %0,9 azalmasının ardından 2025'te %1,2 artış göstermesi bekleniyor. Çin'de ekonomiyi desteklemeye yönelik atılan teşvik adımlarını olumlu değerlendirmekle birlikte, toparlanmanın zaman alabileceğini düşünüyoruz. Majör merkez bankalarının para politikasında gevşeme adımlarının gecikmeli etkilerini de göz önüne aldığımızda sektör için daha pozitif bir görünümün 2025'in ikinci yarısından itibaren başlayabileceğini öngörüyoruz.

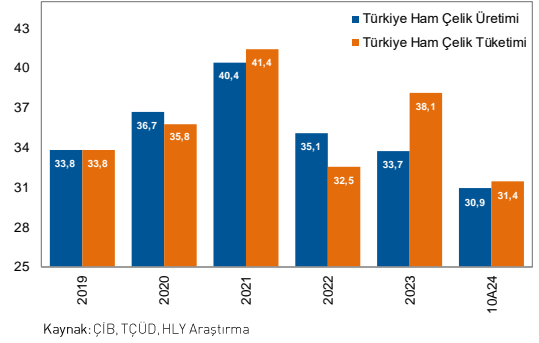
Türkiye tarafında ise yılın on ayında çelik üretimi %12,4 oranında artışla 30,9 milyon ton seviyesine yükselirken, çelik tüketimi aynı dönemde yıllık bazda %1,8 azalarak 31,4 milyon tona geriledi. Tüketim tarafında görülen düşüşte sıkı para politikasının etkisiyle çelik talebine yönelik sektörlerde yaşanan daralma etkili oldu. 2025'te anti-dampinge yönelik düzenlemenin rekabet gücünü artırması bakımından sektörü destekleyeceğini düşünüyoruz. Öte yandan sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve zayıf talebin sektörü baskılayan ana unsurlar arasında yer alacağını tahmin ediyoruz. Ana ihracat pazarlarımızdan olan Avrupa'da büyümeye ilişkin devam eden endişeler de sektör açısından aşağı yönlü riskler arasında bulunuyor.

Türkiye'nin HRC fiyatları 2023'ü ortalama 717 dolar/ton seviyesinde tamamlamasını takiben, 2024'ün on bir ayında ortalama satış fiyatları 2023'e göre %12,3 azalışla 629 dolar/ton seviyesine geriledi. Maliyetler tarafında ise, üretimin ana hammaddeleri olan demir cevherinde %8,4, kömürde %16,7 düşüşler kaydedildi. 2025'te talepteki zayıf seyrin devamı ve fazla kapasite ile çelik fiyatlarındaki toparlanmanın zaman alabileceğini düşünüyoruz. Çin'de hükümetin duyurduğu teşviklerin etkisinin kalıcı olup olmayacağı ve Trump'ın Rusya-Ukrayna ve Orta Doğu'daki savaşına sona erdireceğine ilişkin beklentiler fiyatları destekleyebilecek faktörler arasında yer alıyor.

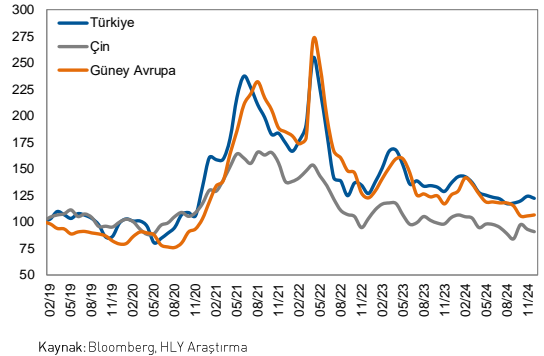
Zayıf talep toparlanmayı zorlaştırıyor



Sıkı para politikasının etkileri hissediliyor



Çelik fiyatlarında düşüş eğilimi devam ediyor



Garanti Bankası: 'Güçlü marj artışı ile benzerlerinden ayrışma'

Net kar büyümesinde pozitif ayrışma

2023 yılını %49 net kar büyümesi ile tamamlayan Garanti Bankası'nın 9A24'te net karı, yıllık bazda %16 yükselişle 66,93 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Ücret ve komisyon gelirlerindeki %168'lik artış karlılığı destekledi. 3Ç24 özelinde ise 22,1 mlr TL solo net kar kaydetti. Banka'nın ortalama özkaynak karlılığı ise yıllık bazda 8,7 puan gerileyerek, 9A24'te %33,3 seviyesinde gerçekleşti. Banka'nın 2024 özkaynak karlılığı hedefi yaklaşık %35 seviyesinde bulunuyor.

Marjlar ve net faiz geliri üzerindeki baskı diğer gelir kalemlerindeki güçlü görünüm ile hafifledi

3Ç24'te fonlama maliyetlerindeki baskının devam etmesine rağmen swaplara göre düzeltilmiş net faiz marjı bir önceki çeyreğe göre 0,65 puan artarken, kısmen daha yüksek yazılan TÜFEX gelirleri ile KKM'nin görece düşük maliyetleri ile KKM dönüşümleri nedeniyle elde edilen gelirlerin güçlenmesi ön plana çıktı. Marjlar ve net faiz geliri üzerindeki baskının diğer gelir kalemlerindeki güçlü görünüm ile hafiflediğini belirtebiliriz. 9A24 döneminde ise net faiz marjı yıllık bazda 0,5 puan azalışla, 9A23'teki %5,2 seviyesinden, %4,7 seviyesine geriledi. Kredi mevduat makası ise 9A24'te yıllık bazda 0,8 puanlık düşüşle, %5,5 seviyesine geriledi. Söz konusu gerilemede, TL makasında 2,3 puan, YP makasında ise 0,5 puanlık düşüşler etkili oldu.

Güçlü özkaynak karlılığı

Bankanın öz sermaye karlılığını 2025 yılında %41,4 seviyesinde, emsallerinin üzerinde sürdürmesini bekliyoruz. TL kredi mevduat makasında iyileşme, net faiz marjının iyi yönetilmesi ve komisyon gelirlerinin desteğiyle 2024'ü 95,5 mlr TL net kar ile tamamlamasını öngörürken, 2025'e yönelik beklentimiz 167,7 mlr TL net kar ile tamamlanması yönünde bulunuyor. Net faiz marjı tarafında ise 2024'ü swap dahil %4,1 ile tamamlayacağını, 2025'te ise %7,3 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Bunun yanında, özkaynak karlılığı öngörümüz ise 2024 ve 2025'te yıllık bazda sırasıyla %32,7 ve %41,4 seviyelerinde bulunuyor. Özetle; 2025 yılında güçlü bir marj artışının yanında genel olarak ana faaliyet gelirlerindeki güçlü büyüme grafiğinin korunacağını düşünüyoruz.

