

2025 Strateji Raporu

Ocak 2025

Piyasalar, Jeopolitik Belirsizlikler Artarken Gevşeme Döngüsünde Yol Alacak

Borsa İstanbul: Piyasalar, Jeopolitik Belirsizlikler Artarken Gevşeme Döngüsünde Yol Alacak

Küresel bağlam: Gevşeme döngüsünde vasat büyüme ve artan jeopolitik belirsizlikler. Küresel ekonomiler sert bir iniş yaşamadan enflasyonla mücadele etmeyi başardı. Parasal gevşemenin gelişmiş ülkelerde mütevazı bir büyümeyi teşvik etmesi beklenirken, dünya ticareti ve ekonomiler ABD'deki yeni politika çerçevesi nedeniyle önemli zorluklar yaşayabilir. Hem ekonomik politikalar hem de jeopolitik stratejiler 2025'te daha oynak piyasalara yol açabilir.

Türkiye: Kademeli faiz indirimleri, sıkı para politikasının devamı, potansiyelin altında büyüme. Türkiye'nin enflasyonla mücadelesi 2025 yılında devam edecek. Nihai hedefe ulaşabilmek için kat edilmesi gereken uzun bir yol var. Yıl boyunca faiz indirimleri devam edecek ancak politika seti çok fazla gevşemeyecek çünkü enflasyonla mücadelede hala zorluklar olacak ve daha fazla mali destek gerekecek. İç talep baskılanmaya devam ederken, para biriminin 2024 yılında olduğu kadar olmasa da bir süre daha reel olarak değerlendirilmeye devam etmesi ve enflasyonla mücadeleye katkı sağlaması beklenmektedir. Hem küresel hem de yerel olarak faiz oranlarının düşmesi, finansman tarafında şirketlere yardımcı olacak ve yatırımların kademeli olarak canlanmasına destek olacaktır ancak büyük ihracat pazarları için görünüm çok umut verici değil.

Karlılık görünümü: 2024'te yaşan düşüşten sonra toparlanma. Yüksek enflasyon, yükselen faiz oranları, talepte yavaşlama ve zayıf dış talep, 2024'te şirketlerin operasyonel performanslarını zayıflattı. Ek olarak, artan finansal giderler ve önemli parasal kayıplar, 9A24'te toplam bazda, reel olarak, finans dışı sektörlerin net karlarında %12'lik bir daralmaya neden oldu. Öte yandan, yeni düzenleyici önlemler ve yüksek fonlama maliyetleri, kapsamımızdaki çoğu bankanın 2024'te orijinal bütçelerinin altında kalmalarına yol açtı. Düşen enflasyon ve faiz oranları ile iç talepteki kademeli toparlanmanın, 2025'te finansal olmayanların faaliyet performansında ve net karlarında mütevazı bir toparlanmaya yol açması bekleniyor. Fonlama maliyetleri kademeli olarak azalırken, 2025'in bankacılık sektörü için marjlarda iyileşme, kar artışı ve daha yüksek özermaye karlılığı getirmesi bekleniyor.

BIST100 için 12 aylık hedef 12.500

Faiz indirimi döngüsünün 2025 yılında hisse senetlerinde kademeli bir yeniden derecelendirmeye yol açması muhtemel. Kar toparlanması, daha düşük risksiz getiri oranı ve kredi getirileri ile tahvil getirileri arasındaki daralan makasla birlikte hisse senetlerinin 2025 yılının özellikle ikinci yarısında ilgi çekmesi bekleniyor. BIST100 son zirvesinden %11 düzeltme yaptı ve Mayıs 2013'teki 506 dolar zirvesinin %44 altında işlem görüyor.

BIST100 için hedef değerimizi 12.500 seviyesinde koruyoruz, bu da mevcut seviyelerden %24, 2024 sonundan ise %27'lik bir artış potansiyeli anlamına geliyor. Bu getiri, para piyasası fonlarında 2025 yılı için beklediğimiz ortalama %42 getirinin altındadır.

BIST100 için hedef değerimiz, konsensüs beklentisinin altındadır. BIST100 için 12 aylık konsensüs beklenti 14.000, tüm yıl için %42 oranında yukarı yönlü potansiyel anlamına geliyor. Konsensus beklenti ile bile hesaplandığında, BIST100'ün olası getirisi, risksiz sayılabilecek para piyasası fonlarında beklenen getirinin yanında cazibesini kaybetmektedir. Takip ettiğimiz hisseler arasında bazı yüksek potansiyelli olasılıklar görüyoruz. Ancak özellikle yabancı yatırımcılar olmak üzere yeni fon girişlerinin olmaması ve alternatif getirilerin cazibesini bir süre daha koruyacak olması, kanımızca kısa vadede borsaya ilgiyi sınırlayacaktır. Makroekonomik verilerde beklenenden daha hızlı bir iyileşme daha iyi bir endeks performansını tetikleyebilir, ancak böyle bir potansiyel yükseliş için zamana ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz

Bankaların 2025'te borsanın toparlanmasına öncülük etmesi bekleniyor, ancak kredi büyümesine getirilen sınırlamalar ve yavaş ekonomik aktivite yılın ilk yarısında karlılıklarda iyileşmeyi sınırlayabilir. Faiz indirimleri gayrimenkul sektörü hisselerine son dönemde ivme kazandırdı, 2025'te bunun devamını bekleyebiliriz. Artan jeopolitik riskler savunma sektörüne fayda sağlayabilir; altyapı, çimento ve inşaat malzemeleri sektörleri bölgesel yeniden yapılanma faaliyetlerinden orta-uzun vadede yararlanabilir.

En beğendiğimiz hisseler:

Bankalar: AKBNK, GARAN, TSKB

Banka dışı: BIMAS, COLA, FROTO, KCHOL, MAVI, MGROS, PGSUS, TAVHL, TCELL, THYAO, ULKER

Küresel arka plan

Enflasyonla mücadele başarılı oldu. Küresel ekonomiler sert bir iniş yaşamadan enflasyonla mücadele etmeyi başardı ve gevşeme döngüsünün 2025 ortasına kadar devam etmesi bekleniyor. 2022'de %8,8'e ulaştıktan sonra, küresel enflasyonun 2024'te %5,8'e ve 2025'te %4,2'ye düşmesi öngörülüyor. IMF, gelişmiş ekonomilerde enflasyonun %2,0'a, gelişmekte olan ekonomilerde ise 2025'te %5,9'a düşmesini öngörüyor.

Büyüme görünümü istikrarlı ancak belirsizliklerle gölgeleniyor. IMF, küresel büyümenin 2024'te %3,2, 2025'te %3,3 düzeyinde olmasını bekliyor. Gelişmiş ekonomilerin 2024'te %1,7 ve 2025'te %1,9 büyümesi beklenirken, Euro bölgesi büyümesinin %0,8'den %1,0'a çıkması öngörülüyor. Buna karşılık, gelişmekte olan piyasalarda büyüme 2024 ve 2025 için %4,4 düzeyinde öngörülüyor. Türkiye'nin birincil ihracat pazarı olan AB için toparlanma beklentileri olumlu olsa da, ticaret politikalarında beklenen değişiklikler büyüme için belirsizlikler oluşturuyor.