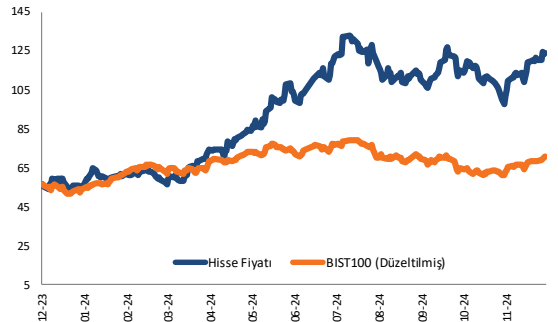
Hisse Fiyatı: 124,40 TL
Hedef Fiyat: 167,55 TL
Getiri Potansiyeli: %35

Özet Veriler

Hisse Kodu	GARAN
Cari Fiyat (TL)	124,40
52H En Yüksek (TL)	138,30
52H En Düşük (TL)	52,31
Piyasa Değeri (mın TL)	522.480
Piyasa Değeri (mın USD)	15.067
Halka Açıklık Oranı (%)	14,03
Konsensus HF (TL)	154,17
Konsensus Tavsiye	%66,7 A / %33,3 T / %10 S
3A Hacim (mın USD)	77,8
HLY HBK (2024T)	20,8
Konsensus HBK (2024T)	22,0

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024T	2025T
Faiz Gelirleri (mın TL)	125.833	213.960	498.604	673.016
Yıllık Büyüme	120,4%	70,0%	133,0%	35,0%
Net Faiz Geliri (mın TL)	83.319	74.836	101.125	170.688
Yıllık Büyüme	147,7%	-10,2%	35,1%	68,8%
Net Kar (mın TL)	58.509	87.332	95.545	167.689
Yıllık Büyüme	347,5%	49,3%	9,4%	75,5%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	16.628	40.764	93.546	131.310
Faaliyet Giderleri	22.909	47.672	90.578	136.889
Özsermaye Karlılığı	51,2%	44,9%	32,7%	41,4%
Aktif Karlılık	6,0%	5,6%	4,9%	6,1%
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	20,6%	20,6%	18,1%	19,3%

Fiyat Performansı



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

TSKB: 'Yenilenebilir enerji alanında artan yatırım hedefleri kredi büyümesini destekleyici'

Net faiz marjı pozitif ayrışmada etken

TSKB'nin 9A24 itibarıyla net karı yıllık %40 artışla 7,04 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Yılın üçüncü çeyreğinde ise TSKB 2,63 mlr TL net kar açıkladı. Şirketin net karı, 2Ç24 itibarıyla azalan swap maliyetleri ile artan net faiz marjı tarafından desteklendi. 9A24'te bankanın öz kaynak karlılığı yıllıklandırılmış olarak %38'e ulaşarak, göreceli olarak olumlu bir performans kaydetmiş oldu. Kredilerin %93'ünü YP bazlı krediler oluşturdu. TSKB'nin swaplara göre düzeltilmiş marjı, kredi spredlerindeki güçlü görünüm, swap maliyetlerinin düşüşü ve güçlü hacim etkisiyle, 9A24'te %6,4 ile yüksek bir seviyede oluştu (9A23: %6,1).

Güçlü aktif kalitesi

Banka'nın aktif kalitesinin oldukça güçlü olduğunu söyleyebiliriz. Bankanın yıllıklandırılmış net risk maliyeti yılın dokuz ayında -39 baz puan olarak gerçekleşti. Ücret ve komisyon gelirleri yatırım bankacılığı faaliyetlerinin sektörde yavaşlamasıyla gerilerken, iştirak gelirleri de çeyreklik %59 gerileme kaydetti.

Güçlü ticari karlar ve net ücret-komisyon gelirlerinin desteğiyle güçlü net kar büyümesi

Banka için 2024 yılı net kar tahminimiz, güçlü ticari karlar ve net ücret-komisyon gelirlerinin de desteğiyle 10,46 mlr TL seviyesinde bulunuyor. 2025 net kar tahminimiz ise 13,5 mlr TL seviyesinde. 2024 ve 2025 yılları için beklentimiz, takipteki kredilerin %2 oranında gerçekleşmesi yönünde bulunuyor. Banka'nın net faiz marjının 2024'te %6,8 olarak gerçekleşmesini beklerken, 2025 için aynı oranın %7 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlar kredi büyümesini destekleyici

Türkiye'nin yenilenebilir enerji alanındaki yatırım hedefi ve bankanın yenilenebilir enerji ve döngüsel ekonomi alanlarında fonlama imkanının yüksek olması nedeniyle, önümüzdeki süreçte bu alanlardaki büyümenin bankanın kredi büyümesini destekleyici olabileceğini düşünüyoruz.

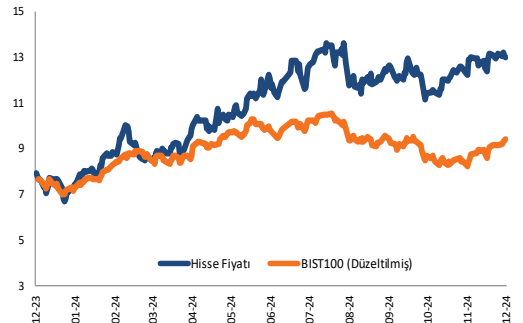
Hisse Fiyatı: 12,49 TL
Hedef Fiyat: 17,60 TL
Getiri Potansiyeli: %41

Özet Veriler

Hisse Kodu	TSKB
Cari Fiyat (TL)	12,49
52H En Yüksek (TL)	13,22
52H En Düşük (TL)	5,99
Piyasa Değeri (mın TL)	34,972
Piyasa Değeri (mın USD)	1,008
Halka Açıklık Oranı (%)	43,94
Konsensus HF (TL)	16,41
Konsensus Tavsiye	%52,17 A / %42,9 T
3A Hacim (mın USD)	7,3
HLY HBK (2024T)	3,74
Konsensus HBK (2024T)	-

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024T	2025T
Faiz Gelirleri (mın TL)	10,103	17,983	29,698	31,910
Yıllık Büyüme	122%	78%	65%	7%
Net Faiz Geliri (mın TL)	6,735	10,234	15,413	19,289
Yıllık Büyüme	135%	52%	51%	25%
Net Kar (mın TL)	4,055	7,041	10,461	13,490
Yıllık Büyüme	272%	74%	49%	29%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	158	453	557	1,116
Faaliyet Giderleri	505	1,160	2,104	1,832
Özsermaye Karlılığı	45%	42%	37%	37%
Aktif Karlılık	4%	5%	7%	6%
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	22%	26%	25%	23%

Fiyat Performansı



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Aselsan: 'Jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ön planda kalmaya devam edecek'

Makroekonomik öngörüler, sektörel gelişmeler ve jeopolitik konjunktör, Aselsan'ın sürdürülebilir kârlılığının devamını destekliyor

2025 yılı için savunma sanayi bütçesinin %88 artırılarak 1,35 trilyon TL olarak belirlenmesinin şirketin karlılığına yönelik en kritik unsurlardan olduğunu söyleyebiliriz. İlerleyen dönemlere ilişkin olarak şirketin bakiye siparişlerinde de artış eğiliminin belirginleştiğini gözlemliyoruz. Bu doğrultuda, şirketin cirosunun 2025'te yıllık bazda %39 artışla 160,79 milyar TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Karlılık tarafında FAVÖK ve net kârın yükseliş eğilimini sürdüreceğini öngörüyoruz. 2025'te ihracatların ciro içerisindeki payının artacağı öngörüsüyle FAVÖK'ün %51 artışla 42,36 milyar TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Net kârın da operasyonel karlılıktaki artışa ek olarak, net borç cephesinde öngördüğümüz dengelenmenin desteğinde yıllık bazda %48 artış kaydederek 18,70 milyar TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz.

Bakiye siparişler cephesinde yükseliş eğiliminin yeni projelerle belirginleşeceğini öngörüyoruz

Yılın ilk yarısında MSB ile imzalanan askeri ekipman ve TAIS Ortak Girişimi ve STM İş Ortaklığı ile imzalanan MİLGEM 9-12 Gemileri Savaş ve Faydalı Yükleri projesinin desteğinde Aselsan'ın bakiye siparişlerinin 2024 yılını 13 milyar dolar seviyesinde tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca, oyun değiştirici temaya sahip yeni projelere ek olarak, uluslararası müşterilerle imzalanan ihracat sözleşmelerinin de bakiye siparişlerdeki güçlü görünümün devam etmesinde belirleyici olacağını düşünüyoruz. Bununla beraber, 5 milyar dolar ile alınan işlerin tutarının geçen yılın ivmesinin üzerine çıkması da bir diğer pozitif katalist olarak öne çıkıyor.

Riskler

Türkiye'nin makroekonomik görünümünde bozulma, şirketin operasyonel performansını olumsuz etkileyebilir. Güçlü TL, satış gelirlerini ve kur farkı gelirlerini baskılayabilir.

Hisse Fiyatı: 71,00 TL
Hedef Fiyat: 109,78 TL

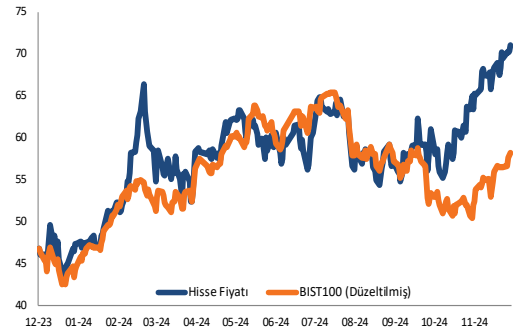
Getiri Potansiyeli: %55

Özet Veriler

Hisse Kodu	ASELS
Cari Fiyat (TL)	71,00
52H En Yüksek (TL)	71,80
52H En Düşük (TL)	42,83
Piyasa Değeri (mn TL)	323.760
Piyasa Değeri (mn USD)	9.336
Halka Açıklık Oranı (%)	25,80
Konsensus HF (TL)	81,60
Konsensus Tavsiye	%81,3 A / %18,8 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	57,9
HLY HBK (2024T)	2,74
Konsensus HBK (2024T)	3,55

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar (mn TL)	66,860	73,593	116,024	160,786
Yıllık Büyüme	232%	10%	58%	39%
FAVÖK (mn TL)	14,040	16,027	28,082	42,364
Yıllık Büyüme	155%	14%	75%	51%
Net Kar (mn TL)	1,282	7,290	12,664	18,703
Yıllık Büyüme	-82%	469%	74%	48%
FAVÖK Marjı	0.21	0.22	0.24	0.26
Net Kar Marjı	0.02	0.10	0.11	0.12
FD/Satışlar	5.0x	4.5x	2.9x	2.1x
FD/FAVÖK	23.6x	20.7x	11.8x	7.8x
F/K	118.9x	42.9x	25.3x	17.1x
Hisse Başı Kar (TL)	0.3	1.6	2.7	4.1

Fiyat Performansı



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Turkcell: 'Reel ARPU artışı operasyonel karlılığı destekleyecek'

Enflasyonda öngörülen dengelenmenin ARPU-TÜFE makasındaki yansımaları ciroyu destekleyecek

2025 yılında küresel enflasyonist dinamiklerin dengelenme göstereceği öngörüsüyle Turkcell'in kritik gelir indikatörü olan ARPU'nun reel artış kaydedeceğini öngörüyoruz. ARPU cephesindeki olumlu görünüme ek olarak, faturalı abone bazında süregelen artış eğiliminin Turkcell'in satış gelirlerindeki güçlü görünümü pekiştireceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede 2025 yılında şirketin satış gelirlerinin %33 artışla 222,90 mlr TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz

Güçlü ciro performansının desteğinde operasyonel karlılık güçlü seyrini sürdürecektir

2025 yılında şirketin FAVÖK'ünün güçlü ciro performansının %34 artış kaydederek 95,12 milyar TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede FAVÖK marjının da %42 seviyesinin üzerindeki seyrini sürdüreceğini tahmin ediyoruz.

Karlılık başarılı mali risk yönetimi politikası ve borçluluktaki düşüşle desteklenecek

Borçluluk cephesinde 2024 yılında Ukrayna varlıklarının satışının desteğinde net borçta görülen belirgin iyileşmenin karlılığı olumlu etkileyeceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede net borç/FAVÖK rasyosunun 0,15x ile 2025'te de düşük seviyelerini sürdüreceği öngörüsüyle, net karın bu dönemde %35 artış kaydederek 31,51 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, şirketin 228 milyon dolar tutarında net döviz pozisyonuna sahip olması, volatilitenin arttığı dönemlerde finansal anlamda korunaklı yapıya sahip olmasını sağlıyor.