Gevşeme döngüsünün 2025 ortasına kadar devam etmesi ve gelişmekte olan piyasalar için elverişli bir finansman ortamı sağlaması bekleniyor. Büyük ekonomilerdeki gevşeme politikaları muhtemelen fon akışlarını destekleyecek ve gelişmekte olan piyasalar için finansman maliyetini azaltacaktır, ancak bu desteğin hızı daha önce tahmin edilenden daha yavaş olabilir.

Enerji fiyatları Türkiye'yi destekliyor. Nispeten düşük talep büyümesiyle petrol fiyatlarının 2025'te varil başına ortalama 70 ABD doları civarında olacağı, bunun da 2024 ortalamasının biraz altında olacağı tahmin ediliyor. Ancak, jeopolitik gerginliklerin yol açtığı arz kısıtlamaları nedeniyle doğal gaz fiyatları daha dalgalı olabilir. İstikrarlı petrol fiyatları hem enflasyon hem de Türkiye'nin cari açığı için olumlu.

Yüksek jeopolitik belirsizlik. Yeni ABD yönetimi altında beklenen politika değişiklikleri belirsizliğin temel kaynağıdır. Daha fazla korumacı politikalar ticaret savaşlarını tetikleyebilir ve 2025'te ABD dolarının güçlenmesine yol açabilir; bu da gelişmekte olan piyasalar için olumsuzdur. Yeni jeopolitik stratejiler küresel piyasalardaki oynaklığı da artırabilir. Ukrayna ve Suriye birincil jeopolitik zorluklar olmaya devam edecektir.

Karbon sınır vergilendirmesinden önceki son yıl. Türkiye'nin birincil ihracat pazarı olan AB, Ocak 2026'dan itibaren karbon sınır vergilendirmesi uygulayacaktır. Çimento, elektrik, demir-çelik, alüminyum ve hidrojen ihracatçılarının yeni düzenlemelere uymak için yatırımlarını hızlandırmaları bekleniyor. Ayrıca, halka açık şirketler 2025'te TSRS 1 ve TSRS 2 kapsamında raporlamaya başlayacaktır.

Yerel dinamikler

Enflasyonun 2025'in ilk yarısında 30'ların ortalarına inmesi bekleniyor. Sıkı para politikası, istikrarlı lira ve görece zayıf seyreden enerji fiyatları, enflasyonu 60'lardan 40'lara düşürmede önemli rol oynadı. Ancak, hem reel sektör hem de hanehalkının enflasyon beklentileri yüksek kalmaya devam ediyor. Bu beklentileri TCMB hedefleriyle uyumlu hale getirmek zaman, ilave maliye politikaları ve yapısal reformlar gerektirecek. Bu unsurlar, orta vadede tek haneli enflasyon hedefine ulaşmada kilit rol oynayacak.

Para politikası, büyüme pahasına sıkı kalmaya devam edecek. 2025'in ilk yarısında faiz indirimlerinin kademeli olması bekleniyor ve kredi büyüme tavanları gibi diğer makro ihtiyati tedbirlerde büyük bir gevşeme öngörülüyor. Bu çerçevede, 2025'in sonunda politika faizinin %30'a ineceğini, enflasyonun ise %28 olacağını öngörüyoruz.

İç talepte sınırlı toparlanma. Politika faizinde kademeli bir düşüşün faize duyarlı sektörlerdeki talebi hemen artırması pek olası değilken, kredi büyüme tavanları genişlemeyi sınırlamaya devam edecektir.

İhracat pazarları için zorlu bir yıl. Türkiye'nin başlıca ihracat pazarlarının büyümesinin kademeli olarak iyileşmesi bekleniyor. Ancak, zayıf avro ve kilit AB pazarlarındaki siyasi istikrarsızlıklar gibi faktörler bu büyümeyi engelleyebilir. Bölgedeki jeopolitik gerginliklerin olası bir çözümü gelecekte ihracatı artırabilirken, bu orta ila uzun vadeli bir olasılık olarak görülüyor.

Güçlü rezervler, istikrarlı para birimi. Türkiye, son 18 ayda rezervlerini önemli ölçüde artırarak politika yapıcıların pozisyonlarını güçlendirdi ve dış finansmana erişimi kolaylaştırdı. Bu olumlu eğilimin, özellikle küresel faiz oranlarının düşmesiyle birlikte 2025'te devam etmesi bekleniyor.

Jeopolitik gelişmeler son derece önemli olacak. Yeni ABD yönetiminin politikalarının, özellikle bölgesel jeopolitik açıdan Türkiye için önemli etkileri olması muhtemeldir. Ek olarak, ticaretle ilgili politika değişiklikleri Türkiye'deki belirli sektörleri doğrudan veya dolaylı olarak etkileyebilir.

Karlılık görünümü: Daha düşük enflasyon ve faiz oranlarıyla desteklenen ılımlı bir toparlanma

Sıkı para politikası kısa vadeli büyümeyi etkilemeye devam edecek. Büyüme 2025'in ilk yarısında sıkı para politikası tarafından kısıtlanmaya devam edecek. Faiz oranına duyarlı sektörlerin kredi sınırlamaları nedeniyle önemli bir büyüme görmesi olası değil ve 2025'te söz konusu sınırlamalarda bir gevşeme beklenmiyor. Avro-dolar paritesinin bir fayda sağlaması beklenmiyor, ancak TL'de değerlenmenin 2024'teki kadar yüksek olmaması ihracatçılar için kısmen olumlu değerlendirilebilir.

Maliyet tarafında rahatlama. Enflasyon kaynaklı maliyet artışının, asgari ücret ayarlamasının da gösterdiği gibi, 2025'te kademeli olarak azalması bekleniyor. Ayrıca, borçlanma maliyetlerindeki istikrarlı düşüş, finansal olmayan şirketlerin net karlarını olumlu etkileyecektir.

Döviz açık pozisyonları artıyor, ancak borç-öz sermaye oranları iyileşiyor. 2018'den bu yana, şirketlerin borç azaltması hem bankalar hem de finans dışı kuruluşlar için daha sağlıklı bir ortam yarattı. Enflasyon muhasebesi, öz sermayeleri önemli ölçüde artırarak finans dışı şirketlerin borçluluk oranlarını iyileştirdi. Ancak güçlenen Türk lirası, döviz borçlanmasını teşvik etti. Sonuç olarak, BIST50 endeksindeki finans dışı şirketlerin döviz açık pozisyonları, 2023'teki aynı döneme kıyasla 9A24'te ABD doları cinsinden %77 arttı.

İstikrarlı para birimi ve 2024'ün ilk yarısında kredilerde büyüme limitlerinin olmaması, döviz kredilerine olan talebi artırdı. Ancak, döviz kredi büyümesine ilişkin düzenleyici limitlerin getirilmesinin ardından büyüme, 2024'ün ikinci yarısında önemli ölçüde yavaşladı. Son kısıtlamaların döviz açık pozisyonlarındaki artış sınırlaması muhtemeldir.

Enflasyon muhasebesinin etkisi. Yüksek TÜFE bazından dolayı, enflasyon muhasebesinin etkisi 2025 boyunca kademeli olarak azalacaktır. Ayrıca, enflasyon muhasebesinin bir yılı artık tamamlanmış olduğundan, analistler ve yatırımcılar için şirketlerin finansal performanslarının daha öngörülebilir olması beklenebilir. Öte yandan BDDK'nın, bankalar için enflasyon muhasebesi uygulanmasını bir yıl daha ertelemesi de bu taraftan kaynaklanabilecek belirsizliği ortadan kaldırdı.

Model Portföy

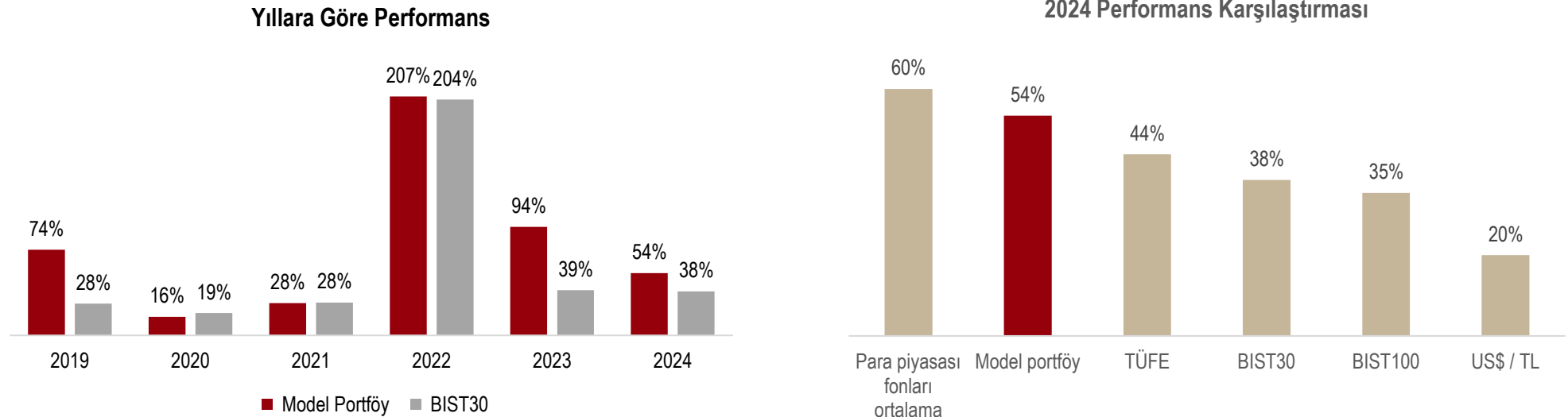
Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat TL	Hedef TL	Yukarı Potans.	PD US\$mn	Hacim US\$mn	F/K 2024T	2025T	Sektöre özgü çarpan 2024T	2025T	Görece Perf. 1-ay	3-ay
En Çok Beğenilen Hisseler													
AKBNK	Akbank	AL	69.6	95.0	36%	10,172	147	8.6	5.5	1.5	1.2	11%	23%
GARAN	Garanti	AL	137.8	190.0	38%	16,266	81	6.4	4.7	1.8	1.4	4%	9%
TSKB	TSKB	AL	13.7	21.0	54%	1,076	8	3.8	3.4	1.2	0.9	9%	1%
BIMAS	BİM	AL	521.5	700.0	34%	8,899	63	11.8	10.8	11.5	10.0	2%	-3%
CCOLA	Coca-Cola İçecek	AL	60.3	85.0	41%	4,742	13	8.3	8.8	6.1	6.3	-3%	5%
FROTO	Ford Otosan	AL	927.5	1,250.0	35%	9,147	31	7.3	6.5	7.5	6.8	-5%	-18%
KCHOL	Koç Holding	AL	177.2	250.0	41%	12,629	104	A/D	A/D	A/D	A/D	-6%	-10%
MAVI	Mavi Giyim	AL	73.1	120.0	64%	816	12	7.6	7.7	3.0	3.0	-15%	-15%
MGROS	Migros	AL	567.5	750.0	32%	2,888	23	10.8	10.0	5.3	4.6	10%	23%
PGSUS	Pegasus	AL	228.0	320.0	40%	3,204	56	10.2	8.8	6.5	6.6	1%	-15%
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	285.3	370.0	30%	2,912	13	17.7	13.2	8.7	7.4	-3%	14%
TCELL	Turkcell	AL	105.0	150.0	43%	6,492	65	9.6	16.6	3.6	3.6	9%	9%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	305.3	400.0	31%	11,839	222	4.4	3.9	3.5	3.4	2%	-3%
ULKER	Ülker Bisküvi	AL	115.2	170.0	48%	1,196	23	6.1	6.5	4.0	4.0	1%	-19%

* Bankalar için PD/DD, diğerleri için FD/NAFÖK; 22 Ocak 2025 kapanış fiyatları ile

Model portföy performansı

Bu raporda, **model portföyümüze Garanti ve Pegasus'u eklerken, Vakıfbank'ı çıkarıyoruz.**

Ocak 2019'dan bu yana, **model portföyümüz %69'luk yıllık mutlak getiri sağladı** ve temettüler dahil sırasıyla %50 ve %53 artış gösteren BIST30 ve BIST100 toplam getiri endekslerini geride bıraktı.



AKBNK

Akbank için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 95 TL, bu da %35'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Kredi büyümesine ilişkin sınırlar pazar payı kazanımını kısıtlayabilir. Akbank'ın güçlü sermaye tabanı bankayı pazar payı kazanmaya elverişli kılıyor. Kredi büyümesini sınırlayan düzenlemeler büyümeyi kısıtlayacak olsa da orta vadede pazar payı kazanımlarının hızlanması beklenebilir. Bankanın güçlü müşteri kazanımı, küçük montanlı ve perakende kredi odağı ve dijital çözümlerinin pazar payı kazanımını ve karlılığını olumlu etkilemesi beklenebilir. Bu yıl TL kredilerde %30 büyüme, YP kredilerde 2024'teki yaklaşık %35 büyümenin altında %10 büyüme bekliyoruz.

Kredi-mevduat makası ve net faiz marjındaki iyileşme faiz indirimleriyle birlikte hızlanabilir. Akbank'ın TL cinsi kredi-mevduat makasının 4Ç24'te pozitif bölgeye yükselmesi beklenirken, 2025 yılında faiz indirimleriyle artışın hızlanmasını bekliyoruz. Makastaki iyileşmenin TÜFEX getirisindeki düşüşü fazlasıyla telafi etmesini bekliyoruz. TL mevduat ve para piyasası fonlamasının faiz getirili varlıklara oranı payı Akbank'ta benzer bankaların oldukça üzerinde yüzde 46 seviyesinde bulunuyor. Bunun bir sonucu olarak, faiz indirimlerinin fonlama maliyeti üzerindeki etkisinin Akbank'ta görece daha olumlu olması beklenebilir.