Riskler

Güçlü TL ve mobil segmentte yaşanabilecek potansiyel fiyat rekabeti, şirketin hisse fiyatı için aşağı yönlü risk unsurlarının başında geliyor

Hisse Fiyatı: 92,15 TL
Hedef Fiyat: 164,34 TL

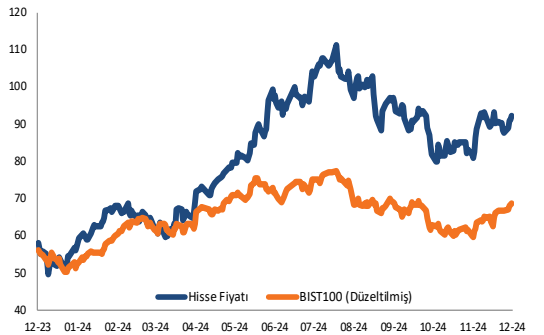
Getiri Potansiyeli: %78

Özet Veriler

Hisse Kodu	TCELL
Cari Fiyat (TL)	92,15
52H En Yüksek (TL)	111,81
52H En Düşük (TL)	49,66
Piyasa Değeri (milyar TL)	202.730
Piyasa Değeri (milyar USD)	5.846
Halka Açıklık Oranı (%)	53,98
Konsensus HF (TL)	138,51
Konsensus Tavsiye	%94,1 A / %5,9 T / %0 S
3A Hacim (milyar USD)	60,3
HLY HBK (2024T)	10,6
Konsensus HBK (2024T)	10,2

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar (milyar TL)	93.487	107.116	167.127	222.900
Yıllık Büyüme	-14%	15%	56%	33%
FAVÖK (milyar TL)	36.608	43.877	71.112	95.120
Yıllık Büyüme	-19%	20%	62%	34%
Net Kar (milyar TL)	6.879	12.554	23.309	31.506
Yıllık Büyüme	-4%	83%	86%	35%
FAVÖK Marjı	39,16	40,96	42,55	42,67
Net Kar Marjı	7,36	11,72	13,95	14,13
FD/Satışlar	1,4x	1,5x	1,2x	1,0x
FD/FAVÖK	3,5x	3,6x	2,8x	2,3x
F/K	11,9x	9,8x	8,7x	6,5x
Hisse Başı Kar (TL)	3,1	5,7	10,6	14,3

Fiyat Performansı



Çimsa: 'Beyaz çimentonun ardından, gri çimento pazarında da global oyuncu olma yolunda'

Kentsel dönüşüm projelerinin hız kazanmasıyla olumlu ayrışabilir

Geçtiğimiz yıl meydana gelen deprem felaketi, düşük baz etkisi ile sektöre dair pozitif katalizör oluşturmasına karşın, küresel ve iç tarafta yüksek faiz ortamının inşaat faaliyetleri üzerinde oluşturduğu aşağı yönlü baskılar ve küresel tarafta Çin ekonomisinde toparlanmanın gecikmesi zayıf talep ortamında etkili oldu. Güçlü kapasite kullanımı ve artan satış miktarlarına rağmen, 9A24'te yıllık %7,7'lik daralmayla 18,5 mlr TL ciro kaydedildi. Azalan enerji ve yakıt maliyetleri ise yıllık bazda marjları destekledi. Söz konusu dönemde FAVÖK marjı yıllık bazda 4,1 puan yükselişle %21,1 seviyesinde gerçekleşti. Artan operasyonel karlılık, azalan finansal giderler ve daha yüksek parasal kazanç, 9A24'te net kardaki artışı destekledi. Çimsa'nın net karı, yıllık bazda %74 artarak 9A24'te 3,3 mlr TL'ye ulaştı.

2026'da tam katkısını görmeyi beklediğimiz gri çimento öğütme tesisi yatırımı

Çimsa küresel oyuncu olarak öne çıksa da, depremden hasar gören yapıların yeniden inşası ve kentsel dönüşüme yönelik teşviklerden de pay alacağını öngörüyoruz. Çimsa'nın SBS'nin katkısı ve deprem sonrası talebin karşılanması sayesinde olumlu sonuçlar açıklamasını beklerken, enerji fiyatlarındaki düşüşün desteğiyle, operasyonel marjlarının da olumlu etkileneceğini öngörüyoruz. Çimsa'nın 2025'te yıllık %29 büyüme ile 38,7 mlr TL ciro, %20,7 FAVÖK marjı açıklayacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca, 2025 yılında devreye alınması planlanan yıllık ortalama 600 bin ton öğütme kapasitesine sahip Cimsa Americas gri çimento öğütme tesis yatırımının, gelecek dönemlerde şirket'in satış hacmini artırarak operasyonel performansını destekleyeceğini düşünüyoruz. Söz konusu yatırım ile Çimsa, ABD'de beyaz çimentoda sahip olduğu gibi gri çimento pazarında da aktif rol alarak, ABD'deki arz açığından fayda sağlayacaktır. Ayrıca, yılın son çeyreğinde finansallara konsolide edilecek Mannok Holdings satın alımının etkisinin de potansiyel değer sunduğunu düşünüyoruz.

Riskler

Planlanan altyapı ve sosyal konut projelerinde yaşanabilecek olası erteleme veya iptal kararı, enerji fiyatlarında artış ana riskler arasında sıralanabilir.

Hisse Fiyatı: 41,40 TL

Hedef Fiyat: 58,35 TL

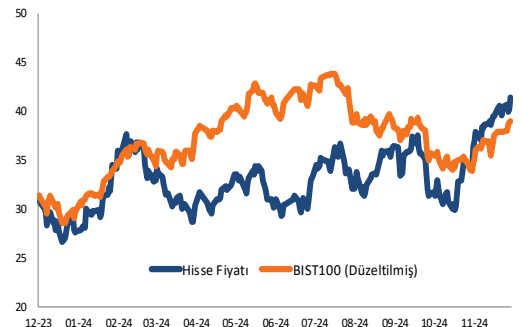
Getiri Potansiyeli: %41

Özet Veriler

Hisse Kodu	CIMSA
Cari Fiyat (TL)	41,40
52H En Yüksek (TL)	41,52
52H En Düşük (TL)	25,92
Piyasa Değeri (mın TL)	39.147
Piyasa Değeri (mın USD)	1.129
Halka Açıklık Oranı (%)	36,48
Konsensus HF (TL)	46,99
Konsensus Tavsiye	%88,9 A / %11,1 T / %0 S
3A Hacim (mın USD)	12,0
HLY HBK (2024T)	3,2
Konsensus HBK (2024T)	-