Ücret ve komisyon gelirlerinde normalleşme yılı. Akbank'ta ücret ve komisyon gelirlerindeki artışın kredi büyümesine benzer olmasını bekliyoruz. Operasyonel gider artışının ise ücret ve komisyon geliri artışının üzerinde olması beklenebilir.

Net risk maliyetinin 2025'te artacağını düşünüyoruz. Perakende ve KOBİ kredilerinden TGA portföyüne girişlerin olacağını ve geçtiğimiz yıllardaki tahsilat performansının yavaşlayacağını tahmin ediyoruz.

Kredi-mevduat makasındaki iyileşme kar ve öz sermaye karlılığının öncüsü olacak. TÜFEX gelirleri düşerken operasyonel giderlerdeki artışı kredi-mevduat makası ve fonlama maliyetindeki düşüş telafi edecek. Bu yıl için yüzde 55 kar artışı ve yüzde 24 öz sermaye karlılığı öngörüyoruz.

Değerleme. Son altı ayda Akbank hisseleri %6 arttı ve BIST100'ü %13 geride bıraktı. 2025 tahminlerimize göre, hisseler şu anda 5,5x F/K ve 1,2x PD/DD'de işlem görüyor.

GARAN

Garanti için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 190 TL, bu da %38'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Gelir yaratmada kanıtlanmış başarı. Çok zorlu piyasa koşullarına rağmen Garanti, kredi-mevduat makasını benzerlerinin üzerinde tutmayı başardı. Güçlü vadesiz mevduatları, düşük repo fonlaması, görece düşük swap fonlaması ve düşük döviz karşılıkları, 2024'te ortalamanın üzerinde NFM elde edilmesini sağladı. Tüketici kredi segmentlerindeki güçlü konumlanma ve uzun süredir yüksek seyreden vadesiz mevduat payı, bankanın kredi-mevduat makası, NFM görünümü ve ücret/operasyonel gider oranına yardımcı oluyor. 2025'te yaklaşık 200bp NIM genişlemesi tahmin ediyoruz.

Görece düşük TÜFEX portföyü 2025'te bir avantaj olacak. TÜFEX portföyünün faiz geliri elde edilen varlıklara oranı yüzde 5 olan Garanti, emsallerine kıyasla en düşükler arasında yer alıyor. Bu durum 2025'te TÜFEX getirilerinin düşüşünün NFM'ye etkisini sınırlayacak.

Muhafazakar provizyon politikası. Yüksek toplam teminat oranına sahip olan Garanti'nin 2025'te provizyon giderlerinde mütevazı bir artış bekliyoruz. 2025'te net risk maliyetinde hafif bir artış bekliyoruz.

Ücretler/operasyon giderleri oranında normalleşme. Sektördeki genel eğilime benzer şekilde, güçlü ücret geliri büyümesi son yıllarda net faiz gelirindeki düşüşü kısmen telafi etti. Garanti, 2024'te %100'ün üzerinde ücret/operasyonel gider oranıyla sektöre öncülük etti. Kredi büyümesindeki sınırlamalar düşen enflasyon nedeniyle, ücret/operasyonel gider oranının 2025'te %80'lere düşmesi bekleniyor.

Düşük halka açıklık oranı ve yabancı sahipliği. Düşük serbest dolaşım (%14 civarı) kısa vadede olumlu algılanabilirse de orta vadede bir engel olabilir. Garanti'nin serbest dolaşımdaki yabancı payı benzer bankalara göre daha düşük bir seviyede bulunuyor.

Değerleme. Son altı ayda Garanti hisseleri %10 arttı ve BIST100'ü %18 geride bıraktı. 2025 tahminlerimize göre, hisseler şu anda 4,7x F/K ve 1,3x PD/DD'de işlem görüyor.

TSKB

TSKB için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 21 TL, bu da %54'lük bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Kredi büyümesindeki sınırlamalardan muaf. TSKB'nin kredi portföyü büyük ölçüde uluslararası kalkınma ajansları tarafından finanse edilen ve TCMB'nin büyüme sınırlamalarından muaf olan yatırım kredilerinden oluşmaktadır. Banka 2024'te %11-12'lik bir kredi büyümesi sağladı. TSKB'nin 2025'te yüzde 10-15 kredi büyümesi sağlayacağı tahmin ediliyor. TSKB'nin yenilenebilir enerjiye ve daha genel olarak sürdürülebilirlikle ilgili finansman tabanına odaklanması, 2025 ve orta vade için sürdürülebilir büyüme potansiyeli sağlıyor. Ocak 2026'da karbon sınırı ayarlama vergisinin başlamasından önce artan karbon azaltma yatırımları, Bankanın kredi büyümesinin itici güçlerinden biri olma olasılığı yüksek.

Araştırma kapsamımızdaki en yüksek NFM. Finansman maliyetleri üzerindeki baskıdan çok daha az etkilenen TSKB, 2024 yılında sağlam bir NFM performansı gösterdi. Yıllık NFM'nin 2024 yılında %6'yı aşması bekleniyor. 2025 yılında, TÜFEX'lerde getirilerin düşmesine bağlı olarak menkul kıymet getirilerinde düşüş, kredi fonlama makasının ise güçlü kalması bekleniyor. Sonuç olarak, 2025 NFM'sinde 45 baz puanlık bir düşüş bekliyoruz, ancak bu yine de araştırma kapsamımızdaki en yüksek NIM olacak.

Ücret ve komisyon gelirleri yeniden canlanabilir. Halka arz faaliyetlerindeki yavaşlama ve genel piyasa koşulları nedeniyle, danışmanlık faaliyetleri 2024 yılında beklenenden daha yavaştı. Ancak, halka arz faaliyetlerinde bir canlanma izleniyor ve TSKB'nin 2025 yılında bundan fayda sağlaması muhtemel.

Negatif net risk maliyeti ile güçlü varlık kalitesi. Bankanın tüketici veya mikro kredi pozisyonu olmaması, TGA girişlerini sınırlarken 2024 yılında güçlü varlık kalitesini destekledi. Büyük bir kredinin yakın zamanda yeniden yapılandırılması, 4Ç24'te bir kısım karşılıkların tersine dönmesine yol açabilir, ancak bu serbest karşılıklarla dengelenebilir. Bankanın kredi kompozisyonu göz önüne alındığında, 2025'te varlık kalitesinde önemli bir bozulma öngörmüyoruz. Bankanın net risk maliyetinin sektör ortalamasının altında kalmasını bekliyoruz.

Değerleme. Son altı ayda TSKB hisseleri %7 arttı ve BIST100'ü %15 geride bıraktı. 2025 tahminlerimize göre, hisseler şu anda 3,4x F/K ve 0,9x PD/DD'de işlem görüyor.

BIMAS

BİM için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 700 TL, bu da %34'lük bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

2025 için %10'luk bir ciro büyümesi öngörüyoruz. Enflasyonun yavaşlamasıyla birlikte, sepet büyüklüğü artışının yavaşlaması muhtemel. Ayrıca, yılın ilk yarısında düşük satın alma gücü nedeniyle tüketici trafiği zayıflayabilir. Ancak, BİM, toplam satışların %60'ını oluşturan ve %10-20'lik sektör ortalamasından önemli ölçüde yüksek olan güçlü özel markalı ürünleri göz önüne alındığında, bu trendden faydalanabilir.

Mağaza genişlemesi büyümeyi artıracak. BİM'in önümüzdeki yıllarda gelir büyümesine %7-8 katkıda bulunacak istikrarlı mağaza açılış temposunu sürdürmesi bekleniyor. Şirket, geleneksel mağazaları için yeni lokasyonlar sağlamada oldukça verimli olmaya devam ediyor. Bu arada, File mağaza zinciri 2024'ü 287 mağaza ile kapattı ve 2025'te %10'luk bir mağaza büyümesi bekliyoruz. Ek olarak, BİM'in Fas ve Mısır operasyonları hem gelire hem de FAVÖK'e %4-5 katkıda bulunarak karlılığını sürdürüyor.

FAVÖK marjında %4,5'e doğru hafif bir iyileşme öngörüyoruz. Enflasyon muhasebesi, artan envanter maliyetleri nedeniyle gıda perakendecilerinin karlılığı üzerinde büyük bir baskı oluşturdu. Ancak, BİM'in yaklaşık %17'lik bir brüt marjı sürdürmesini bekliyoruz, daha düşük personel giderleri -özellikle 2025'in ikinci yarısında- işletme giderlerini kontrol etmeye yardımcı olacaktır.

Değerleme: Son altı ayda, BİM hisseleri %13 düştü ve BIST100'ün %7 gerisinde kaldı. 2025 projeksiyonlarımıza göre hisseler şu anda 10,8x F/K ve 10,0x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Zayıf tüketici talebinin ortasında yoğunlaşan rekabet, daha düşük marjlı özel markalı ürünlere olası bir geçiş, beklenenden yavaş mağaza genişlemesi ve olası düzenleyici değişiklikler veya rekabet soruşturmaları.

CCOLA

Coca-Cola İçecek (CCI) için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 85 TL, bu da %41'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Hacim büyümesi uluslararası operasyonlar tarafından yönlendiriliyor. 2025 yılında konsolide hacim büyümesinin %6 olacağını öngörüyoruz ve uluslararası operasyonların Türkiye'yi geride bırakmasını bekliyoruz. Azerbaycan ve Irak'ta iki yeni tesisin eklenmesi uluslararası büyümeyi destekleyecekken, Pakistan'ın düşük baz etkisinden faydalanması muhtemel. Toplam hacmin %38'ini oluşturan Türkiye'de büyüme için odak uygun fiyatlı ürün satışları olacak.

Hem Türkiye'de hem de uluslararası pazarlarda tüketici bütçesine uygun fiyatlandırma stratejileri karlılığa etki edebileceği için yüksek bir bazdan 130 baz puanlık bir FAVÖK marjı daralması öngörüyoruz. Ancak, CCI'nin anında tüketim satışlarını artırma planları bu marj bozulmasını kısmen telafi edebilir.

Sağlam bir bilanço. CCI 3Ç24 itibarıyla 1,1x FAVÖK'e karşılık gelen 804 milyon ABD doları net borç açıkladı. Şirketin net borç-FAVÖK oranının güçlü nakit akışı üretimiyle desteklenerek 2025 yıl sonuna kadar 1,0x'in altına düşmesini bekliyoruz.

Değerleme: Son altı ayda CCI hisseleri %26 düştü ve BIST100'ün %20 gerisinde kaldı. 2025 tahminlerimize göre hisseler şu anda 8,8x F/K ve 6,3x FD/FAVÖK'te işlem görüyor.

Temel riskler: Orta Doğu'da devam eden huzursuzluk, temel pazarlarda tüketicilerin markasız ürünlere yönelmesi, beklenenden düşük hızlı tüketim ve yerinde satış payı, beklenenden yavaş hacim toparlanması ve CCI'nin faaliyet gösterdiği pazarlardaki makroekonomik olumsuzluklar.

FROTO

Ford Otosan için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 1.250 TL, bu da %35'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Ford Otosan, 4Ç24 hacimlerinin yıllık bazda tahmini %30 artmasıyla yılı güçlü bir şekilde tamamladı. Sonuç olarak, şirketin yılı %13 ihracat büyümesiyle kapatırken, iç satışların yıllık bazda %3 düştüğüne inanıyoruz. 2025'e baktığımızda, öncelikle 1 tonluk ticari araç satışlarının artmasıyla yönlendirilen daha güçlü bir performans bekliyoruz. Avrupa otomotiv talebinin zayıf kalması beklenirken, van segmentindeki potansiyel güç Ford Otosan için olumlu bir faktör. İç pazarın geçen yılın yüksek tabanından daralması beklenmesine rağmen, Ford'un iç satışlarında büyük ölçüde ticari araçlar tarafından desteklenen bir toparlanma öngörüyoruz.

Ford Otosan'ın üretim kapasitesinin 2025 yılında 900 bin adede ulaşması bekleniyor. Şirketin yatırım döngüsü devam ediyor ve 2025 yılında 700 milyon avro civarında sermaye harcaması bekleniyor. Bu, üretim kapasitesinin 746 binden 900 bin adede çıkmasıyla birlikte 2024'e benzer bir yatırım harcaması anlamına geliyor.

Kârlılığın, daha güçlü ihracat hacimleri ve daha iyi bir ürün portföyü ile desteklenerek düşük bir bazdan iyileşmesini bekliyoruz. FAVÖK marjının 2025 yılında yıllık bazda 40 baz puan artarak %8,0'a ulaşması öngörülüyor. Uzun vadede, FAVÖK marjının %8,0-9,0 aralığında normalleşmesini öngörüyoruz.

Değerleme: Ford Otosan hisseleri, BIST100'e paralel son altı ayda %6 düştü. 2025 tahminlerimize göre hisseler şu anda 6,5x F/K ve 6,8x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Avrupa'daki beklenenden zayıf makroekonomik koşullar, Çinli üreticilerin elektrikli ticari araç segmentine girme potansiyeli, elektrikli araçların beklenenden yavaş benimsenmesi ve avroya karşı daha güçlü bir Türk lirası.

KCHOL

Koç Holding için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 250 TL, bu da %41'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

BIST'teki en büyük ikinci şirket olan ve 444 milyar TL'lik piyasa değerine sahip olan Koç Holding, endekste %3,47 ile dokuzuncu en büyük ağırlığa sahip. İyi çeşitlendirilmiş portföyü, uzun bir aradan sonra Türkiye pazarına yeniden girmek isteyen yabancı kurumsal yatırımcılar için onu çekici bir hisse olarak konumlandırıyor. Koç Holding hisselerindeki %50'lik yabancı sahipliği, 2024'ün başındaki %63'ün ve Mart 2018'deki tüm zamanların en yüksek seviyesi olan %88'in çok altında.

Koç Holding'in NAD'ının %48'ini otomotiv ve dayanıklı tüketim malları gibi faiz oranına duyarlı sektörler, %22'sini enerji ve %25'ini finans sektörü oluşturuyor. Faiz indirim döngüsünün şirket iştiraklerine olumlu etkilerinin, 2025 sonu veya 2026 başından itibaren başlayacağını düşünüyoruz.