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satışlar (mın TL)	20.820	27.857	29.990	38.675
Yıllık Büyüme		34%	7,7%	29%
FAVÖK (mın TL)	2.133	4.972	6.158	7.994
Yıllık Büyüme		133%	24%	30%
Net Kar (mın TL)	4.232	4.183	4.355	6.242
Yıllık Büyüme		-1%	4%	43%
FAVÖK Marjı	10,2	17,8	20,5	20,7
Net Kar Marjı	20,3	15,0	14,5	16,1
FD/Satışlar	0,7x	1,1x	1,4x	1,7x
FD/FAVÖK	6,9x	6,2x	7,0x	7,8x
F/K	3,3x	8,2x	7,8x	8,5x
Hisse Başı Kar (TL)	30,2	3,6	3,2	4,1

Fiyat Performansı



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Bim: 'Alım gücü zayıflasa da, temel tüketim ürünlerine yönelik talebin esnek olmaması hisseyi öne çıkarıyor'

Risklere karşı defansif iş modeli ile öne çıkıyor

Bim, 2024'ün ilk yarısında diğer perakende şirketleri gibi yüksek gıda enflasyonu, tüketicilerin düşen alım gücü nedeniyle indirim mağazacılığına ve ev içi gıda tüketimine yönelişi sayesinde güçlü ciro büyümesi kaydetti. Yılın ikinci yarısında ise enflasyondaki gerileme ve yıl ortasında asgari ücrete zam yapılmamasının da etkisiyle düşen alım gücü, talep üzerinde kısmen baskı oluşturdu. Marjlar tarafında ise yılın ilk yarısında personel maliyetleri operasyonel marjlarda baskı yaratırken, yılın ikinci yarısında asgari ücrete zam yapılmaması ve personel zamlarının sınırlı kalması nedeniyle operasyonel marjlarda toparlanma görüldü.

Rakiplerine kıyasla en güçlü marjları açıklayacağını düşünüyoruz

Ücret artışlarının hızlı tüketim sektörü özelinde talebi canlı tutmaya devam edeceğini, mevcut makro ortamda hızlı tüketim sektörü ürünlerinin dayanıklı tüketim sektörü ürünlerine kıyasla daha iyi bir görünüm sunacağını düşünüyoruz. Azalan satın alma gücü nedeniyle indirim marketlerinin toplam perakende sektörü satışlarından daha fazla pay alacağını öngörüyoruz. Bim'in de talep elastikiyeti düşük ürünler sunduğu için ekonominin yavaşladığı dönemlerde dahi satış trendinin bozulmaması sonucu pazar payını artırabileceğini ve güçlü mağaza verimliliği ile benzerlerinden ayrışabileceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, Bim'in 2025'te sektörde en yüksek benzer mağaza satış büyümesi ve m² artışı ile rakiplerine kıyasla en güçlü marjları kaydedeceğini öngörüyoruz. Bim'in güçlü mağaza açılış performansı ve sepet büyümesinin desteğinde 2025 yılında %46 artışla 743 mlr TL ciro açıklayacağını öngörüyoruz. FAVÖK tarafında ise, 2025 için 41,5 mlr TL, net kar tahminimiz ise 27,2 mlr TL seviyesinde bulunuyor.

Riskler

Müşteri trafiğindeki bozulma, yeni mağaza açılışlarının hızında yavaşlama, enflasyonda keskin düşüş, like-for-like satış büyümesinde beklentimizin aksine zayıflama, sektörde büyümeyi kısıtlayıcı düzenlemeler ve cezalar riskler arasında yer alıyor.

Hisse Fiyatı: 511,00 TL

Hedef Fiyat: 774,80 TL

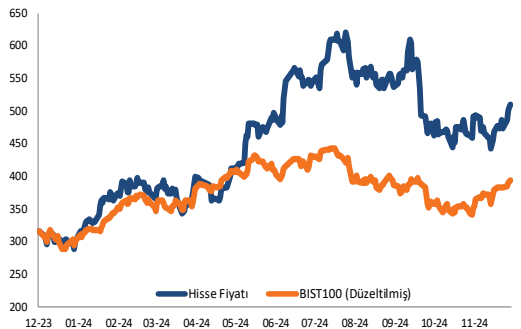
Getiri Potansiyeli: %52

Özet Veriler

Hisse Kodu	BIMAS
Cari Fiyat (TL)	511,00
52H En Yüksek (TL)	625,78
52H En Düşük (TL)	286,37
Piyasa Değeri (mın TL)	310.279
Piyasa Değeri (mın USD)	8.947
Halka Açıklık Oranı (%)	72,73
Konsensus HF (TL)	699,48
Konsensus Tavsiye	%90 A / %10 T / %0 S
3A Hacim (mın USD)	70,7
HLY HBK (2024T)	25,8
Konsensus HBK (2024T)	35,2

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satışlar (mın TL)	279.253	446.222	508.817	743.008
Yıllık Büyüme		60%	14%	46%
FAVÖK (mın TL)	13.632	18.682	21.315	41.523
Yıllık Büyüme		37%	14%	95%
Net Kar (mın TL)	16.596	20.978	19.436	27.168
Yıllık Büyüme		26%	-7%	40%
FAVÖK Marjı	4,9	4,2	4,2	5,6
Net Kar Marjı	5,9	4,7	3,8	3,7
FD/Satışlar	0,3x	0,5x	0,7x	1,0x
FD/FAVÖK	7,0x	10,9x	15,7x	18,8x
F/K	5,0x	8,7x	14,8x	17,8x
Hisse Başı Kar (TL)	27,3	34,5	25,8	30,3

Fiyat Performansı



Emlak Konut GYO: 'Faiz indirim sürecinin de önemli desteğiyle, inşaat aktivitesinde toparlanma'

Faiz oranlarının yüksek seyri yatırım amaçlı konut alımını baskıladı

Uygulanan sıkı para politikasının, konut kredisi faiz oranlarını yükselttiğini ve konut kredisi kullanımının azaldığını takip ettik. Ekonomi yönetiminin enflasyonla mücadele amacıyla yurt içi talebi daraltan adımları yatırım amaçlı konut alımını da engelledi. Yılın ilk yarısında ipotekli konut satışlarında yaklaşık %60'lık bir daralma yaşandığını takip ettik. Konut fiyatları, artan inşaat maliyetleri ve konut enflasyonu sebebiyle belirgin artış gösterirken, TL'nin diğer para birimleri karşısında göreceli olarak dengeli seyretmesi yabancılara konut satışı tarafını da sınırladı.

2025'te gayrimenkul talebinin artmasını bekliyoruz

Küresel merkez bankalarının, büyüme ve enflasyonda devam eden katılıklara karşın temkinli de olsa genişlemeci yöndeki adımları, içeride de enflasyon görünümünün uygun olması durumunda politika faizinde indirim süreci gündemde olacaktır. 2025 yılı ilk çeyreğinde faiz indirim sürecinin başlayacağını; faiz indiriminin yılın ilk yarısında görece ölçülü adımlarla gerçekleşeceğini, yılın ikinci yarısından ise daha yüklü adımlarla gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Dolayısıyla, faiz indirim sürecinin de önemli desteğiyle, 2025'te inşaat aktivitesinde bir toparlanma öngörüyor ve kentsel dönüşüm projelerinin de hız kazanmasıyla olumlu ayrışmanın görülebileceğini düşünüyoruz. Hızlanan kentsel dönüşüm hareketi ve deprem bölgesinin yeniden inşası doğrultusunda iç talebin artacağını, bunun da satışlara katkı sağlayacağı düşüncesindeyiz. 2024'ü 22,2 mlr TL ciro, 5,45 mlr TL FAVÖK ve 4,5 mlr TL net kar ile tamamlamasını beklediğimiz Emlak Konut GYO'nun 2025'te yıllık bazda %38 artışla 30,6 mlr TL ciro, 8,5 mlr TL FAVÖK açıklayacağını öngörüyoruz; net kar tahminimiz ise 7,2 mlr TL seviyesinde bulunuyor.

Riskler

Ekonomik koşullar, faiz indirim sürecinde gecikme, makroekonomik koşullardaki bozulmanın talepte zayıflama getirmesi, ihalelerde oluşabilecek düşük çarpan değeri tahminlerimiz ve değerlememiz için temel risk faktörleri olarak öne çıkıyor.

Hisse Fiyatı: 13,38 TL

Hedef Fiyat: 18,20 TL

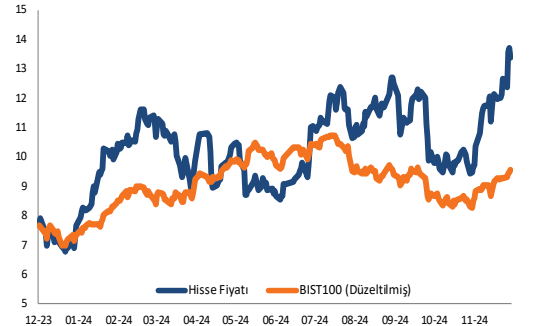
Getiri Potansiyeli: %36

Özet Veriler

Hisse Kodu	EKGYO
Cari Fiyat (TL)	13,38
52H En Yüksek (TL)	14,11
52H En Düşük (TL)	6,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	50.844
Piyasa Değeri (milyon USD)	1.466
Halka Açıklık Oranı (%)	50,66
Konsensus HF (TL)	14,60
Konsensus Tavsiye	%80 A / %20 T / %0 S
3A Hacim (milyon USD)	65,7
HLY HBK (2024T)	1,1
Konsensus HBK (2024T)	1,2

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satışlar (milyon TL)	21.220	38.715	22.232	30.580
Yıllık Büyüme		82%	-43%	38%
FAVÖK (milyon TL)	3.054	6.266	5.438	8.523
Yıllık Büyüme		105%	-13%	57%
Net Kar (milyon TL)	905	-5.535	4.523	7.168
Yıllık Büyüme		-712%	-182%	58%
FAVÖK Marjı	14,4	16,2	24,5	27,9
Net Kar Marjı	4,3	-14,3	20,3	23,4
FD/Satışlar	1,6x	0,3x	1,8x	2,5x
FD/FAVÖK	10,9x	1,7x	6,2x	8,4x
F/K	36,7x	0,0x	13,5x	14,8x
Hisse Başı Kar (TL)	0,2	-1,5	1,1	2,3

Fiyat Performansı



Türk Hava Yolları: 'Maliyet baskısının azalmasıyla marjlarda toparlanma'

Artan rekabet ve maliyetler karlılıkta baskı yarattı

2024 Türk Hava Yolları için artan rekabet ile birim gelirlerin baskılandığı, personel giderleri öncülüğünde artan maliyetlerin etkisiyle marjlarda gerilemenin yaşandığı bir yıl oldu. Öte yandan kargo operasyonlarındaki güçlü seyir karlılığı destekleyen unsur olarak öne çıktı. 2024'ün ilk on ayında kapasite önceki yılın aynı dönemine göre %8,0 artışla 212,6 milyar AKK'ya yükselirken, yolcu doluluk oranı %82,3 (10A23: %83,1) seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde taşınan toplam kargo miktarı ise yıllık %24,0 artışla 1,7 milyon tona ulaştı. 2024 yıl sonunda cironun %46,1 artışla 736,7 milyar TL'ye, FAVÖK'ün %15,9 artışla 133,8 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Maliyet baskısının azalması ile marjlarda daha olumlu görünüm

2025 yılında 520 adete ulaşmasını beklediğimiz filonun desteğinde kapasitenin yıllık %7 artışla 270,7 milyar AKK'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Yeni uçak teslimatlarındaki gecikmeler, tahminlerimizde aşağı yönlü risk oluşturuyor. Küresel yolcu talebindeki pozitif seyir ile THY'nin toplam yolcu sayısının %4,9 artışla 88,8 milyona ulaşmasını, yolcu doluluk oranının ise 0,5 puan iyileşme ile %82,2 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Gelecek sene enflasyon görünümünde iyileşme ve daha düşük akaryakıt fiyatlarının desteği ile maliyet baskısının azalmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün 2025'te yıllık %39,7 artışla 186,9 milyar TL, FAVÖK marjının ise %19,2 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, AKK başına birim yolcu gelirinin ise yıllık bazda %0,3 iyileşme ile 7,25 USc (2024T: 7,22 USc) seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 3Ç24'te artan kiralama borçlarına karşın, şirketin güçlü likiditesi ile dolar bazında son 12 aylık net borç/FAVÖK oranı 1,2x (2023: 1,3x) seviyesinde gerçekleşti. 2024 yıl sonunda artan borçların etkisiyle net borç/FAVÖK'ün 1,5x, 2025'te ise 1,7x'e yükselmesini bekliyoruz.