Mayıs 2024'ten bu yana, grubun halka açık dokuz hissesinin toplam piyasa değeri %25 düştü. Yapı Kredi, %10'luk bir düşüşle en dayanıklı performans gösteren şirket oldu; diğer grup şirketleri ise %19 ile %34 arasında değişen, ortalama %28'lik düşüşler gördü. Bu dönemde, grubun BIST100 endeksindeki toplam ağırlığı 475 baz puan düşerek %16,59'a geriledi.

Değerleme: Son altı ayda Koç Holding hisseleri %20 düştü ve BIST100'ün %15 gerisinde kaldı. Hesaplamalarımıza göre, hisseler şu anda NAD'ına göre %44 iskonto ile işlem görüyor ve uzun vadeli yatırımcılar için cazip bir giriş noktası sunuyor.

Temel riskler: Yurt içi talepte beklenenden daha yavaş bir toparlanma, uzun süreli yüksek faiz oranları dönemi, Avrupa'daki zayıflayan ekonomik koşullar, petrol fiyatlarında olası oynaklık, Arçelik'in Avrupa'daki yeniden yapılanmasında olası gecikmeler, Tofaş'ın distribütör planlarında daha fazla gecikme ve Tofaş'ın yeni model lansmanlarında ertelemeler.

MAVI

Mavi için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 120 TL, bu da %64'lük bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Yeni mağaza açılışlarının büyümenin ana itici gücü olması bekleniyor. 9A24 itibarıyla Mavi'nin Türkiye'deki ortalama mağaza büyüklüğü 2015'teki 419 m²'den 529 m²'ye yükseldi. Ancak zorlu makroekonomik koşullar ve düşük tüketici güveni göz önüne alındığında yakın vadede benzer mağaza satışlarında ciddi bir büyüme öngörmüyoruz.

2025'te %5'lik bir gelir büyümesi öngörüyoruz. Yüksek baz etkisi ve zayıf talep koşulları nedeniyle 1Ç25 performansının 3Ç24 ve 4Ç24'e benzer olması bekleniyor. Ancak 2Ç25'ten itibaren satışlarda bir miktar toparlanma görmeyi bekliyoruz. Yabancı markaları daha rekabetçi hale getiren güçlü Türk lirasına rağmen Mavi son birkaç yıldır pazar payını artırmaya devam etti. Yönetim yakın zamanda perakende satışlarının Kasım'dan Ocak ortasına kadar yıllık bazda %46 arttığını, online satışların ise nominal olarak %58 arttığını duyurdu.

4Ç24 finansallarını etkileyecek olan asgari ücret artışı ve fiyatlandırmaya baskı yapabilecek zayıf talep nedeniyle 2025'te kârlılıkta düşüş öngörüyoruz. Sonuç olarak, 2025 FAVÖK marjının yıllık bazda 150 baz puan daralarak %16,6'ya düşmesini bekliyoruz. Ancak, enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisi giderek azalacağından, yılın ikinci yarısı olumlu bir sürpriz yapabilir.

Değerleme: Son altı ayda Mavi hisseleri %37 düşerek BIST100'ün %32 gerisinde kaldı. 2025 tahminlerimize göre, hisseler şu anda 7,7x F/K ve 3,0x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Uzun süreli zayıf satın alma gücü, yabancı markaları daha rekabetçi hale getiren güçlü Türk lirası ve yeni alışveriş merkezlerinin eksikliği gibi yeni mağaza açılışlarıyla ilgili olası zorluklar.

MGROS

Migros için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 750 TL, bu da %32'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Migros, 2020'nin sonundan bu yana faaliyetlerini önemli ölçüde genişletti, 1.312 yeni mağaza açtı ve toplam satış alanını %29 artırdı. Mağaza açılışları 2025'te de büyümenin itici gücü olmaya devam edecek olsa da, önceki yıllara kıyasla hızın yavaşlamasını bekliyoruz. Şirketin bu yıl 200 yeni mağaza açmasını bekliyoruz ve bu da toplam satış alanında tahmini %5'lik bir artışa tekabül ediyor. Pazar payı kazanımlarını desteklemesi gereken rekabetçi fiyatlandırma stratejileriyle yönlendirilen %10 yıllık gelir büyümesi öngörüyoruz. Daha düşük fiyatlı ürünlere olası bir geçiş beklenirken, müşteri trafiğiyle desteklenen genel satış hacminin dayanıklı kalmasını bekliyoruz.

Artan personel giderleri arasında karlılık endişeleri. Ücret ayarlamalarının 2025'te de görece yüksek olması ve karlılık üzerinde baskı oluşturması bekleniyor. Bunun, 1Y24'te gözlemlenen etkiye benzer şekilde 1Y25'te marjları etkilemesi bekleniyor. Ancak, operasyonel verimlilik iyileştirmeleri ve azalan enflasyon ortamı (FAVÖK üzerindeki olumsuz etkinin azalmasına yol açarak) 2Y25'te marj toparlanmasını destekleyebilir. Tüm yıl için, %5,0'lik bir FAVÖK marjı öngörüyoruz.

Değerleme: Migros hisseleri son altı ayda %2 artarak BIST100'ü %9 geride bıraktı. 2025 tahminlerimize göre hisseler şu anda 10,0x F/K ve 4,6x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Zayıf talep ortamında artan rekabet baskısı, daha düşük marjlı özel markalı ürünlere veya indirim perakendecilerine olası geçişler, beklenenden daha yavaş mağaza açılışları ve olası düzenleyici değişiklikler veya rekabet soruşturmaları.

PGSUS

Pegasus Havayolları için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 320 TL, bu da %40'lık bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

2024'teki %17'lik büyümenin ardından hem yurt içi hem de yurt dışı trafiğinin benzer bir hızda büyümesi beklenirken, 2025'te %12 yolcu büyümesi öngörüyoruz. Yurt içi segmentindeki %3'lük daralmanın aksine, uluslararası trafik 2019'dan bu yana yıllık %10'luk bir büyüme oranı gösterdi. Şirketin filosunu 118'den 127 uçağa çıkarması ve bunun sonucunda 2025'te kapasitenin %15 artması bekleniyor.

2025'te gelirklerde önemli bir baskı beklemiyoruz çünkü güçlü talep ve devam eden teslimat gecikmeleri nedeniyle sınırlı küresel kapasite büyümesinin fiyatlandırmayı desteklemesi bekleniyor. Yan gelirler toplam yolcu gelirlerine olumlu katkıda bulunacaktır. Yurtiçinde enflasyon tahminlerimizle uyumlu şekilde gelir artışı öngörülürken, uluslararası gelirlerin avro bazında sabit kalmasını bekliyoruz.

Maliyet baskıları devam edecek ancak daha yavaş bir hızda. Yakıt dışı giderler ücret artışlarından olumsuz etkilenecektir, ancak enflasyonist baskılar ve personel maliyeti artışları 2024'tekinden daha az olacaktır. Ayrıca, enflasyon ve lira değer kaybı arasındaki farkın bir önceki yıla kıyasla daralması bekleniyor. 2025'te tahmini FAVÖK marjının yıllık bazda 140 baz puan azalarak %27,2'ye düşeceğini tahmin ediyoruz.