Riskler

Rusya-Ukrayna ile Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler, enflasyonda hızlanma, kurda reel değerlenmenin aşırı bölgeye geçmesi ana risk unsurları arasında sıralanabilir.

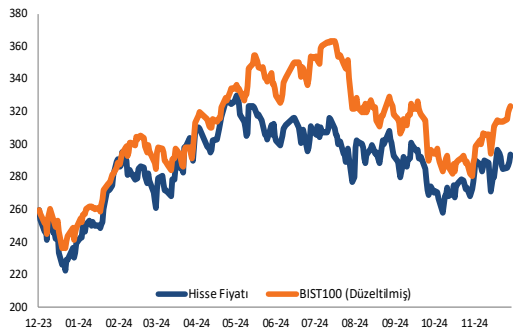
Hisse Fiyatı: 293,50 TL
Hedef Fiyat: 428,00 TL
Getiri Potansiyeli: %46

Özet Veriler

Hisse Kodu	THYAO
Cari Fiyat (TL)	293,50
52H En Yüksek (TL)	332,00
52H En Düşük (TL)	221,60
Piyasa Değeri (milyar TL)	405.030
Piyasa Değeri (milyar USD)	11.680
Halka Açıklık Oranı (%)	50,71
Konsensus HF (TL)	56,73
Konsensus Tavsiye	%100 A / %0 T / %0 S
3A Hacim (milyar USD)	217,1
HLY HBK (2024T)	71,30
Konsensus HBK (2024T)	76,66

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satışlar (milyar TL)	311.169	504.398	736.741	970.811
Yıllık Büyüme	220%	62%	46%	32%
FAVÖK (milyar TL)	78.684	115.397	133.782	186.880
Yıllık Büyüme	182%	47%	16%	40%
Net Kar (milyar TL)	47.429	163.003	98.154	124.928
Yıllık Büyüme	-	244%	-40%	27%
FAVÖK Marjı	25,29	22,88	18,16	19,25
Net Kar Marjı	15,24	32,32	13,32	12,87
FD/Satışlar	1,2x	1,1x	0,8x	0,8x
FD/FAVÖK	4,7x	4,8x	4,3x	4,0x
F/K	4,1x	1,9x	3,2x	2,6x
Hisse Başı Kar (TL)	34,4	118,1	71,3	88,3

Fiyat Performansı



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Aksa Enerji: 'Döviz bazlı gelir yapısının artan katkısıyla, güçlü operasyonel karlılık'

Yatırımların artan katkısıyla, operasyonel marjlarda iyileşme

Aksa Enerji'nin 2024'te elektrik fiyatlarında görülen normalleşme ve elektrik ticaretinin azaltılmasına bağlı olarak hacimsel azalış; Şanlıurfa santralinin taşınması ve Türk Lirası'nda görülen reel değerlenme sonucu döviz gelirlerinin katkısının da azalmasına bağlı olarak zayıf ciro performansı kaydettiğini takip ettik. Söz konusu gelişmelerin operasyonel karlılık tarafına da olumlu yansıdığını takip ettik. 2024'ü yıllık %41 azalışla 28,3 mlr TL ciro, %44 azalışla 6,02 mlr FAVÖK ile tamamlamasını beklerken, Şirketin düzeltilmiş FAVÖK rakamını 7,4 mlr TL hesaplıyoruz. Son olarak net kar tahminimiz ise 3,5 mlr TL seviyesinde bulunuyor.

Kurulu güçte yaşanan artış ve döviz gelirlerinin desteğinde yükselen marjlar

Şirket'in sahip olduğu kurulu gücü 2.578 MW iken, 2025 yılbaşında devreye alınacak olan 430 MW'lık Talimercan Doğalgaz Çevrim santrali ve Ağustos 2025'te 179 MW ile devreye alınması planlanan Gana Kumasi Doğalgaz Çevrim Santraliyle birlikte kurulu güç 3.187 MW'a yükselecek. Buna ek olarak, depolamalı GES santrallerinde de yıl içerisinde kademeli olarak faaliyet gösterebileceğini düşünüyoruz. Kurulu güçte yaşanacak hızlı artış ve devreye alınacak santrallerin tamamının döviz bazında garantili olması nedeniyle FAVÖK marjında hızlı bir iyileşme öngörüyoruz. Yurt içi tarafta ise yılın üçüncü çeyreğinde Üçüncü çeyrekte elektrik fiyatlarında hafif toparlanma yaşanmış olsa da, yıl genelinde ortalama 67 dolar seviyesi ile düşük seyrini önümüzdeki yılda korumasını bekliyoruz. 2025 yılı için piyasa takas fiyatı beklentimiz ise 75 dolar seviyesinde bulunuyor. Bu doğrultuda Aksa Enerji'nin 2025'te yıllık bazda %68 artışla 10.107 milyon TL FAVÖK yıllık 6,4 puan artışla %27,7 ve FAVÖK marjı kaydedeceğini öngörüyoruz.

Riskler

Aksa Enerji'nin planan yatırımlarının faaliyete başlama tarihlerinde olası gecikme, elektrik satış fiyatlarının öngörümüzün altında gerçekleşmesi ve düzenleyici kuruluş tarafından mevzuat değişikliklerinde yapılabilecek olası güncellemeler, şirket finansalları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturan unsurlar arasında sıralanabilir.

Hisse Fiyatı: 35,94 TL

Hedef Fiyat: 55,20 TL

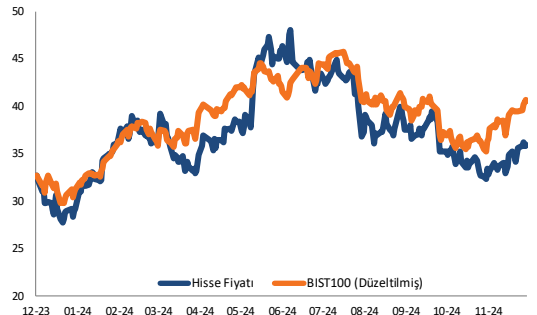
Getiri Potansiyeli: %54

Özet Veriler

Hisse Kodu	AKSEN
Cari Fiyat (TL)	35,94
52H En Yüksek (TL)	48,58
52H En Düşük (TL)	27,50
Piyasa Değeri (mn TL)	44.075
Piyasa Değeri (mn USD)	1.271
Halka Açıklık Oranı (%)	14,41
Konsensus HF (TL)	56,73
Konsensus Tavsiye	%100 A / %0 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	4,3
HLY HBK (2024T)	2,80
Konsensus HBK (2024T)	3,10

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024G	2025G
Net Satışlar (mn TL)	87,102	47,785	28,265	36,482
Yıllık Büyüme		-45%	-41%	29%
FAVÖK (mn TL)	12,374	10,805	6,018	10,107
Yıllık Büyüme		-13%	-44%	68%
Net Kar (mn TL)	5,582	7,468	3,436	3,497
Yıllık Büyüme		34%	-54%	2%
FAVÖK Marjı	14,2	22,6	21,3	27,7
Net Kar Marjı	6,41	15,63	12,16	9,58
FD/Satışlar	0,5x	0,3x	0,7x	0,4x
FD/FAVÖK	3,4x	1,4x	3,2x	1,6x
F/K	9,2x	4,4x	9,4x	9,2x
Hisse Başı Kar (TL)	4,6	6,1	2,8	2,9

Fiyat Performansı



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Ford Otosan: 'Yurt dışı satış hacimlerindeki artış ile güçlü büyüme'**Biriken talep finansallar üzerinde destekleyici**

Yatırım dönemini sürdüren Ford Otosan, artan model sayısı, yenilenen ürün portföyü ve Romanya fabrikasındaki dönüşüm sürecinin tamamlanmasının desteğiyle, 9A24'te benzerlerine kıyasla güçlü finansal performans kaydedti. Yurt içinde geçtiğimiz yıla göre fiyatlama avantajının azalması ve artan rekabete bağlı olarak hem hacim hem de satış gelirlerinde düşüş kaydedildi. Yurt dışı tarafta ise yeni nesil Custom ve Courier modellerinin yenilenme sürecinin tamamlanması ile ihracat satış adetlerinde yıldan yıla büyüme kaydedildi. Yurt dışı satış adetlerindeki iyileşme ve döviz bazlı maliyet artı sözleşmelerinin desteğiyle yurt dışı satış gelirleri 9A24'te artış kaydetti. Bu doğrultuda, Ford Otosan'ın 2024'ü yıllık bazda %7 artışla 586 mlr TL ciro, 42,7 mlr TL FAVÖK ve 37,5 mlr TL net kar rakamı ile tamamlayacağını tahmin ediyoruz. 2025 yılında ihracat pazarlarındaki iyileşme ve Volkswagen markalı 1 ton araç üretiminin katkısıyla güçlü ihracat performansı yakalanacağını, ek olarak yurt içinde faiz indirim sürecinin de desteği ile talep tarafında iyileşme görülebileceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede 2025'te yıllık %40 artışla 820,4 mlr TL ciro, 69 mlr TL FAVÖK ve 57,2 mlr TL net kar kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Ford-Volkswagen stratejik iş birliğinin desteğiyle güçlü ihracat performansı

Ford – VW iş birliği kapsamında Volkswagen adına 11 yıl boyunca üretilecek olan model, euro bazlı maliyet artı anlaşması kapsamında olup, tek karşı taraf Ford Motor Company olacaktır. Gerçekleşen yatırımlar sonrasında artan kapasitenin zaman içerisinde yüksek kapasite kullanımıyla üretime geçiş yapabileceğine ancak buna rağmen yurt dışı satış adetlerinde ciddi artışa neden olacağını düşünüyoruz. 2025'te Volkswagen için üretilecek model dahil yurt dışı satış hacminin 627 bin seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

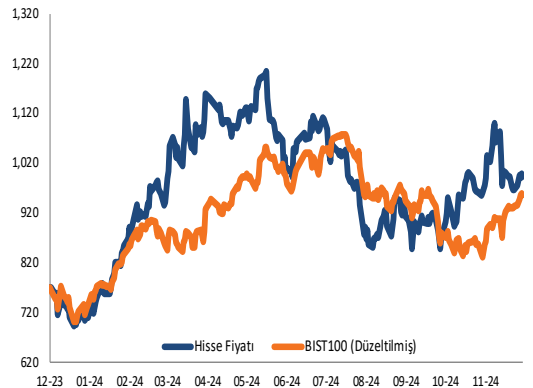
Riskler

İhracat satış adetlerinin beklentimizin altında gerçekleşmesi, Volkswagen adına üretilecek modelin beklenenin altında kalması, ihracat pazarlarında Çin menşeli üreticilerin pazar payı kazanımı aşağı yönlü riskler arasında sıralanabilir.

Hisse Fiyatı: 993,5 TL**Hedef Fiyat: 1.520 TL****Getiri Potansiyeli: %53****Özet Veriler**

Hisse Kodu	FROTO
Cari Fiyat (TL)	993,50
52H En Yüksek (TL)	1.231,50
52H En Düşük (TL)	692,30
Piyasa Değeri (milyon TL)	348.629
Piyasa Değeri (milyon USD)	10.053
Halka Açıklık Oranı (%)	20,31
Konsensus HF (TL)	1401,00
Konsensus Tavsiye	%76,5 A / %23,5 T / %0 S
3A Hacim (milyon USD)	31,1
HLY HBK (2024T)	106,8
Konsensus HBK (2024T)	153,7

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024G	2025G
Net Satışlar (milyon TL)	322.556	545.113	585.986	820.420
Yıllık Büyüme		69%	7%	40%
FAVÖK (milyon TL)	31.981	55.277	42.752	69.065
Yıllık Büyüme		73%	-23%	62%
Net Kar (milyon TL)	27.730	51.853	37.477	57.226
Yıllık Büyüme		87%	-28%	53%
FAVÖK Marjı	9,9	10,1	7,3	8,4
Net Kar Marjı	8,60	9,51	6,40	6,98
FD/Satışlar	0,4x	0,6x	0,7x	0,5x
FD/FAVÖK	4,3x	5,9x	9,8x	5,6x
F/K	6,6x	3,9x	9,3x	6,1x
Hisse Başı Kar (TL)	79,0	189,9	106,8	163,1

Fiyat Performansı

Künye ve Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

İlknur TURHAN

Müdür

Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya,
Gıda

ITurhan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen

Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma,
Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım,
Mühendislik - Taahhüt

ABayram@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 30

Yasin SARIHAN

Uzman

Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda &
İçecek, Enerji

YSarihan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 26

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman

Havacılık

KDemirtas@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 45

Mücahid YILDIRIM

Uzman Yardımcısı

Piyasalar ve Strateji

mucahidy@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 70

ÇEKİNCE

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

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.