Değerleme: Pegasus hisseleri son altı ayda %3 düşerek BIST100'ü %4 geride bıraktı. 2025 tahminlerimize göre, hisseler şu anda 8,8x F/K ve 6,6x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Bölgedeki jeopolitik belirsizlikler, jet yakıtı fiyatları, Türk lirası değer kaybının enflasyonun gerisinde kalması, A-Jet'ten kaynaklanabilecek rekabet, Sabiha Gökçen Havalimanı'nda ikinci terminalin açılışında gecikme.

TAVHL

TAV Havalimanları için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 370 TL, bu da %30'luk bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

TAV Havalimanları, Almatı Havalimanı'nın satın alınması ve Antalya ve Ankara havalimanları için imtiyaz uzatmaları da dahil olmak üzere son yıllarda önemli yatırımlar gerçekleştirdi. Geçtiğimiz Haziran ayında açılan Almatı'daki yeni terminal, yolcu kapasitesini iki katından fazla artırdı. Antalya'daki yeni terminalin Mart'ta, Ankara'daki terminalin Haziran'da faaliyete geçmesi bekleniyor. Mayıs 2025'ten itibaren Ankara'daki garantili yolcu ücreti uygulaması sona erecek ve yönetim, 2026 yılına kadar havalimanından 90 milyon avronun üzerinde gelir elde etmeyi bekliyor.

2025'te büyümeyi uluslararası trafik yönlendirecek. Hizmet şirketlerinin katkılarıyla desteklenen 2025'te %10 yolcu büyümesi öngörüyoruz ve bu da tahmini olarak yıllık %12'lik bir gelir artışına yol açacak. Güçlü uluslararası trafik ve Ankara ve Almatı havalimanlarındaki yolcu payının artmasının karlılığı desteklemesi bekleniyor ve FAVÖK marjının 2025'te yıllık bazda 140 baz puan artarak %31,7'ye ulaşması öngörülüyor.

TAV Havalimanları şu anda Almatı Havalimanı'nda olası bir ücret artışı için görüşme yapıyor. Yönetim, 2025 ile 2028 arasında yaklaşık 150-300 milyon avro yatırım yapmayı planlıyor ve nihai yatırım büyüklüğü tarife görüşmelerinin sonucuna bağlı. TAV'ın tarife teklifi kabul edilirse, Almatı'nın FAVÖK'ü 2025'in ikinci yarısından itibaren %13-15 oranında artabilir.

Değerleme: TAV hisseleri son altı ayda %4 artarak BIST100'ü %11 oranında geride bıraktı. 2025 tahminlerimize göre, hisseler şu anda 13,2x F/K ve 7,4x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Orta Doğu ve Ukrayna'daki jeopolitik gerginlikler, Türk lirasının yabancı para birimlerine karşı potansiyel değer kazanması ve TAV'ın faaliyet gösterdiği pazarlardaki politik veya makroekonomik gelişmeler.

TCELL

Turkcell için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 95 TL, bu da %38'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Müşteri başına düşen gelir (ARPU) büyümesinin TÜFE'nin üzerinde kalması bekleniyor. Turkcell'in 2025 yılında yüzde 10 civarı reel gelir büyümesi sağlamasını bekliyoruz. ARPU büyümesi, zamanında fiyat ayarlamalarıyla 2Ç23'ten bu yana TÜFE'nin üzerinde kaldı. TÜFE 2025 yılında yavaşlarken, sözleşme yenilemeleriyle fiyat ayarlamalarının ARPU büyümesini TÜFE'nin üzerinde tutmaya devam etmesi bekleniyor.

Sektörün defansif yapısı. Turkcell'in 2025'te görece dayanıklı bir performans göstermesi beklenirken, sıkı para politikası ve kredi büyüme sınırları bu yıl ekonomik büyümeyi sınırlamaya devam edecek. Yoğunlaşan rekabet ortamının 2025 yılında önemli ölçüde değişmesi beklenmiyor.

Bağlantı ücretlerinin eşitlenmesi ve düşük enerji fiyatları gibi olumlu faktörler, Turkcell'in 2024'te sektörün üzerinde FAVÖK marjı sağlamasına yardımcı oldu. Bu faktörlerin etkisi 2025'te azalacak, ancak Turkcell'in 2025'te benzerlerinin üzerinde FAVÖK marjı sağlamaya devam etmesini bekliyoruz. Daha düşük cihaz satışları, fintech işinde daha düşük finansman maliyeti ve operasyonel maliyetlerin yönetimi ile yıllık FAVÖK marjının yataya yakın olmasını bekliyoruz.

Ukrayna satışından elde edilen gelirin temettü hesaplamasına dahil edilmesi beklenebilir. Bu durumda temettü getirisi, piyasa konsensüsü olan %1,5-2,0'dan yaklaşık %5'e yükselecektir. Ukrayna işinin satışı, Turkcell'in 9A24 itibarıyla zaten düşük olan net borç/FAVÖK oranını daha da iyileştirdi. Bol miktardaki YP likiditesi, TL değer kaybına karşı doğal bir koruma sağlayabilir.

5G yatırımları kademeli olacak. 5G ihalesinin 2025'in 2. yarısında yapılması ve ilk sinyalin 2026'da alınması bekleniyor. 5G'nin bireylerden çok şirketler için daha yararlı olması nedeniyle monetizasyonun daha uzun sürmesi nedeniyle 5G ile ilgili kademeli yatırım harcamaları öngörüyoruz.

Değerleme: Son altı ayda Turkcell hisseleri %2 artarak BIST100'ü %9 geride bıraktı. 2025 tahminlerimize göre hisseler şu anda 16,6x F/K ve 3,6x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Öngörülen 5G peşinatının yüksek olması ve beklenenden daha sert rekabet ARPU büyümesini bozabilir.

THYAO

Türk Hava Yolları için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 400 TL, bu da %31'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

2025'te Türk Hava Yolları'nın filosunu 36 uçak büyütmesi ve toplam sayısını 528'e çıkarması bekleniyor. Kapasitede yıllık %6'lık bir artış öngörüyoruz, bu da %4'lük bir yolcu büyümesine yol açıyor ve uluslararası trafiğin biraz daha iyi performans göstermesi bekleniyor. Sonuç olarak, gelirlerin yıllık %7'lik bir artış ile 24,0 milyar ABD dolarına ulaşmasını tahmin ediyoruz. Uçak teslimatlarındaki gecikmelerden dolayı sınırlı küresel kapasite genişlemesi nedeniyle yolcu gelirlerinin güçlü kalması bekleniyor. Kargo operasyonlarının hacim ve fiyatlandırma açısından sabit kalması öngörülüyor, ancak Süveyş Kanalı'ndaki kesintiler ve Çin'deki güçlü e-ticaret faaliyetleri kargo fiyatlandırmasına yukarı yönlü destek sağlayabilir.

Jet yakıtı fiyatlarının nispeten zayıf kalması beklenirken, birkaç maliyet kaleminde enflasyonist baskıların yakıt dışı giderleri olumsuz etkilemesi muhtemeldir. Sonuç olarak, FAVÖK marjının 2025'te yıllık bazda 50 baz puan düşerek %21,8'e gerilemesini öngörüyoruz.

Değerleme: Son altı ayda, Türk Hava Yolları hisseleri %1 arttı ve BIST100'ü %8 geride bıraktı. 2025 tahminlerimize göre, hisseler şu anda 3,9x F/K ve 3,4x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Uçak teslimatlarında daha fazla gecikme, bölgedeki jeopolitik belirsizlikler, jet yakıtı fiyatları, kurun enflasyona görece değerlendirilmesi, Pegasus ve diğer küresel taşıyıcılar ile rekabet.

ULKER

Ülker için AL önerisinde bulunuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 170 TL, bu da %48'lik bir yükseliş potansiyeli anlamına geliyor.

Nispeten zayıf bir 3Ç24 performansının ardından Şirket, 2024 beklentilerini aşağı yönlü revize etmişti. Ancak Kasım ve Aralık aylarında satışlarda yaşanan toparlanma ile Ülker'in hedeflerini aşmış olabileceğine inanıyoruz. Şu anda 2024 için 82,3 milyar TL gelir ve %18,4 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Bu, şirketin 80 milyar TL gelir ve %18,2 FAVÖK marjı beklentilerinin üzerinde. 2025 için, öncelikle satış kampanyaları ve iyileştirilmiş ürün karması tarafından yönlendirilen %5 gelir büyümesi öngörüyoruz.

Türkiye'nin zorlu fiyatlandırma ortamı ve yüksek girdi maliyetleri nedeniyle kârlılıkta hafif bir daralma bekleniyor. Türk lirasının değer kazanması uluslararası operasyonların kârlılığını olumsuz etkiledi ve bu eğilimin yakın vadede devam etmesini bekliyoruz. Yönetim, artan kakao maliyetlerini tüketicilere yansıtmayı hedeflese de zorlu talep koşulları bunu yapma yeteneklerini sınırlayabilir. Sonuç olarak, FAVÖK marjında yıllık bazda 40 baz puanlık bir düşüş bekliyoruz ve bu marjı 2025'te %18,0'a getiriyor.

Net borcun yüksek seviyelerde kalması bekleniyor. 3Ç24 itibarıyla Ülker'in Ekim 2025'e kadar vadesi dolacak 248 milyon ABD doları tutarında sendikasyon kredisi kaldı. Toplam net borç 710 milyon ABD doları seviyesinde olup 1,7x FAVÖK'e eşdeğer. Operasyonel verimlilikler yoluyla nakit üretimindeki iyileştirmelerin bilançoğu olumlu etkileyeceğine ve orta vadede kar büyümesini destekleyeceğine inanıyoruz.

Değerleme: Son altı ayda Ülker hisseleri %32 düştü ve BIST100'ün %27 gerisinde kaldı. 2025 tahminlerimize göre hisseler şu anda 6,5x F/K ve 4,0x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Temel riskler: Uzun süreli zayıf tüketici alım gücü, uluslararası operasyonların karlılığını aşındırabilecek daha güçlü bir Türk lirası, zayıf talep ortamında yoğunlaşan rekabet, daha düşük marjlı özel markalı ürünlere doğru potansiyel bir kayma ve beklenenden daha yüksek girdi maliyetleri.

Öneri ve Değerlemeler: Banka

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		PD/DD	
						2024T	2025T	2024T	2025T
Banka									
AKBNK	Akbank	AL	69.60	95.00	36%	8.58	5.54	1.51	1.23
GARAN	Garanti	AL	137.80	190.00	38%	6.40	4.68	1.77	1.35
HALKB	Halkbank	NÖTR	18.81	24.00	28%	9.00	6.19	0.96	0.83
ISCTR	İşbank	AL	14.83	20.00	35%	8.66	3.87	1.30	1.17
TSKB	TSKB	AL	13.67	21.00	54%	3.80	3.41	1.18	0.93
VAKBN	Vakıfbank	AL	26.54	35.00	32%	6.68	5.12	1.23	0.99
YKBNK	Yapı Kredi	AL	33.32	43.00	29%	9.73	4.62	1.43	1.12

Öneri ve Değerlemeler: Banka Dışı

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		FD/FAVÖK	
						2024T	2025T	2024T	2025T
Beyaz Eşya									
ARCLK	Arçelik	NÖTR	126.60	160.00	26%	A/D	22.3	7.6	6.8
Gıda									
AEFES	Anadolu Efes	GG	163.00	GG	-	5.8	5.6	6.6	4.2
COLA	Coca-Cola İçecek	AL	60.30	85.00	41%	8.3	8.8	6.1	6.3
ULKER	Ülker Bisküvi	AL	115.20	170.00	48%	6.1	6.5	4.0	4.0
Havacılık									
PGSUS	Pegasus	AL	228.00	320.00	40%	10.2	8.8	6.5	6.6
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	285.25	370.00	30%	17.7	13.2	8.7	7.4
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	305.25	400.00	31%	4.4	3.9	3.5	3.4
Holding									
KCHOL	Koç Holding	AL	177.20	250.00	41%	A/D	A/D	A/D	A/D
Otomotiv									
FROTO	Ford Otosan	AL	927.50	1,250.00	35%	7.3	6.5	7.5	6.8
TOASO	Tofaş	NÖTR	218.00	270.00	24%	14.7	12.2	6.8	5.6
Perakende									
BIMAS	BİM	AL	521.50	700.00	34%	11.8	10.8	11.5	10.0
MAM	Mavi Giyim *	AL	73.05	120.00	64%	7.6	7.7	3.0	3.0
MGROS	Migros	AL	567.50	750.00	32%	10.8	10.0	5.3	4.6
SOKM	Şok Market	NÖTR	39.86	50.00	25%	60.9	46.2	20.1	10.5
Telekom									
TCELL	Turkcell	AL	105.00	150.00	43%	9.6	16.6	3.6	3.6
TTKOM	Turk Telekom	AL	47.26	67.00	42%	14.1	12.9	4.1	3.9

* 2024T Ocak 2025, 2025T Ocak 2026 için

Makroekonomik Tahminler

	2023	2024	2025T	2026T	2027T
GSYH büyüme (%)	4.0%	3.0%	2.8%	3.5%	4.0%
TÜFE, yıl sonu (%)	64.8%	44.4%	28.0%	18.9%	14.3%
US\$/TRL, yıl sonu	29.54	35.34	42.69	50.78	58.04
US\$/TRL, ortalama	23.82	32.90	38.99	47.11	54.68
EUR/TRL, yıl sonu	32.68	36.86	42.69	53.32	60.95
EUR/TRL, ortalama	25.76	35.61	39.37	48.38	57.41
TCMB politika faizi (%)	42.5%	47.5%	30.0%	22.0%	16.0%
Gösterge faiz (%)	39.7%	40.6%	30.0%	20.0%	16.0%

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir..