



KUVEYTTÜRK YATIRIM STRATEJİ RAPORU

İçindekiler

- 1 **Strateji Raporu - Özet**
- 2 **Küresel Görünüm**
- 3 **Türkiye Para Politikası ve Enflasyon**
- 4 **Türkiye Büyüme**
- 5 **Türkiye Cari Denge**
- 6 **Kuveyt Türk Yatırım Makroekonomik Tahminlerimiz**
- 7 **2025 Yılında Hisse Senedi Piyasası**
- 8 **Şirketlere Bakış**

Strateji Raporu - Özet

1

2

3

4

5

6

7

8

1.

2024 yılında küresel piyasalarda korkulan olmadı ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD) başta olmak üzere bir çok gelişmiş ülke resesyondan uzak bir görüntü çizdi. Pandemi sonrası bozulan tedarik zincirinin etkisiyle, gelişmiş ülkelerde yaşanan sıkı para politikaların bu yılın üçüncü çeyreği itibariyle sonuna gelindi.

2.

2025 yılında küresel gündemi, ABD'de ikinci kez başkan seçilen Donald Trump'ın yeni dönem politikaları şekillendirecek. Trump'ın, önceki başkanlık döneminde olduğu gibi dünya genelinde tarifeler uygulaması bekleniyor. Bu politikaların özellikle Çin ve diğer Asya ülkelerinin büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiler yaratacağı öngörülmektedir. Trump'ın jeopolitik riskleri bitireceğim ifadesi de başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında baskılayıcı etki yaratacaktır. **Sonuç olarak bu politikaların güçlü ABD Dolarına neden olmasını bekliyoruz.**

3.

Türkiye ekonomisi 2024 yılını para ve maliye politikalarında uygulanan sıkı görüntünün etkisinde geçirdi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), para politikasında sıkılaştırma süreciyle birlikte kredi genişlemesinde sınırlayıcı adımlar atarak parasal aktarım mekanizmasını kontrol altında tutmaya çalıştı.

4.

Mayıs ayında %75,45 ile zirveye ulaşan enflasyon oranı hizmet fiyatlarında yaşanan katı görünüme rağmen sıkı para politikasının etkisiyle azalmaya devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılının ilk çeyreğinde baz etkisinin de katkısıyla enflasyon oranında düşüşün süreceğini ön görüyoruz. Bu bağlamda 2025 yıl sonu enflasyon tahminimiz %28,6 seviyesinde şekilleniyor. Para politikası ile enflasyon oranının uyumunu göz önünde bulundurduğumuzda pozitif reel faiz sürecinin devam etmesini bekliyoruz. **TCMB'nin, Aralık ayı toplantısında 100 baz puan faiz indirimi ile başlayarak 2025 yılı sonunda Politika Faiz Oranını %32 seviyesine kadar düşürebileceğini ön görüyoruz.**

Strateji Raporu - Özet

1

2

3

4

5

6

7

8

5.

2024 yılı sonunda Türkiye ekonomisinin %3,1, 2025 yılı sonunda ise %3,0 büyüme kaydetmesini bekliyoruz. Faiz indirimlerinin, yılın ikinci yarısından itibaren iç talebi artırarak büyüme kompozisyonuna katkı yapmasını bekliyoruz.

6.

2024 yılında BIST 100 endeksi, birkaç önemli faktörün etkisi altında kaldı. Sıkı para politikalarının ardından yükselen faiz oranları, portföylerin Para Piyasası Fonları ve diğer düşük riskli ürünlere kaymasına neden oldu. BIST 100 endeksinin göreceli zayıf performans göstermesinin başta F/K oranı olmak üzere belirli oranlara göre iskontolu görüntü çizdiğini düşünüyoruz. BIST 100 endeksi 12 ay ileri 5.87x Fiyat Kazanç (F/K) oranıyla MSCI Gelişmekte olan ülke borsalarına göre %57 iskontolu işlem görüyor. **2025 yılında küresel görünümde önemli değişiklikler olacağı beklentimiz çerçevesinde, yurt içinde ise toparlanma sürecinin hızlanacağı ön görüşüyle birlikte 2025 yıl sonu BIST 100 endeksi beklentimiz 14.100 seviyesinde yer alıyor.**

7.

Kuveyt Türk Yatırım **Katılım Endeksi Model Portföyümüzü TUPRS, BIMAS, ASELS, LKMNH, AKSA, EREGL** hisse senetlerinden oluşturuyoruz. Model Portföy içinde ağırlığı en yüksek olan şirket **%20** ile **TUPRS** olurken, sırasıyla BIMAS %18, ASELS %17, LKMNH %15, AKSA %15 ve EREGL %15 takip ediyor.

Tüpraş

%20

BIM

%18

aselsan

%17

LOKMAN
HEKİM

%15

AKSA

%15

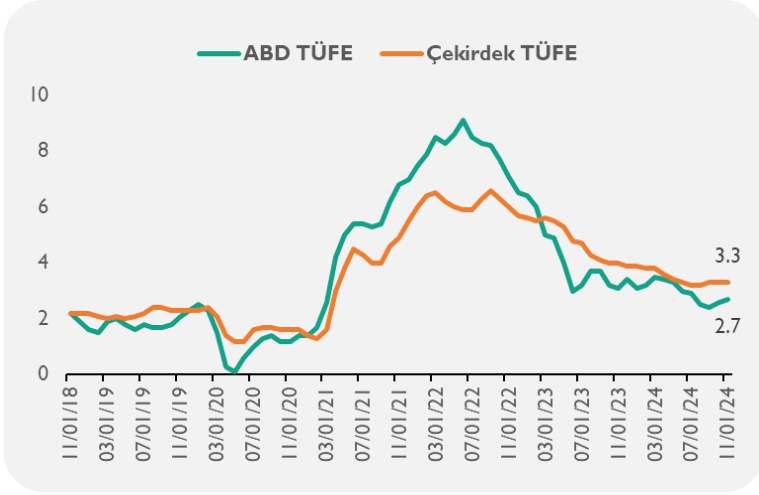
ERDEMİR

%15

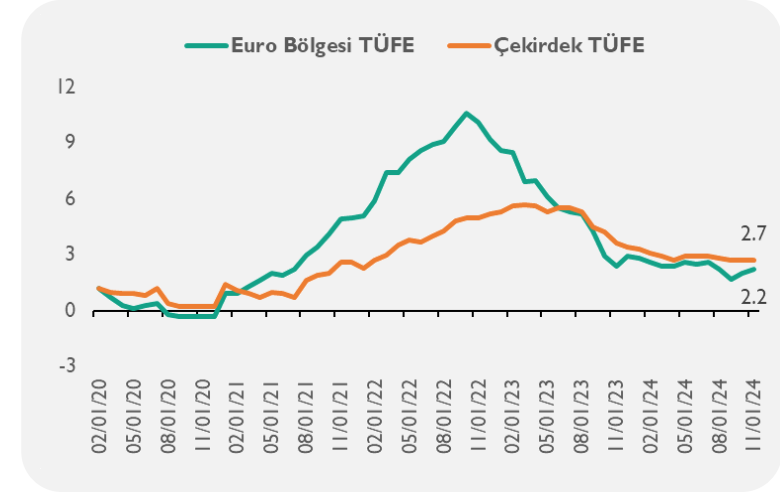
- **2024 yılında küresel piyasalarda beklenen olumsuz senaryolar gerçekleşmedi. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve diğer gelişmiş ülkeler, resesyona ihtimalinden uzak olumlu bir görünüm sergiledi.** Pandemi sonrası bozulan tedarik zincirinin etkisiyle, gelişmiş ülkelerde yaşanan sıkı para politikalarının da bu yılın üçüncü çeyreği itibarıyla sonuna gelindi. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Fed faiz oranlarında enflasyon ile uyumlu olacak şekilde düşüş gerçekleştirdi. Fed ve ECB'nin son bir faiz indirimi gerçekleştirerek bekle gör politikası uygulamasını bekliyoruz. Büyüme tarafında ise daha ılımlı beklentiler yer alıyor. Küresel büyüme oranının 2025 yılında OECD'nin tahminlerine göre %3,3 seviyesinde olması ön görülüyor. 2024 yılının içinde en çok konuşulan konuların başında Çin'in agresif genişleyici adımları oldu. Çin ekonomisi gelişmiş ülkelerin aksine yaşanan hızlı dezenflasyon ile mücadele için para politikasında sert genişleyici adımlar gerçekleştirdi.
- Çin'in bu adımlarının etkisini, 2025 yılında daha net bir şekilde görülmesini bekliyoruz. 2025 yılında küresel gündemi, ABD'de ikinci kez başkan seçilen Donald Trump'ın yeni dönem politikaları şekillendirecek. Trump'ın, önceki başkanlık döneminde olduğu gibi dünya genelinde tarifeler uygulaması bekleniyor. Bu politikaların özellikle Çin ve diğer Asya ülkelerinin büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiler yaratacağı öngörülmektedir. Uygulanacak olan tarifeler başta Çin olmak üzere Asya ülkelerinin büyüme rakamları üzerinde olumsuz etki yaratmasını bekleyebiliriz. Ayrıca, Çin ekonomisinin teşviklerine rağmen büyüme oranlarında yaşanacak bir daralma emtia fiyatlarının aşağı yönlü hareket etmesini destekleyecektir. Böyle bir senaryonun Türkiye'nin cari dengesine de katkı verdiğini görebiliriz.
- **Trump'ın jeopolitik riskleri bitireceğim ifadesi de başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında baskılayıcı etki yaratacaktır.** Sonuç olarak bu politikaların güçlü ABD Dolarına neden olmasını bekliyoruz. Dolar Endeksinde yaşanacak yükselişle emtia fiyatlarında aşağı yönlü baskı görebiliriz. Ayrıca, bu senaryonun yeni belirsizlikler yaratma ihtimalini de masada tutmamıza neden olmaktadır. FED Aralık ayında 25 baz puan faiz indirimi gerçekleştirdi. 2025 yılının ilk çeyreğinde bekle gör politikasına geçmesini bekliyoruz. Trump'ın politikalarının enflasyon oranında yükseliş yaratacağı beklentisiyle FED'in 2025 yılında daha ihtiyatlı adımlar atmasını bekliyoruz. Enflasyon ile mücadelenin tamamen kazanılmaması nedeniyle FED'in 2025 yılında toplamda 50 baz puan faiz indirebileceğini ön görüyoruz. ABD ile Çin arasında yeni bir ticaret savaşı, Kanada ve Meksika'ya uygulanacak olan kota ve tarifelerin gölgesinde gelişen ülkeler için 2025 yılının dinamik geçmesini bekliyoruz.
- Başta Suriye olmak üzere Orta Doğuda yaşanan gelişmelerinde 2025 yılında ön plana çıkmasını bekliyoruz. Suriye'de yaşanan rejim değişikliğinin jeopolitik riskler üzerindeki etkisini takip edeceğiz. Türkiye'nin de bulunduğu konum gereği bölgede yaşanacak gelişmelerden doğrudan veya dolaylı olarak etkilenebilecek olması, yurt içi piyasalarda etkili olmasını bekliyoruz.

Küresel Görünüm

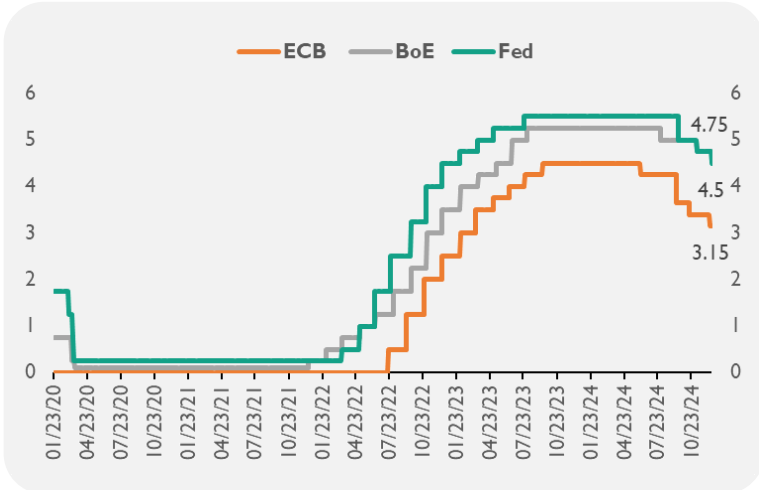
Grafik 1: ABD TÜFE ve Çekirdek TÜFE



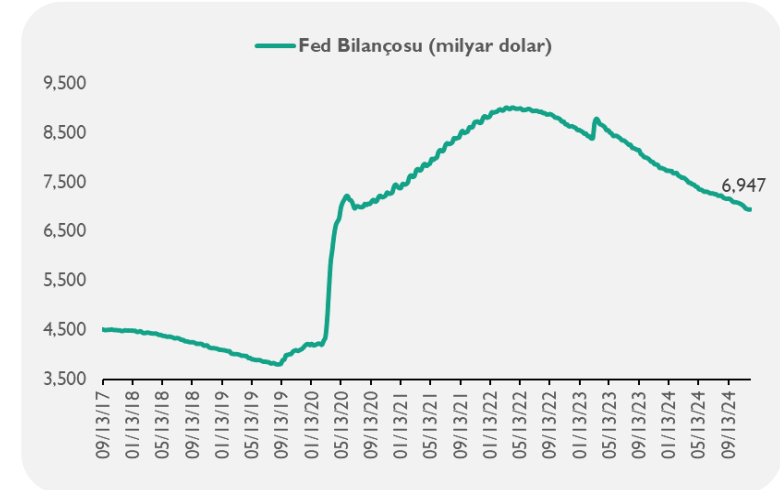
Grafik 2: Euro Bölgesi TÜFE ve Çekirdek TÜFE



Grafik 3: ECB,BoE ve FED Faiz Oranları

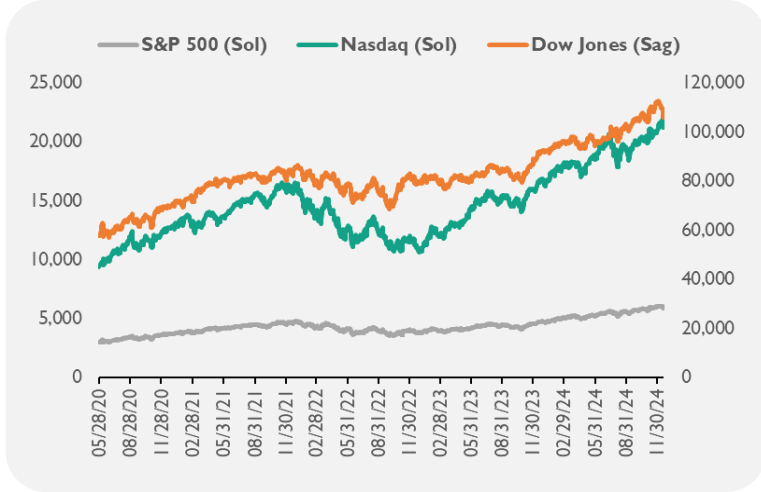


Grafik 4: FED Bilançosu

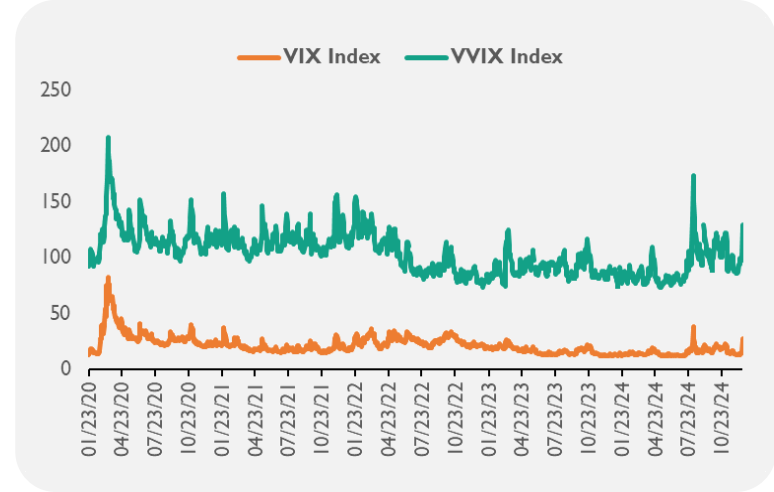


Küresel Görünüm

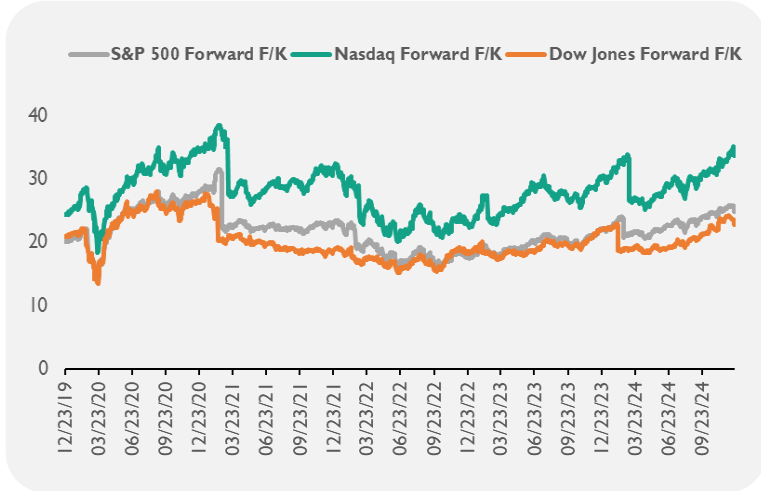
Grafik 5: S&P 500 – Nasdaq – Dow Jones



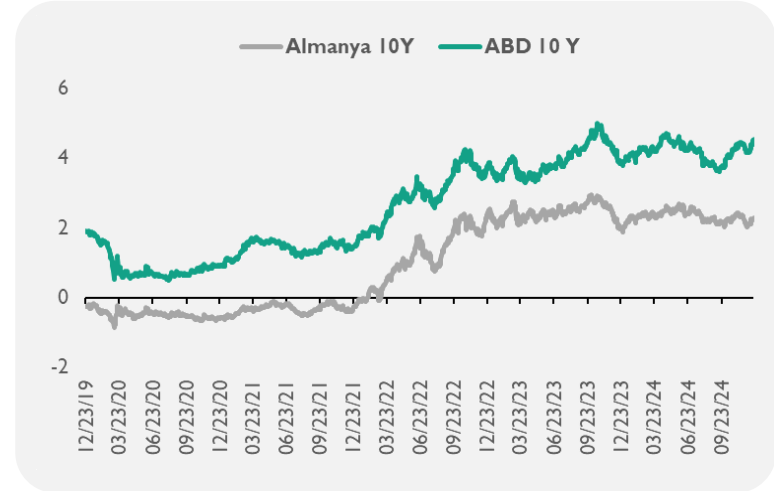
Grafik 6: VIX ve VVIX İndeksi



Grafik 7: S&P 500 – Nasdaq – Dow Jones Forward F/K oranları



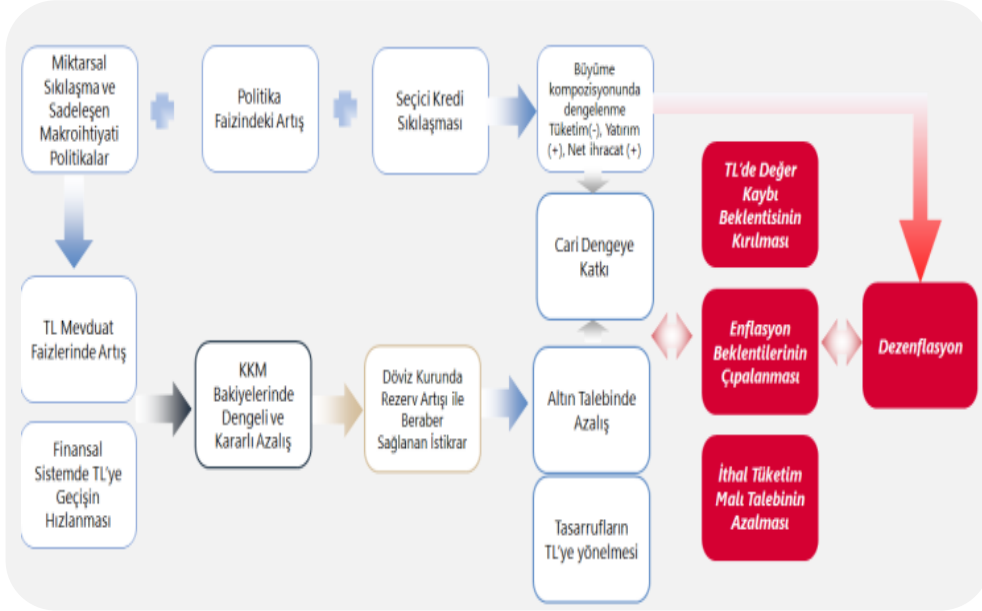
Grafik 8: ABD ve Almanya 10 Yıllık Tahvil Faiz Oranları(%)



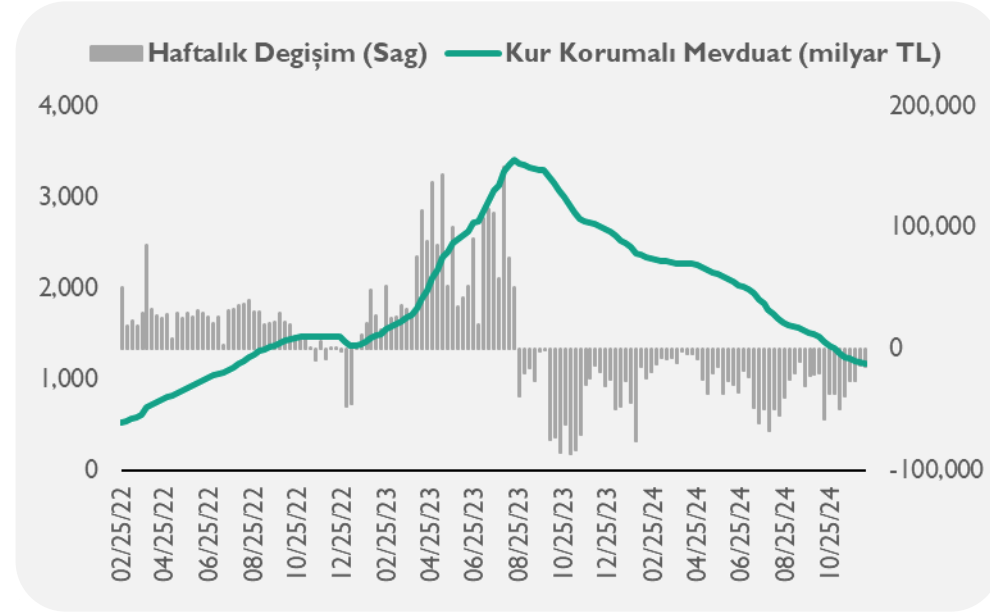
Türkiye Para Politikası ve Enflasyon

Türkiye ekonomisi 2024 yılını para ve maliye politikalarında uygulanan sıkı görüntünün etkisinde geçirdi. Para politikasında sıkılaştırma süreci geçtiğimiz yılın Haziran ayında 650 baz puan faiz artışı ile başlamış olsa da 2024 yılından bu yana toplamda 415 baz puan artışla sıkı görünüm kararlılıkla devam etti. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB), para politikasında sıkılaştırma süreciyle birlikte kredi genişlemesinde sınırlayıcı adımlar atarak parasal aktarım mekanizmasını kontrol altında tutmaya çalıştı. Ayrıca likidite koşullarında sıkılaştırma süreciyle birlikte Kur Korumalı Mevduatta (KKM) çıkış süreci önemli ölçüde hız kazandı. 2024 yılının başından bu yana KKM'de yaklaşık 55 milyar dolar seviyesinde azalış yaşandı. Sıkı para politikasının etkisiyle TL mevduat payı geçen yıla göre %16 artış gösterdi.

Grafik 9: Parasal Aktarım Mekanizması



Grafik 10: Kur Korumalı Mevduat Seyri (Milyon TL)

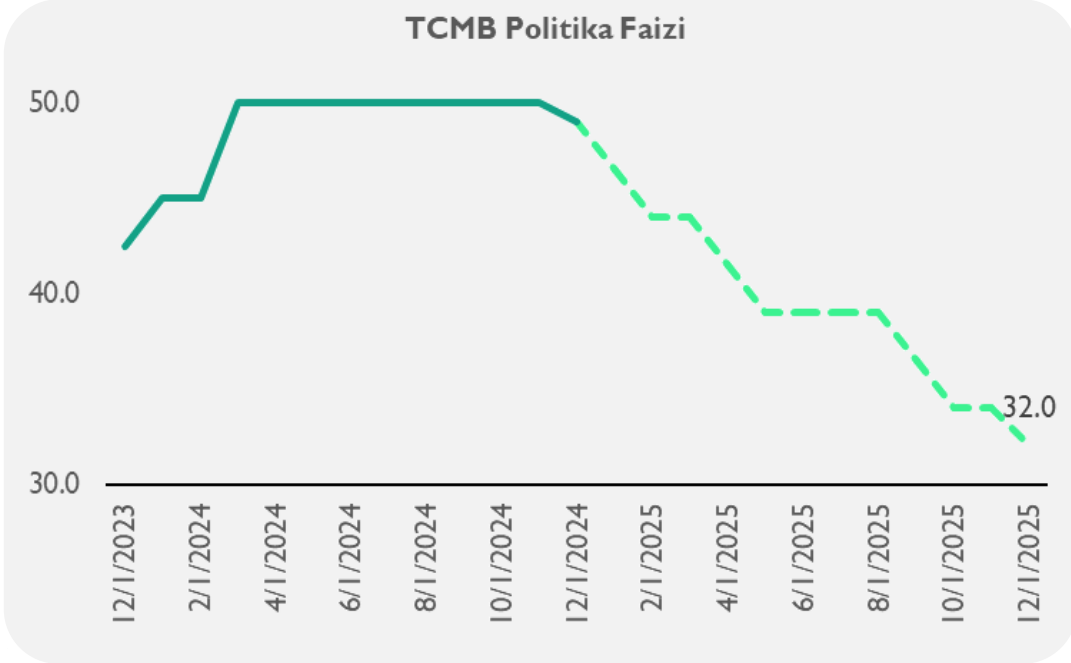


Sıkı para politikasının enflasyon rakamları üzerinde yılın ikinci yarısından sonra daha belirgin bir şekilde hissedilmeye başlandı. Jeopolitik risklerin artması nedeniyle emtia fiyatlarında yıl boyunca dalgalı seyir görünse de yılın üçüncü çeyreğinden sonra emtia fiyatlarında yaşanan düşüş enflasyon oranının gerilemesine katkı sağlamıştır. Mayıs ayında %75,45 ile zirveye ulaşan enflasyon oranı sonrası, hizmet fiyatlarında yaşanan katı görünüme rağmen sıkı para politikasının etkisiyle azalmaya devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılının ilk çeyreğinde baz etkisinin de katkısıyla enflasyon oranında düşüşün süreceğini ön görüyoruz. Yılın ikinci yarısından sonra baz etkisinin azalmasıyla birlikte enflasyon oranındaki azalan görüntünün süreceğini düşünüyoruz.

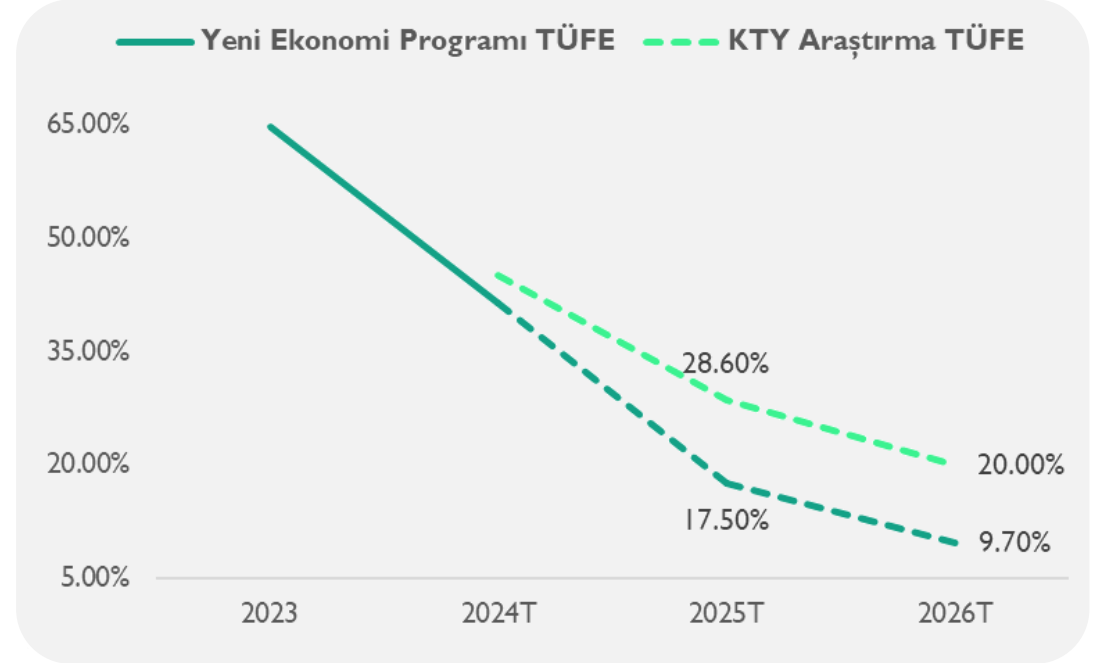
Türkiye Para Politikası ve Enflasyon

Enflasyon oranının görüntüsünü birkaç değişken üzerinde takip edeceğiz. Bu değişkenlerin başında sıkı para politikasının enflasyon oranıyla paralel hareket etmesi geliyor. Ayrıca, döviz kurunda istikrarın devam etmesi, hizmet fiyatlarının yanı sıra kira kaleminde de yaşanan katılık ve gıda fiyatları enflasyon görünümünde belirleyici olmasını bekliyoruz. Bu bağlamda 2025 yıl sonu enflasyon tahminimiz %28,6 seviyesinde şekilleniyor. Para politikası ile enflasyon oranının uyumunu göz önünde bulundurduğumuzda pozitif reel faiz sürecinin devam etmesini bekliyoruz. TCMB'nin, Aralık ayı toplantısında 100 baz puan faiz indirimi ile başlayarak 2025 yılı sonunda Politika Faiz Oranını %32 seviyesine kadar düşürebileceğini ön görüyoruz. Faiz indirim patikasının ise yılın ilk yarısında daha agresif olabileceğini değerlendiriyoruz. Yılın ikinci yarısında ise yukarıda belirttiğimiz risklerin takip edilmesi çerçevesinde daha ılımlı bir indirim patikası görebiliriz.

Grafik 11: TCMB Politika Faiz Oranı 2025 yılı Tahmini (%)



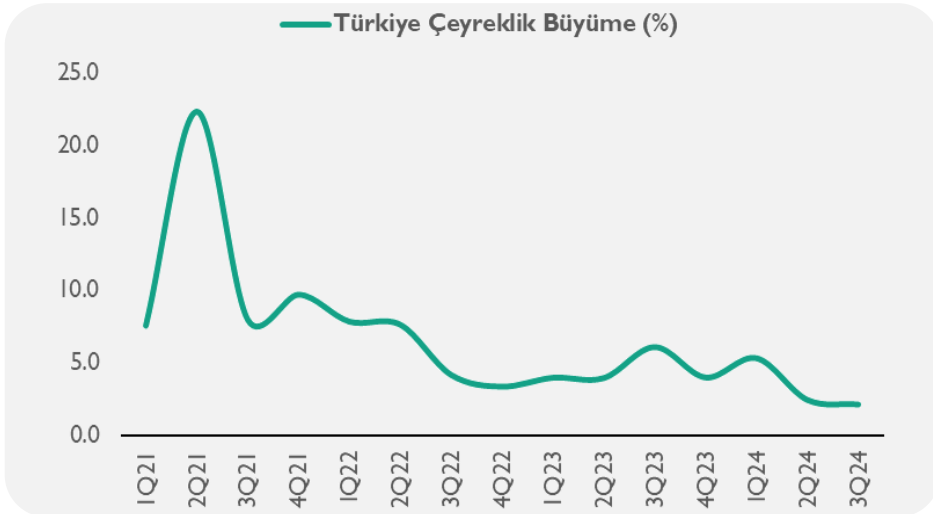
Grafik 12: Enflasyon Beklentileri (%)



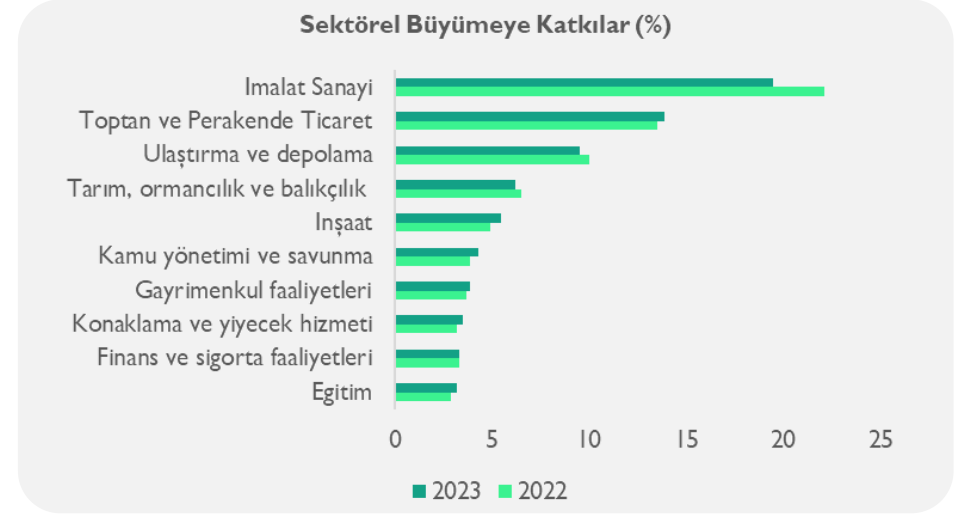
Türkiye Büyüme

- 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
- 2024 yılında sıkı para politikasının etkilerini büyüme rakamları üzerinde de hissettik. 2024 yılının üçüncü çeyreğinde Türkiye Ekonomisi geçen yılın aynı çeyreğine göre %2,1 büyüme kaydetti. 2024 yılı ikinci çeyrek büyüme oranı %2,5'ten %2,4'e revize edildiğini gördük. Üçüncü çeyrekte büyüme en fazla katkı sağlayan kalem %3,1 ile hanehalkı harcamaları oldu. Hane halkı harcamalarını %0,8'lik büyüme ile ihracat takip etti. İthalatın %9,6 küçülmesinin etkisiyle net ihracatın büyüme olan katkısı yükseldi. Yatırım kalemi ise para politikasında sıkılaştırmanın etkisiyle 2022 yılından bu yana ilk defa daralma gösterdi. Hane halkı harcamaları büyüme katkı veren en yüksek kalem olarak görünse de, artış hızında yavaşlama dikkat çekiyor. Büyüme rakamlarının detaylarında dikkat çeken kalem ise net dış talep oldu.
 - Sektörel bazda ise inşaat ön plana çıkmaya devam ediyor. Sektörler arasında en hızlı büyüme %9,2 büyüme ile inşaat sektöründe yaşandı. İnşaat sektörünü %4,6 büyüme ile tarım sektörü takip etti. 2025 yılında TCMB'nin faiz indirim patikasına girmesiyle birlikte inşaat sektörünün büyüme olan katkısının artmasını bekliyoruz.
 - Net dış talep büyüme negatif katkı verse de toparlanmanın olması, ileriye dönük olumlu sinyaller veriyor. Sıkı maliye politikası nedeniyle kamu harcamaları kalemi de büyüme destek vermezken, ağırlıklı olarak özel sektör harcamaları büyümeyi desteklemeye devam etti. Benzer görüntünün yılın son çeyreğinde de devam etmesini bekliyoruz. 2024 yılı sonunda Türkiye Ekonomisinin %3,1, 2025 yılı sonunda ise %3,00 büyümesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısından sonra iç talebin artış hızını yükselterek büyüme kompozisyonuna katkı vereceğini öngörüyoruz.

Grafik 13: Türkiye çeyreklik büyüme oranı (%)



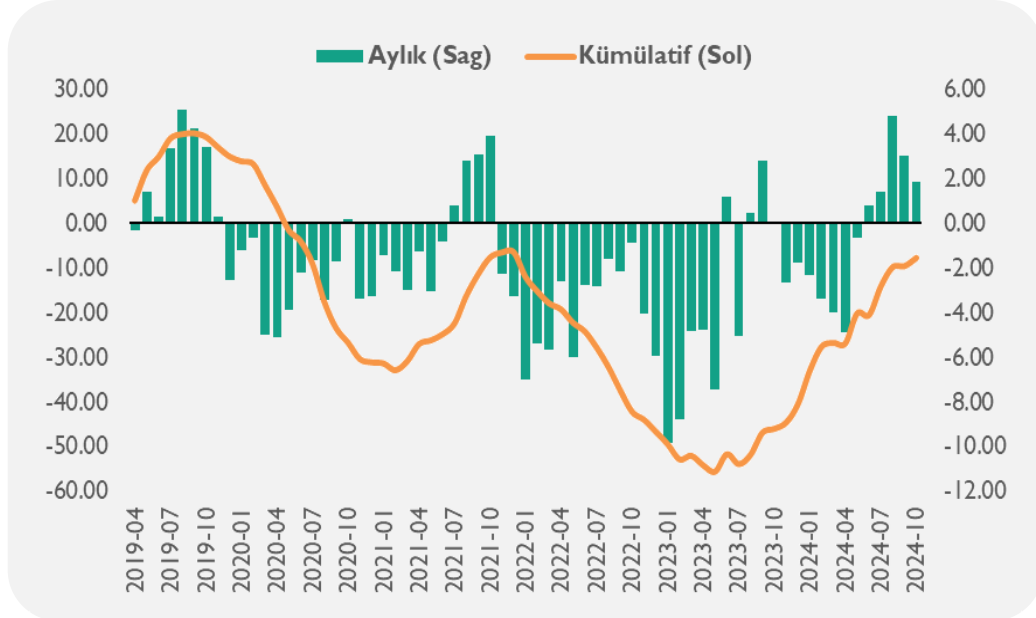
Grafik 14: Yıllık büyümede sektörlerin payları (%)



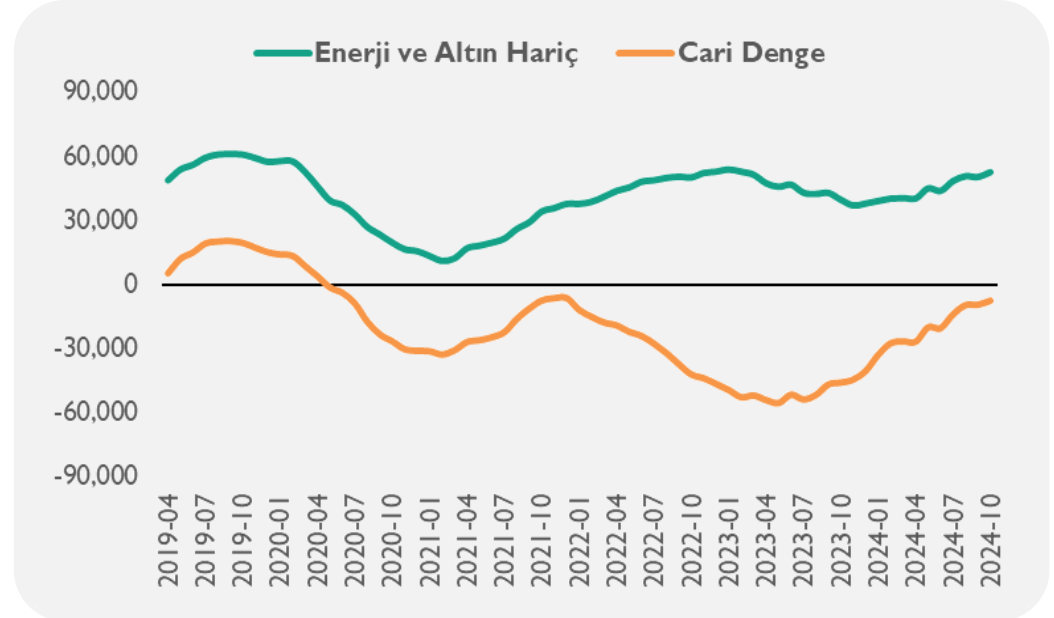
Türkiye Cari Denge

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- Enflasyon ile mücadelede kararlı görüntünün çizilmesinin ardından kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu üst üste yükseltmelerinin etkilerini rezervler üzerinde gördük. Para politikasının sıkılaştırılmasının ardından yabancı yatırımcıların tahvil piyasasına ilgisi yükseldi. 2024 yılında Carry Tradeler ön plana çıkarken, 13 Aralık haftasında TCMB'nin Brüt Rezervleri 163,4 Milyar Dolar, Net Rezervler 65,4 Milyar Dolar, Swap Hariç Net Rezerv 50,6 Milyar Dolar olarak gerçekleşti. CDS oranları 250 seviyesinin altına gerileyerek 2020 yılının Şubat ayından bu yana en düşük seviyesine ulaştı.
- Sıkı para politikalarının etkileri cari denge rakamları üzerinde de hissedildi. Reel kurun değer kazanması ve Avrupa Bölgesi'ndeki yavaşlamanın ihracat rakamlarına olumsuz etkisi görülse de, enerji fiyatlarındaki düşüş ve iç talep daralması cari açığın hızla azalmasında etkili oldu." Geçtiğimiz yıl 30 milyar Doları aşan altın ithalatı kaleminin bu yıl sert düşüşle 11 milyar dolar seviyesine kadar geriledi. Açıklanan son cari denge rakamları sonrası cari açık seviyesinin milli gelire oranı %1 seviyesini aşığına geriledi. Bu oranın sürdürülebilir olmadığını düşünmekle beraber bu yılı %1.1 seviyesinde, 2025 yılını ise azalacak olan faiz oranlarının etkisiyle artmasını beklediğimiz iç talep sonrası 2025 yılını %1.6 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. Bu tahmine göre 2025 yılında 24.5 milyar Dolar civarında cari açık ön görmekteyiz.

Grafik 15: Ödemeler Dengesi

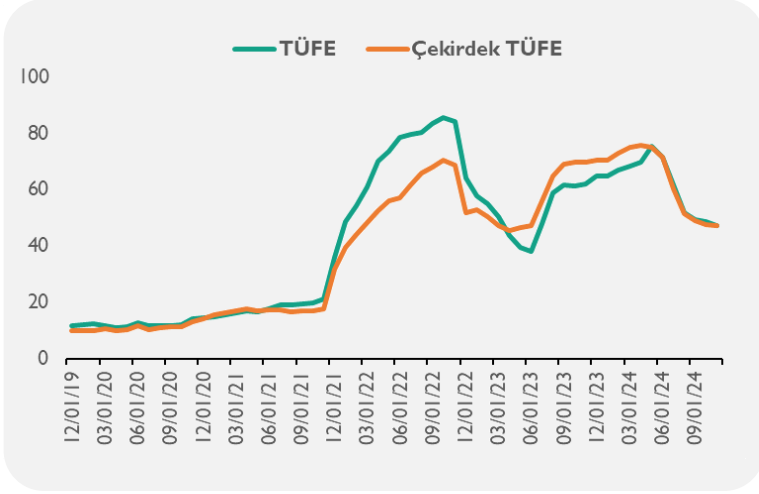


Grafik 16: Altın ve Enerji Hariç Cari Denge

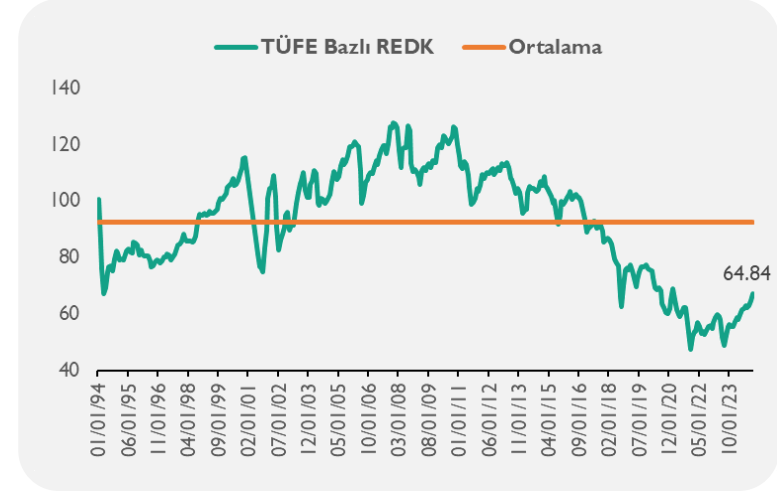


Türkiye Ekonomisi

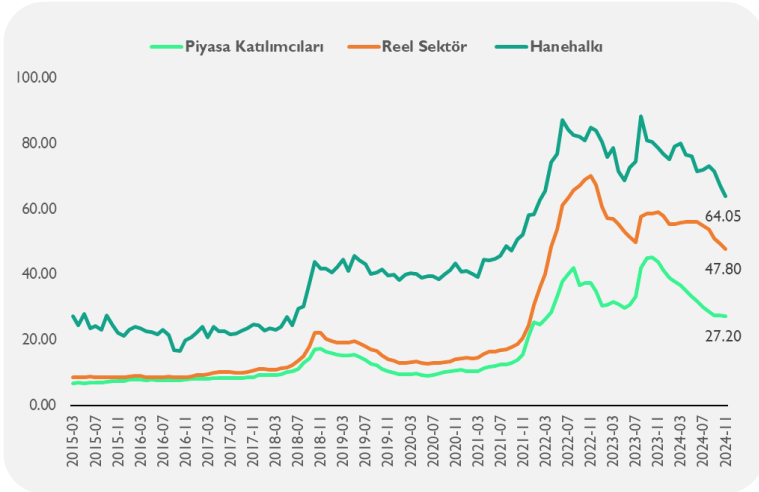
Grafik 17: Türkiye TÜFE ve Çekirdek TÜFE(%)



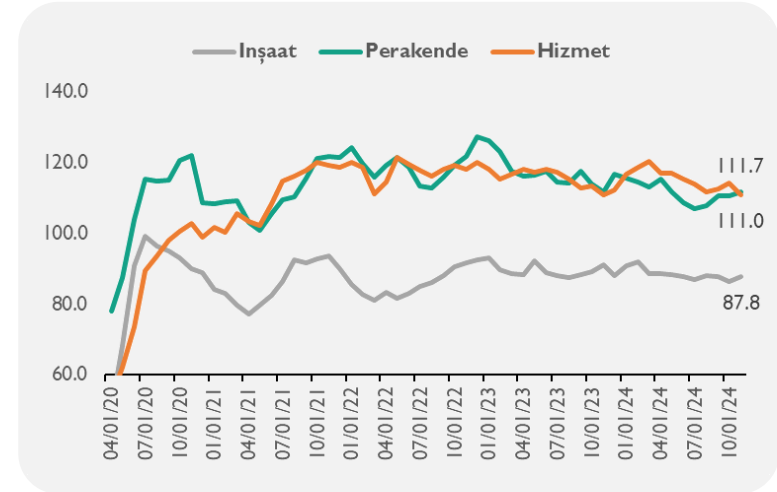
Grafik 18: TÜFE Bazlı REDK



Grafik 19: Enflasyon Beklentileri

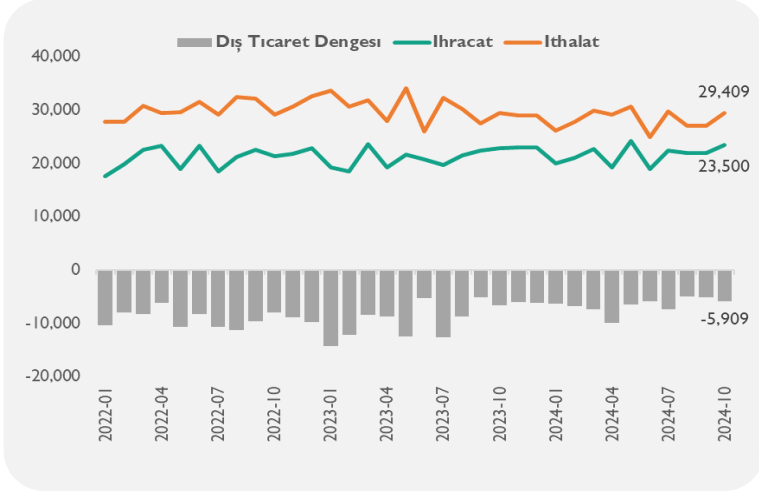


Grafik 20: Sektörel Görünüm

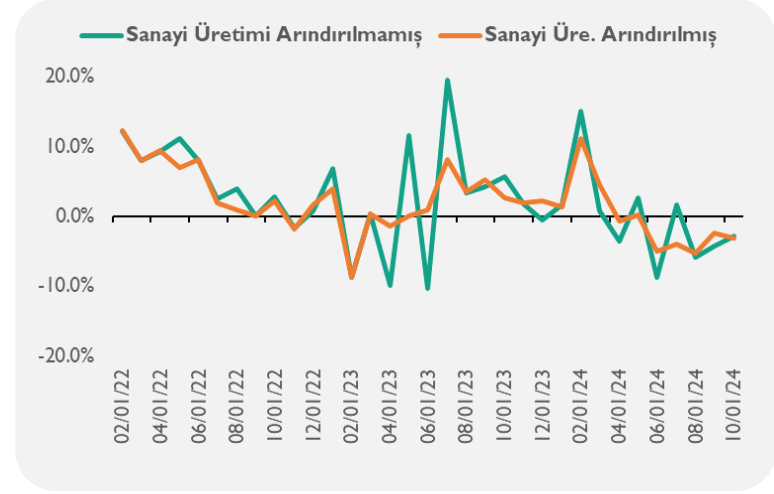


Türkiye Ekonomisi

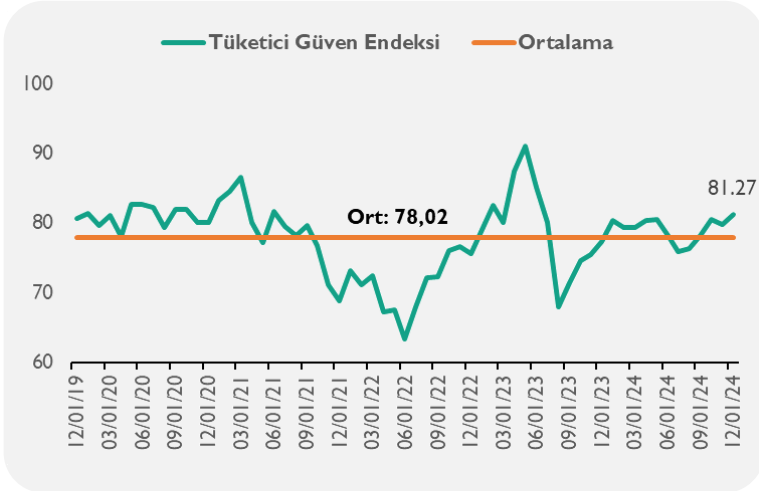
Grafik 21: Dış Ticaret Dengesi



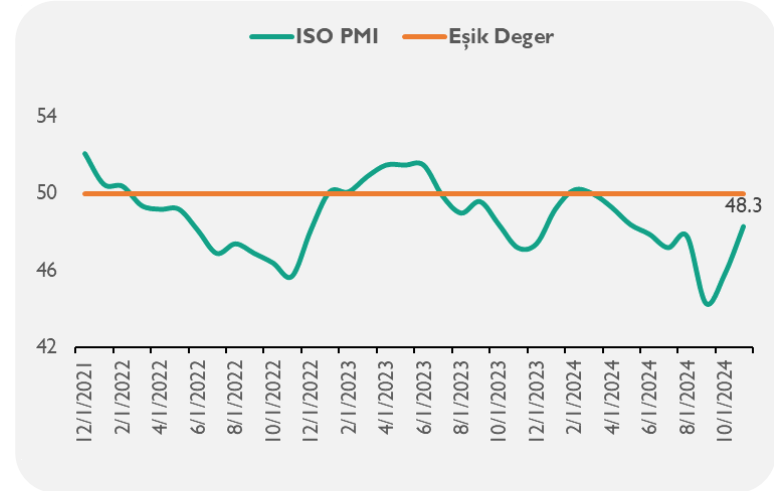
Grafik 22: Sanayi Üretimi



Grafik 23: Tüketici Güven Endeksi



Grafik 24: PMI Verileri



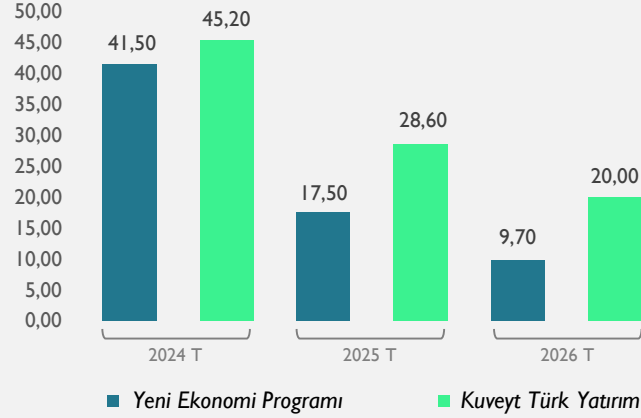
Kuveyt Türk Yatırım Makroekonomik Tahminlerimiz

	2023	2024T		2025T		2026T	
	YEP	YEP	KTY	YEP	KTY	YEP	KTY
Enflasyon Oranı (Yıl Sonu)	64,8%	41,50%	45,20%	17,50%	28,60%	9,70%	20,00%
GSYH (Milyar TL)	26,546	44,218	43,964	61,54	62,315	72,915	80,987
GSYH (Milyar Dolar)	1,130	1,331	1,332	1,465	1,542	1,642	1,703
GSYH Büyüme	5,10%	3,50%	3,00%	4,00%	3,10%	4,50%	4,00%
Cari Denge (Milyar Dolar)	-45	-22	-13	-28,6	-24,5	-25,6	-25
Cari Denge / GSYH	-4,00%	-1,70%	1,00%	-2,00%	1,60%	-1,60%	1,40%
TCMB 1 Hafta Repo Faiz Oranı	42,50%	-	49%	-	32%	-	22%
Gösterge Tahvili (Yıl Sonu)	25,10%	-	-	-	-	-	-
USD/TRY (Yıl Sonu)	29,4	-	35,0	-	44,8	-	49,0

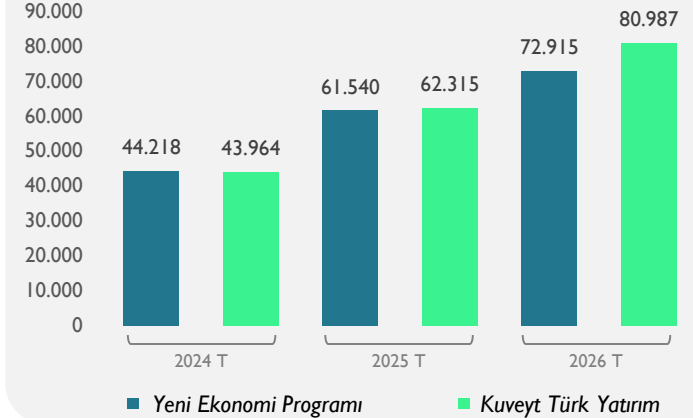
YEP: Yeni Ekonomi Programı **KTY:** Kuveyt Türk Yatırım

Kuveyt Türk Yatırım Makroekonomik Tahminlerimiz

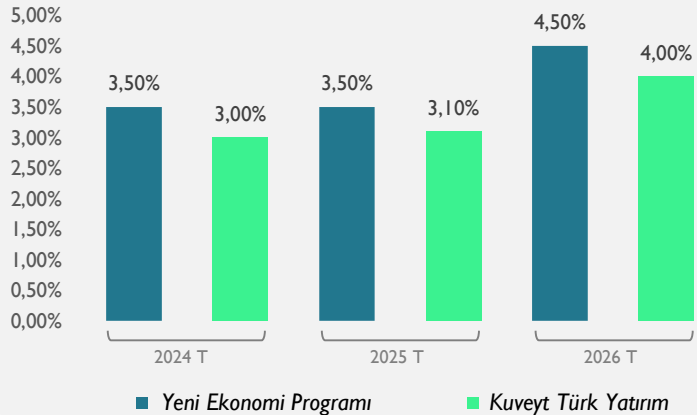
Enflasyon Oranı Tahminleri (Yıl Sonu, %)



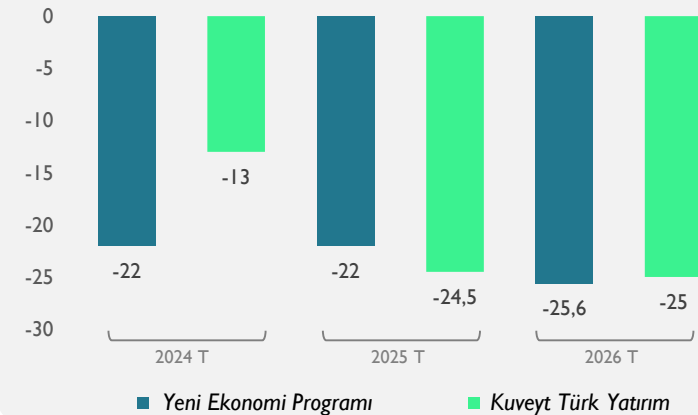
GSYH (Milyar TL)



GSYH Büyüme



Cari Denge (Milyar Dolar)

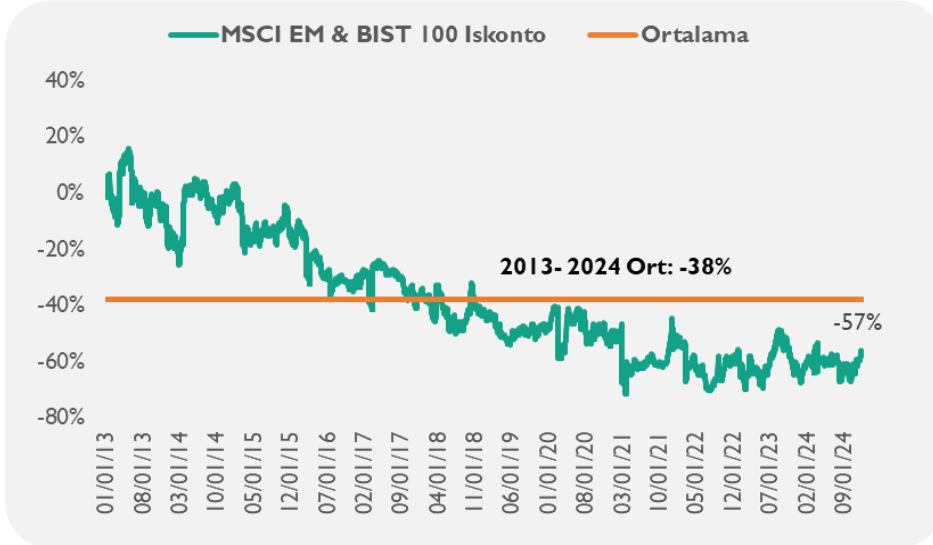


2025 Yılında Hisse Senedi Piyasası

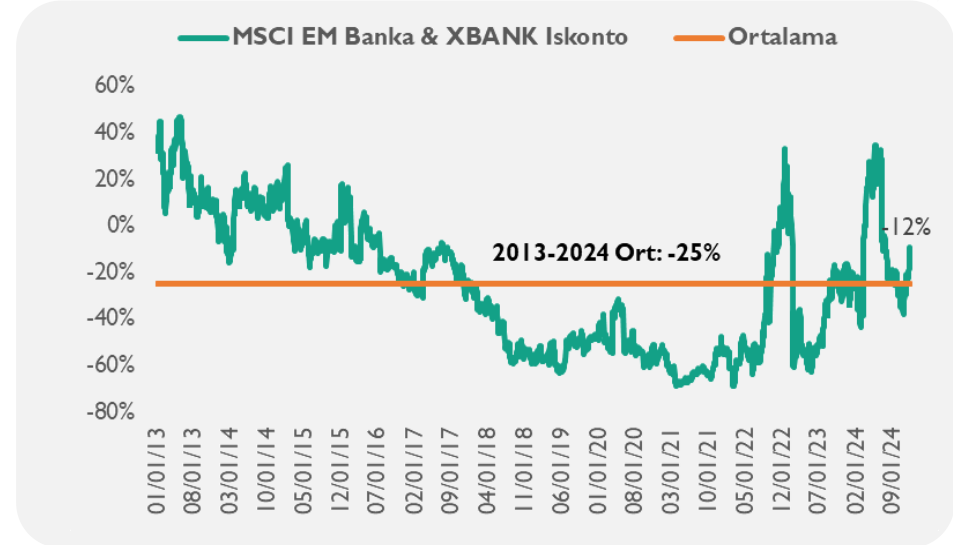
Türkiye Piyasaları

- 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
- Hisse senedi piyasası, 2024 yılında birkaç faktörün etkisi altında kaldığını gördük. Uygulanan sıkı para politikası sonrası yükselen faiz oranı nedeniyle, portföy çeşitlendirmelerinin başta Para Piyasası Fonları olmak üzere daha az riskli ürünlere yönlendirdi. Portföy çeşitlendirmelerinin yanı sıra hem enflasyon muhasebesinin etkisi hem de ekonomide yaşanan daralma sonrası birçok şirketin bilançolarının tahminlerin altında kaldığını gördük. Enflasyon muhasebesi nedeniyle de doğru tahmin yapmanın zor olduğu bir yılı da geride bıraktık. Birçok şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinde önemli yükselişler yaşandı. BIST Tüm şirketlerinin net karı, yaşanan gelişmeler paralelinde 3Ç24'te yıllık bazda %36 düşüyle 219,7 milyar TL'ye geriledi. 3Ç24'te 238 şirket net zarar, 310 şirket ise net kar açıkladı. BIST 100 endeksi yıl başından bu yana (20 Aralık 2024) %30,2, Dolar bazında ise yaklaşık %9 yükseldi. En çok artış gösteren sektör %80,9 ile sigorta olurken, en çok düşüş gösteren sektör ise %19,5'lik düşüyle spor oldu. Bankacılık endeksi yıl boyunca BIST 100 endeksine en fazla katkı veren sektör olarak öne çıktı. BIST 100 endeksine yıl başından bu yana en fazla katkı veren hisseler sırasıyla BIMAS (342 Puan), AKBNK (338 Puan), GARAN (254 Puan), TCELL (186 Puan) ve SAHOL (169 Puan) oldu.
 - BIST 100 endeksinin göreceli zayıf performans sergilemesinin başta F/K oranı olmak üzere belirli oranlara göre iskontolu görüntü sergilediğini düşünüyoruz. BIST 100 endeksi 12 ay ileri 5.87x Fiyat Kazanç (F/K) oranıyla MSCI Gelişmekte olan ülke borsalarına göre %57 iskontolu işlem görüyor. BIST 100 endeksi üzerinde ağırlığı en yüksek sektör olan Bankacılık sektörü MSCI gelişmekte olan Bankacılık endeksi PD/DD oranı ortalamasına göre %12 iskontolu işlem görmektedir. Son 10 yıllık ortalama %25 seviyesinde bulunmaktadır.

Grafik 25: MSCI EM & BIST 100 İskonto Oranı (%)

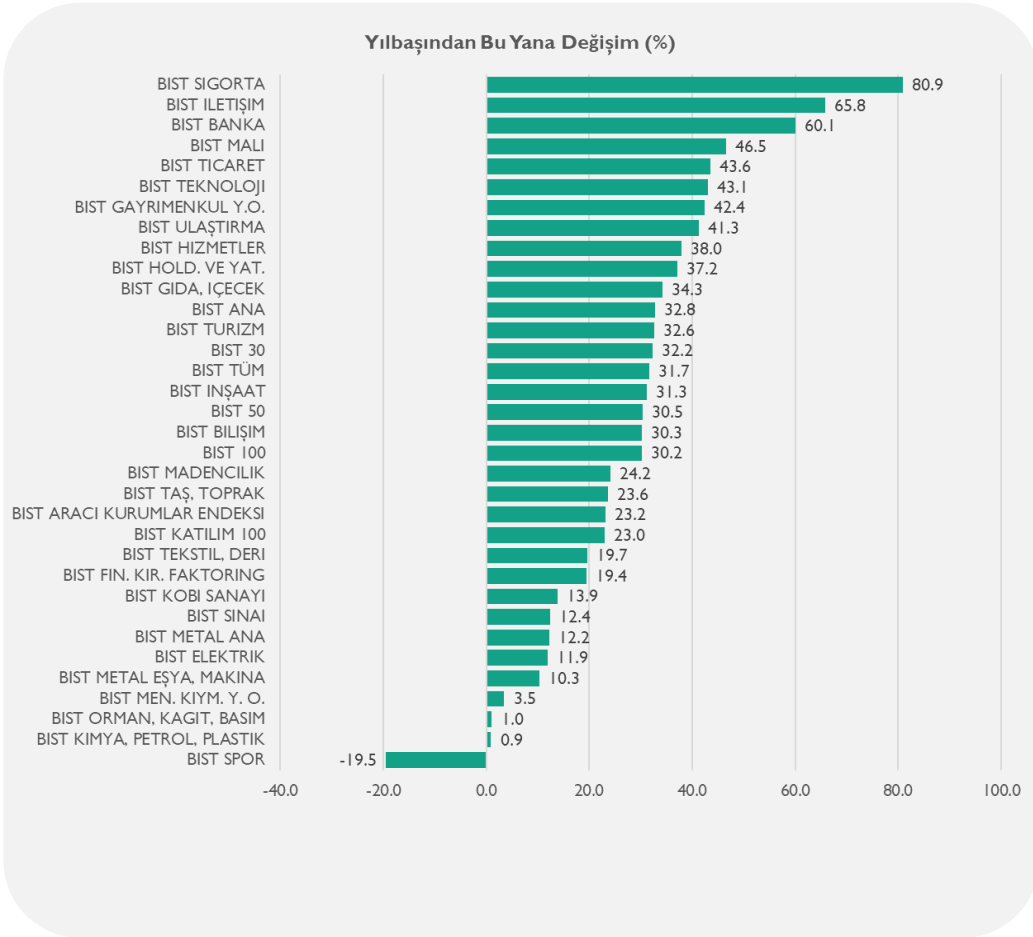


Grafik 26: MSCI EM Banka & XBANK İskonto Oranı (%)

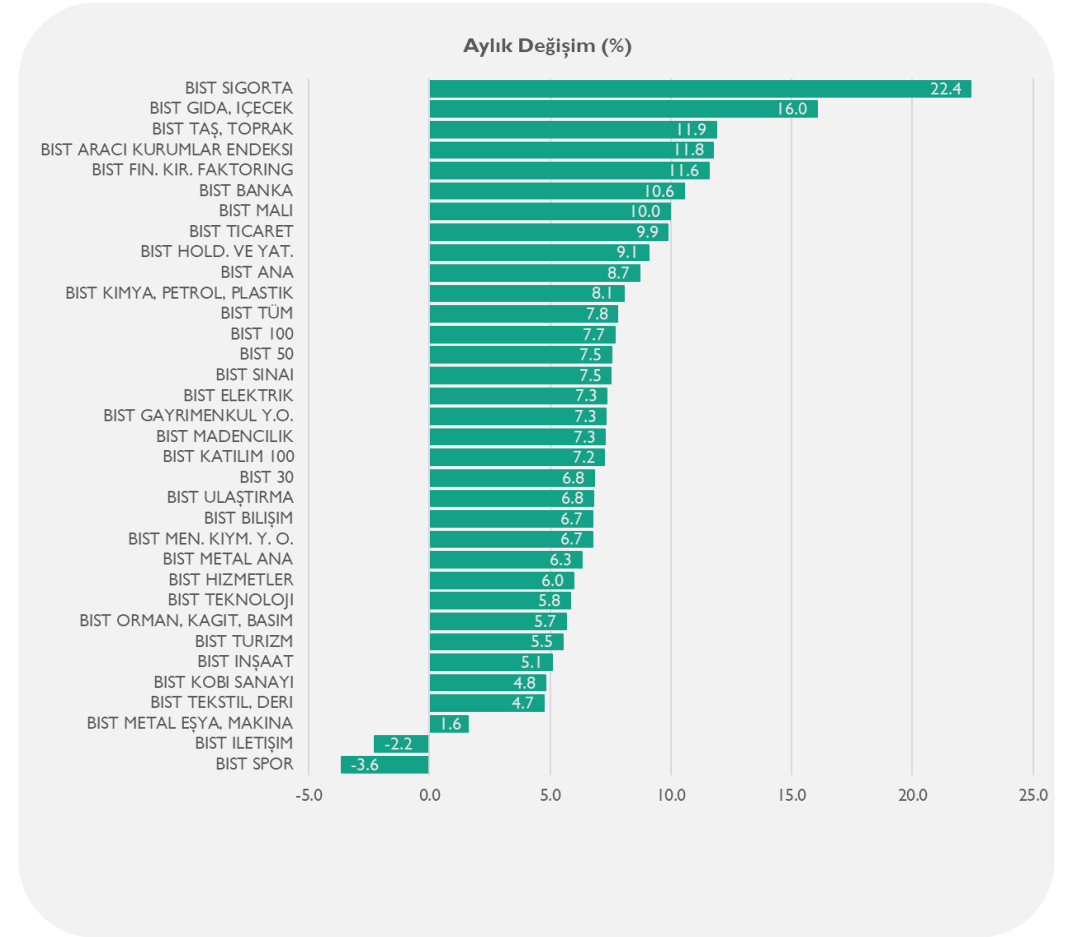


Türkiye Piyasaları

Grafik 27: Yılbaşıdan İtibaren Getiri Oranları (%)

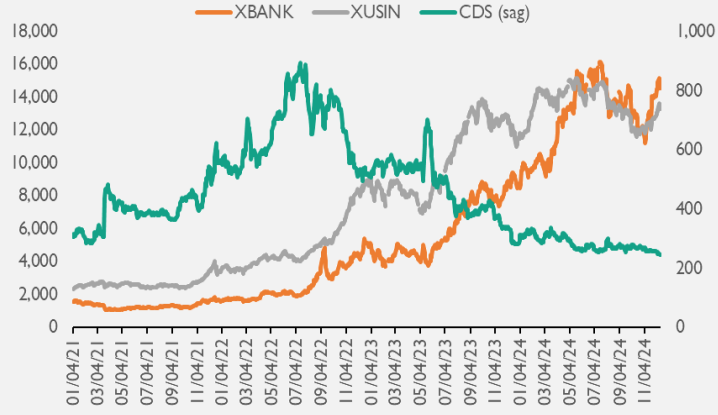


Grafik 28: Aylık Getiri Oranları (%)

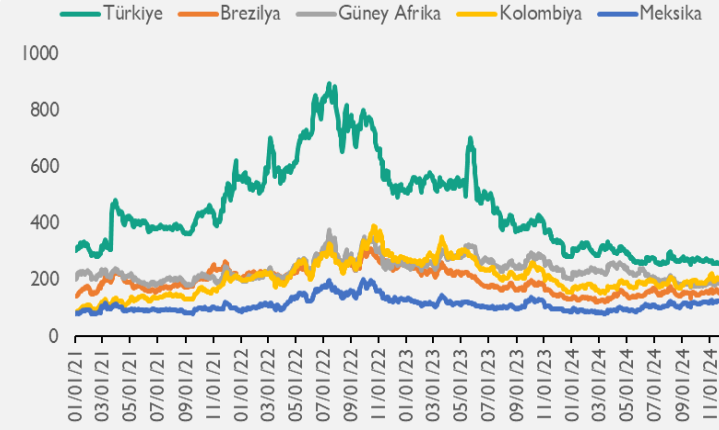


Türkiye Piyasaları

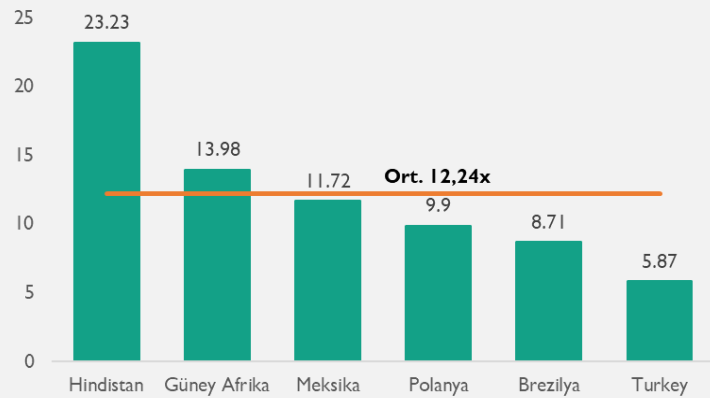
Grafik 29: XBANK, XUSIN, CDS



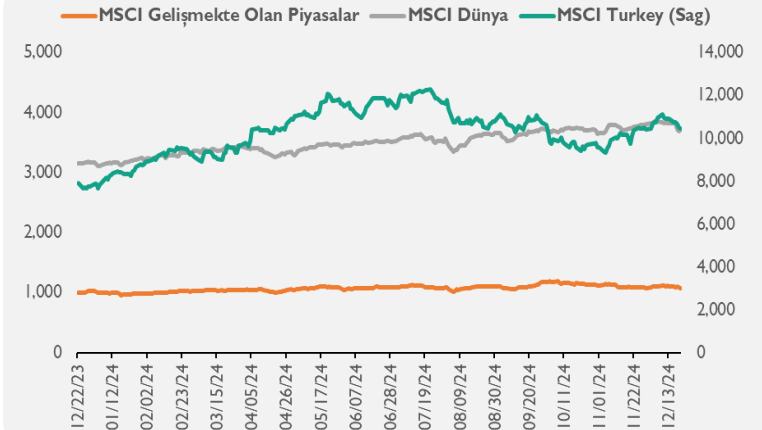
Grafik 30: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerin CDS



Grafik 31: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerin F/K Oranı

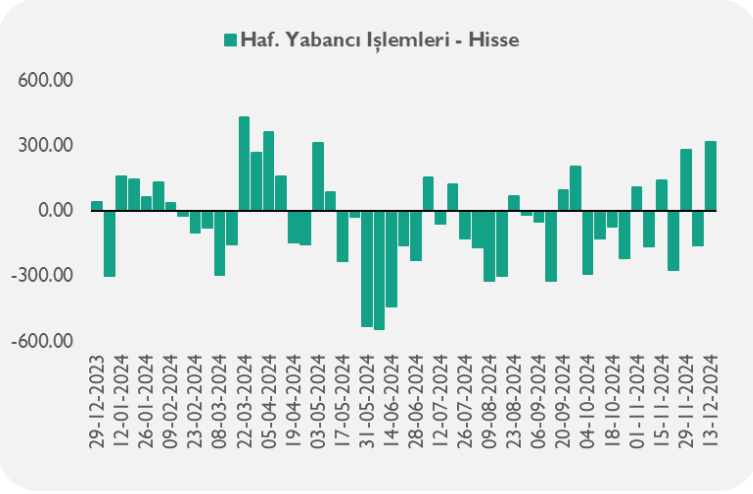


Grafik 32: MSCI Karşılaştırma

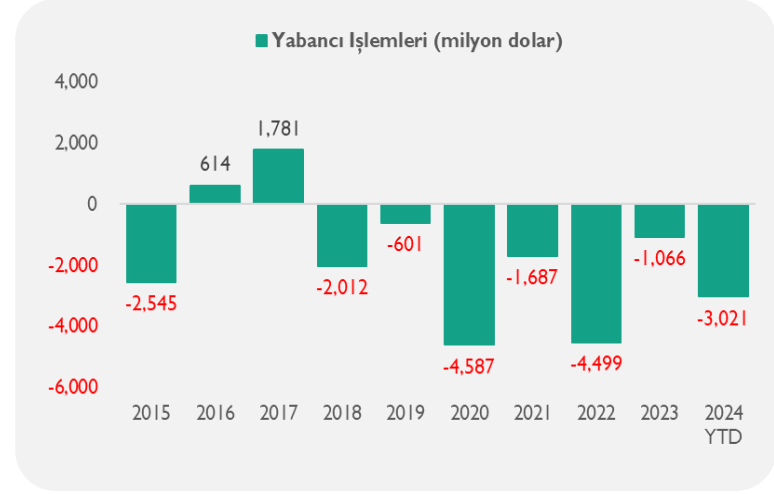


Türkiye Piyasaları

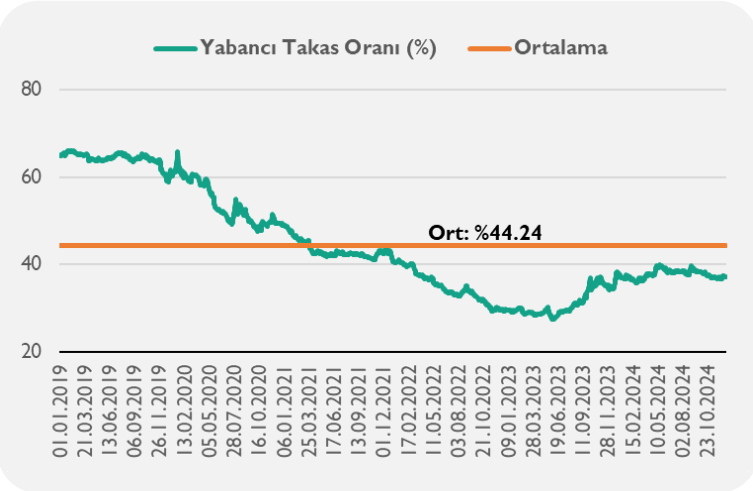
Grafik 33: Haftalık Yabancı İşlemleri



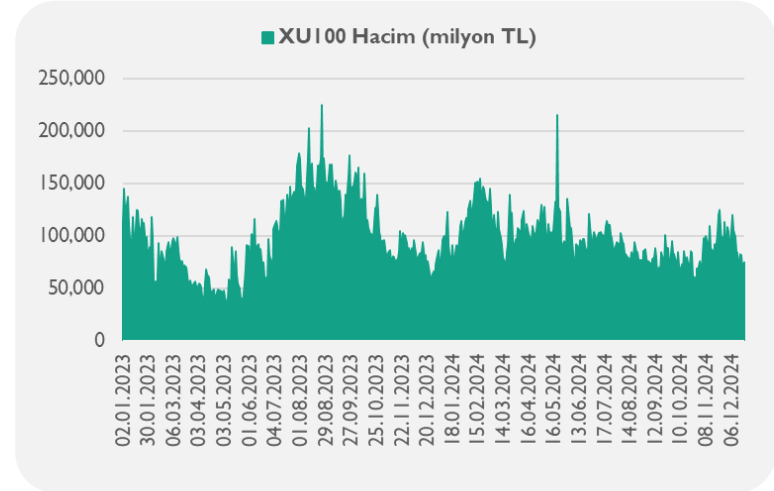
Grafik 34: Yabancı İşlemleri



Grafik 35: BIST Yabancı Takas Oranı



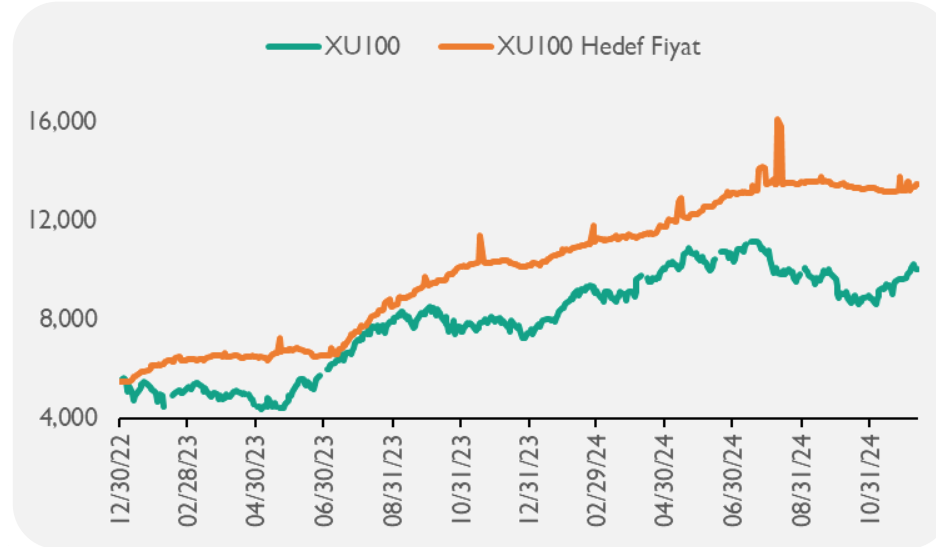
Grafik 36: BIST 100 Hacim



Türkiye Piyasaları

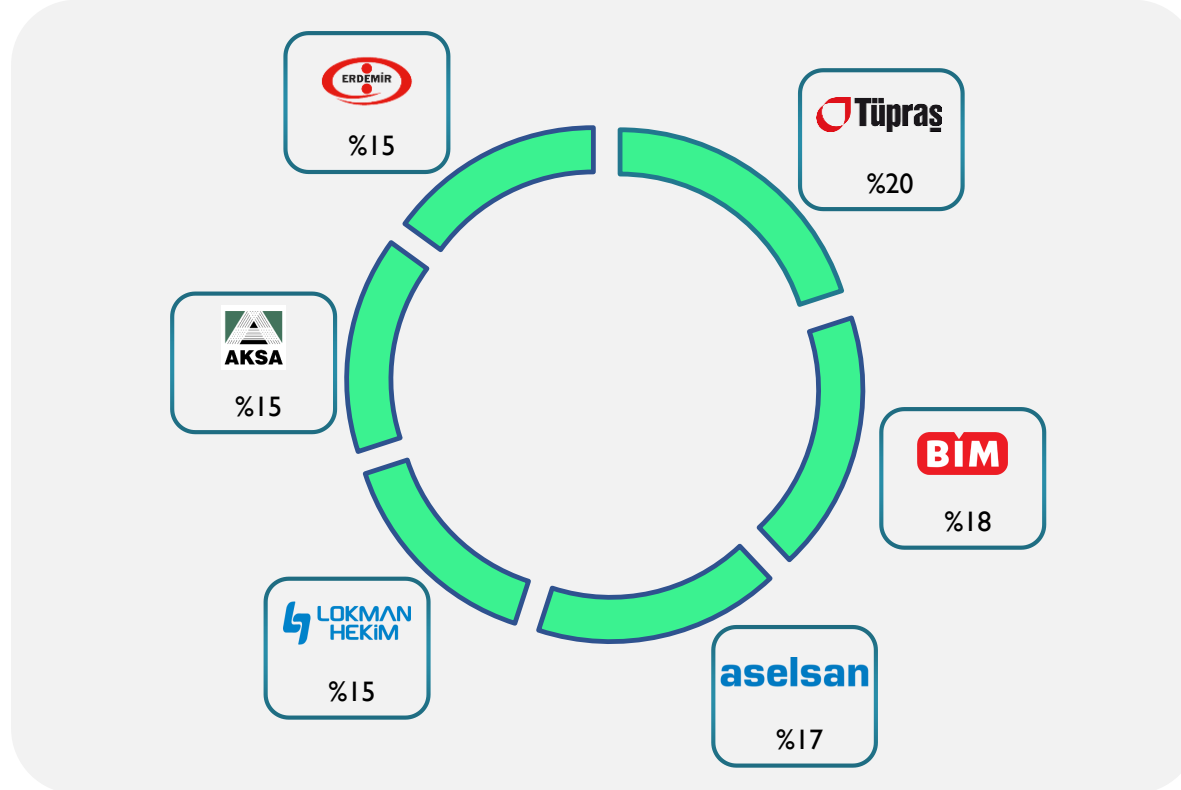
- 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
- 2025 yılında Borsa İstanbul'u etkileyecek ana senaryonun TCMB'nin ılımlı genişleyici para politikasına yönelmesi olduğunu düşünüyoruz. TCMB'nin bu adımları reel ekonomiyi destekleyecek ve özellikle şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Borçlanma Maliyetlerinde düşüş sürecini başlatacaktır. Bu süreçten bazı sektörlerin pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Pozitif ayrışmasını beklediğimiz sektörler ise Bankacılık, GYO, otomotiv, demir - çelik ve savunma sanayii olarak değerlendiriyoruz. Ayrıca, 2 Ocak itibariyle BIST 50 şirketlerinde başlayacak olan açığa satış işlemlerinin de Borsa İstanbul'un işlem hacminin yükseltmesini bekliyoruz. Ancak, açığa satış işlemleri sonrası endeks üzerindeki oynaklığın da yükseleceğini ön görüyoruz.
 - 2025 yılında küresel görünümde önemli değişiklikler olacağı beklentimiz çerçevesinde, yurt içinde toparlanma sürecinin hızlanacağı ön görüşüyle birlikte 2025 yıl sonu BIST 100 endeksi beklentimiz 14.100 seviyesinde yer alıyor. Özellikle BIST 100 endeksinin emsal borsalara göre iskontolu olmasını önemli buluyoruz. Tahminimizde olası sapmalara neden olabilecek riskleri ise, başta Suriye'de yaşanan gelişmelerin etkisi, hizmet fiyatlarının katı görüntüsünün devam etmesi nedeniyle TCMB'nin beklenenden daha az faiz indirimlerine yönelmesi, TL'nin tahminlerimizden daha hızlı değer kaybetmesi ve bu sürecin enflasyona geçiş etkisi olarak değerlendiriyoruz.

Grafik 37: XU100 ve XU100 Konsensüs Beklentisi



Kuveyt Türk Yatırım Model Portföy ve Beklentiler

2025 yılında küresel görünümde önemli değişiklikler olacağı beklentimiz çerçevesinde, yurt içinde ise toparlanma sürecinin hızlanacağı ön görüşüyle birlikte 2025 yıl sonu BIST 100 endeksi beklentimiz 14.100 seviyesinde yer alıyor. Özellikle BIST 100 endeksinin emsal borsalara göre iskontolu olmasını önemli buluyoruz. Tahminimizde olası sapmalara neden olabilecek riskleri ise, başta Suriye’de yaşanan gelişmelerin etkisi, hizmet fiyatlarının katı görüntüsünün devam etmesi nedeniyle TCMB’nin beklenenden daha az faiz indirimlerine yönelmesi, TL’nin tahminlerimizden daha hızlı değer kaybetmesi ve bu sürecin enflasyona geçiş etkisi olarak değerlendiriyoruz. Bu bağlamda Kuveyt Türk Yatırım Katılım Endeksi Model Portföyümüzü Tüpraş <TUPRS TI>, Bim Birleşik Mağazalar <BIMAS TI>, Aselsan Elektronik <ASELS TI>, Lokman Hekim <LKMNH TI> Aksa Akrilik <AKSA TI> ve Erdemir <EREGL TI> hisse senetlerinden oluşturuyoruz. Model Portföy içinde ağırlığı en yüksek olan şirket %20 ile TUPRS olurken, sırasıyla BIMAS %18, ASELS %17, LKMNH %15, AKSA %15 ve EREGL %15 oldu.

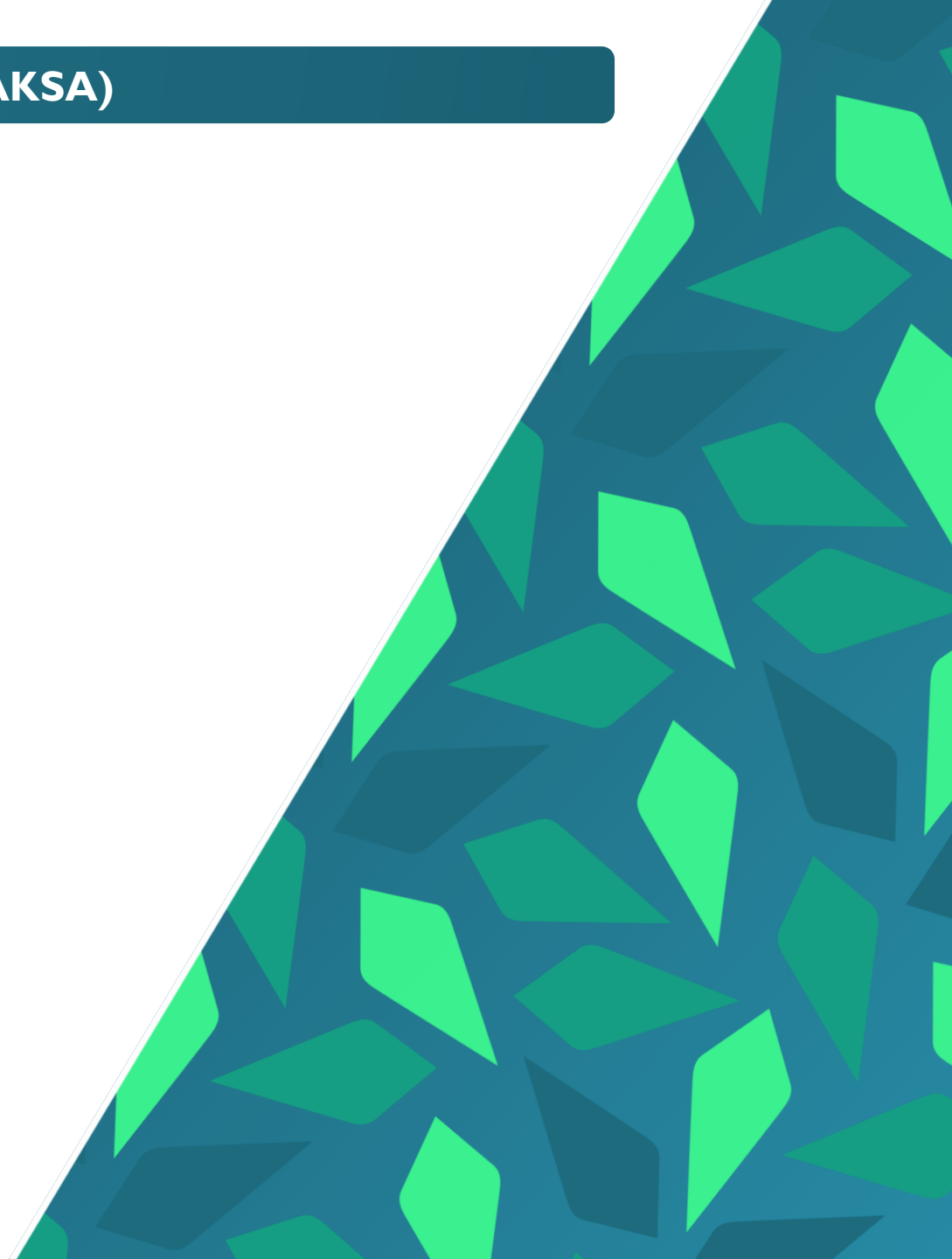


Şirketlere Bakış

Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş. (AKSA)



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8



"AL"

Tavsiye

16,10 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

11,41 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 41

Yükseliş Potansiyeli (%)

8 **Sektördeki daralmaya karşı kapasite kullanım oranı korunmuştur.** Aksa Akrilik'in ana faaliyet alanlarını teknik ve tekstil elyaf ürün grupları oluşturmaktadır. Türkiye'de uygulanan sıkı para politikaları ve ekonomik önlemler, ikinci ve üçüncü çeyreklerde belirgin bir ekonomik durgunluğa neden olmuştur. Bu durum, birçok sektörde olduğu gibi tekstil sektörünü de olumsuz etkilemiş, artan finansman ve işletme maliyetleri talepte daralmalara yol açmıştır. Ancak, sektörün lider üreticisi olan Aksa, 2024 yılının ilk dokuz ayında %84 kapasite kullanım oranı ve %47 ihracat oranı ile güçlü bir performans sergilemiştir. Şirket'in önümüzdeki yıl ortalama kapasite kullanım oranını koruyacağını öngörüyoruz. Ayrıca, 2025 yılında ülkelerin parasal genişleme politikalarıyla beraber talepte bir miktar toparlanma bekliyoruz.

7 **Akrilonitril'de ("ACN") ortalama seyir sürüyor.** Akrilonitril ("ACN") genel olarak tekstil sanayiinde akrilik elyaf üretiminde kullanılan hammaddedir. Endüstrinin satış fiyatının ana belirleyicisi olan ACN uluslararası piyasalarda yıla 1.150 USD/ton seviyesinde başlayıp ortalama 1.300-1.400 USD/ton seviyesinde seyretmiştir. Buna bağlı olarak akrilik elyaf satış fiyatları da yükseliş kaydetmiştir. ACN için 2024 sonunda 1.200-1.400 USD/ton bandında fiyatlanma beklenmektedir. Önümüzdeki yıl için ACN fiyatlarında dar boğaz yaşanmasını beklemiyoruz. Fiyatlarda dalgalanmalar olsa da ACN'nin ortalama 1.300 USD/ton olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	AKSA TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	16,10
Kapanış (TL/hisse)	11,41
Yükseliş Potansiyeli (%)	41%
Piyasa Değeri (milyon TL)	44.328
Piyasa Değeri (milyon USD)	1.264
Firma Değeri (milyon TL)	48.672
Sermaye (milyon TL)	3.885
Halka Açıklık Oranı (%)	37,00

"AL"

Tavsiye

16,10 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

11,41 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 41

Yükseliş Potansiyeli (%)

8 **Dünya'nın en büyük elyaf üreticisi yatırımlarına devam ediyor.** Şirket, akrilik elyafta %25 pazar payı ile dünyanın en büyük elyaf üreticisi konumunu sürdürüyor. Bu doğrultuda yatırımlarına devam eden Aksa'nın yatırımlara yaklaşık 70-90 milyon USD'lik bütçe ayırdığını görmekteyiz. Bu bağlamda Aksafil çatısı altında maliyetleri düşürmek ve verimliliği artırmak hedefiyle 45 milyon dolara teknik iplik tesisi kuruluyor. İlk fazı Aralık 2024'te gerçekleşecek ve 2025'ten itibaren tam etkisini göreceğimiz 6.600 ton kapasiteli yatırımın yurt dışı pazar odaklı olmasını değerli buluyoruz. Ayrıca, Şirket'in 2025 yılında devreye almasını beklediğimiz 20 milyon USD'lik yatırımı olan "Ultra Yüksek Moleküler Ağırlıklı Polietilen Elyaf" (Mithra) üretim tesisinin gelecekte gelir yaratma potansiyeli barındırdığını düşünüyoruz. Mithra yatırımının FAVÖK'e yıllık yaklaşık 4 milyon USD'lik katkı sunması bekleniyor.

7 **Model portföyümüze ekliyoruz.** Değerlendirmemizde öne çıkan katalizörler; i) Ülkelerin parasal genişleme politikalarıyla talepte bir miktar toparlanma beklentisi ii) Talepteki toparlanmayla birlikte operasyonel performansta iyileşme beklentisi iii) Şirket'in ihracat payını teknik iplik tesisiyle birlikte artırma potansiyelinin olması. Aksa'yı 16,10 TL/hisse hedef fiyat ile Araştırma kapsamımıza alıyor ve model portföyümüze ekliyoruz. Şirket'i benzer piyasa çarpanları analizi yöntemiyle değerlendiriyoruz. Şirket hisseleri 2025T göre 21,10x F/K, 7,11x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Tahminler, TLmn	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	28,254	32,492	38,458
Büyüme (%)	18%	15%	18%
FAVÖK	5,029	6,628	7,845
Büyüme (%)	24%	32%	18%
Net Kar	1,553	2,112	2,577
Büyüme (%)	-6%	36%	22%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	17,8%	20,4%	20,4%
Net Kar Marjı	5,5%	6,5%	6,7%
Borçluluk			
Net Borç	3,922	2,599	1,569
Net Borç /FAVÖK	0,78	0,39	0,20
Değerleme Çarpanları			
F/K	28,69	21,1	17,29
FD/FAVÖK	9,64	7,11	5,88

Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş. (AKSA)

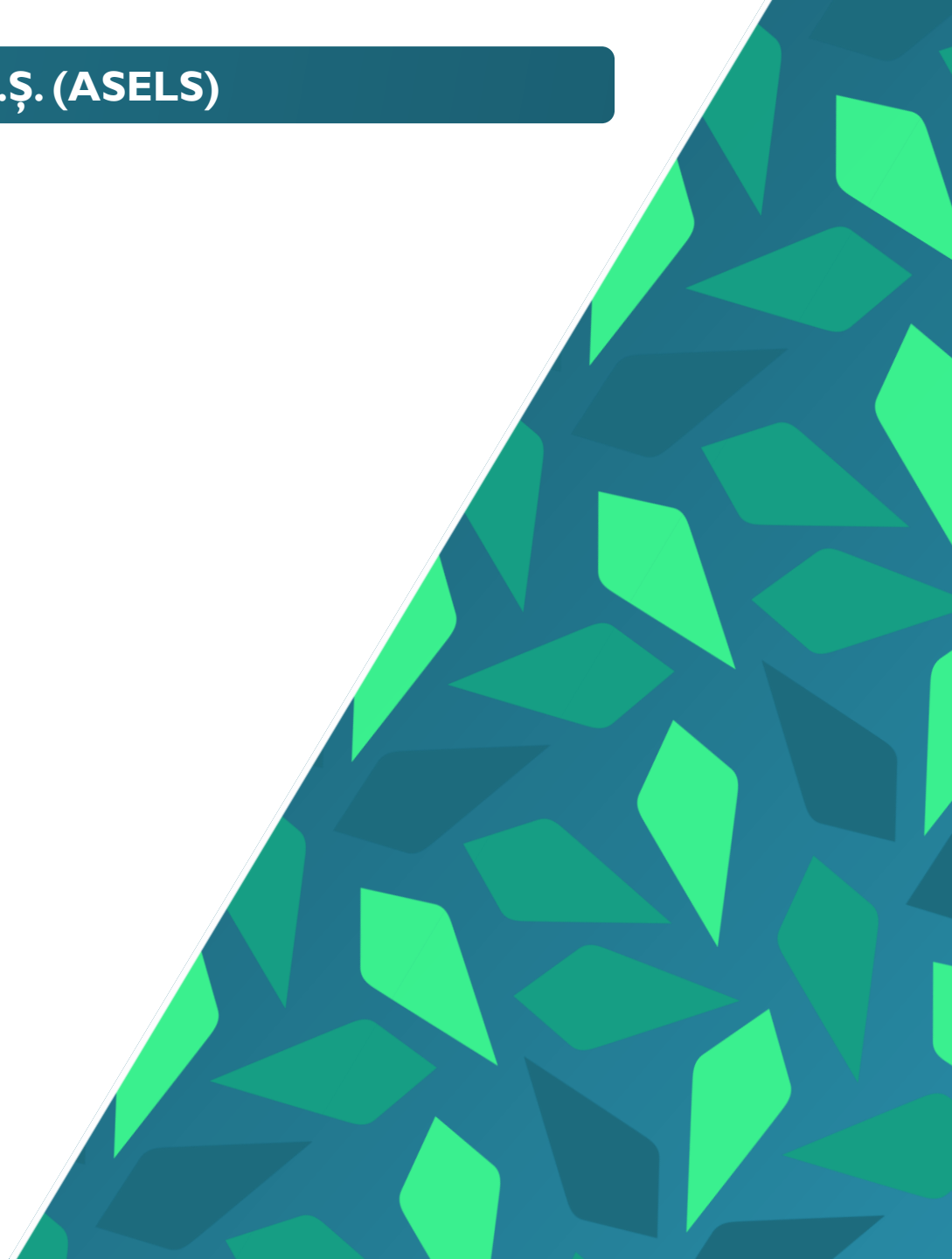


Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ASELS)

aselsan



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8



"AL"

Tavsiye

99,00 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

69,80 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 42

Yükseliş Potansiyeli (%)

- Aselsan'ı; i) Dünya ve Türkiye'de savunma harcamalarındaki artış, ii) yüksek bakiye siparişleri, iii) geniş ürün yelpazesi, iv) dövizle endeksli gelir yapısı, v) işletme sermayesi ihtiyacının etkisinin azalması ve vi) ekonomik aktivitenin daraldığı dönemde defansif iş modeliyle ön plana çıkarıyoruz.
- Bakiye siparişlerinin 2025'te 13,6 milyar dolar olmasını bekliyoruz.** Aselsan, 2018–2022 durgun döneminin ardından dünyada jeopolitik gerginliklerle artan savunma harcama ihtiyacını güçlü bilgi birikimi ve teknolojik ilerlemenin desteğiyle kendi lehine çevirmeyi başarmıştır. Şirket, 2023 yılında 5 milyar dolar değerinde ve 2024 yılının ilk dokuz ayında 3,2 milyar dolar yeni sözleşme imzalarken toplam bakiye sipariş tutarını 12,6 milyar dolar seviyesine çıkarmayı başarmıştır. Şirket'in bu dönemde yeni alınan işler/satışlar oranı 1,5x olarak gerçekleşmiş ve bu değer, son beş yıllık ortalama olan 1,14x'in üzerinde seyretmiştir. Aselsan'ın 2024 yılını 5 milyar doların üzerinde yeni sözleşmeyle tamamlamasını bekliyoruz. Yurt içi ve yurt dışı gelişmelere bağlı olarak yeni sipariş alımlarının yakın vadede güçlü kalmasını beklerken, 2025 yılında toplam bakiye siparişlerinin 13,6 milyar dolara yükselebileceğini düşünüyoruz. Güçlü bakiye siparişleri ve artan savunma harcamalarının etkisiyle 2025'te reel %10 büyümeye bekliyoruz.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	99.00
Kapanış (TL/hisse)	69.80
Yükseliş Potansiyeli (%)	42%
Piyasa Değeri (milyon TL)	318,288
Piyasa Değeri (milyon USD)	9,078
Firma Değeri (milyon TL)	348,076
Sermaye (milyon TL)	4,560
Halka Açıklık Oranı (%)	25.80

aselsan

Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ASELS)

"AL"

Tavsiye

99,00 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

69,80 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 42

Yükseliş Potansiyeli (%)

➤ **FAVÖK marjının %24,3'de konsolide olmasını bekliyoruz.** Aselsan, yılın ilk dokuz ayında 3,2 milyar dolar yeni bakiye siparişi imzaladı. Şirket'in bu dokuz aylık süreçte imzalanan sözleşmeler için yaptığı Ar-Ge harcamaları ve ağırlıklı olarak tahsilatların yılın son çeyreğinde gerçekleşmesinden kaynaklı FAVÖK marjı yıllık 0,25bps düşüşle %23,7'ye geriledi. Aselsan'ın güçlü rekabet gücü ve katma değerli yüksek teknoloji ürünleriyle 2024 yılını %24 FAVÖK marjıyla tamamlamasını bekliyoruz. Güçlü TL'nin etkisiyle 2024-2026T projeksiyonumuzda şirketin FAVÖK marjının %24,3'de konsolide olmasını öngörüyoruz. Bakiye sipariş gelirlerinin %82'sinin dolar, %18'inin TL olması varsayımımızın gerekçesi olarak karşımıza çıkıyor.

➤ **Net borç/FAVÖK'ün 2025'te 1,13x olmasını bekliyoruz.** Şirket'in net borcu 9A24'te yıllık bazda %65 artışla 29.788 milyon TL'ye yükseldi. Şirket'in net borç artışında yılın ilk dokuz ayında alınan işlere yönelik yapılan harcamalar etkili oldu. Aselsan'da yaşanan mevsimsellik nedeniyle teslimatlarda ivmelenme son üç ayda net bir şekilde görülmektedir. Şirket, dokuz aylık satışların %52'sini son üç aylık dönemde yapmaktadır. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğinde artan gelir etkisiyle 2024 yılını 29 milyar TL net borçla tamamlamasını tahmin ediyoruz. 2025 yılında güçlü bakiye siparişlerinin devamı ve ciro büyümesinin reel anlamda çift haneli olması nedeniyle net borcun 43,2 milyar TL'ye ve net borç/FAVÖK'ün 1,13x olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

➤ **Araştırma kapsamımıza alıyoruz.** Aselsan Elektronik'i 99 TL/hisse hedef fiyat ile Araştırma kapsamımıza alıyor ve model portföye ekliyoruz. Şirket'i dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemiyle değerlendiriyoruz. Şirket hisseleri 2025T göre 18,4x F/K, 9,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

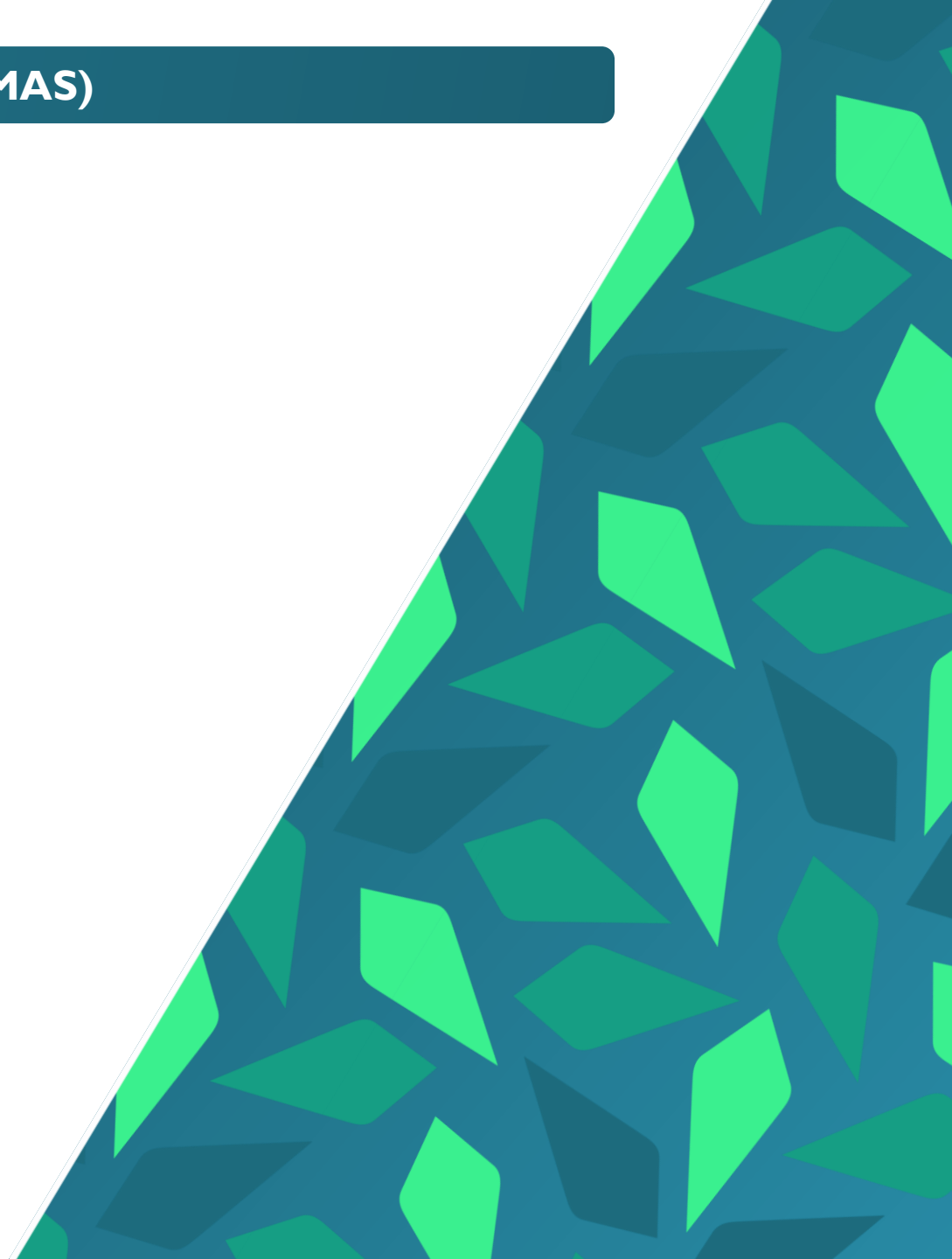
Tahminler, TLmn	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	111,050	157,014	188,067
Büyüme (%)	51%	41%	20%
FAVÖK	26,652	38,154	46,264
Büyüme (%)	73%	43%	21%
Net Kar	12,550	17,272	20,687
Büyüme (%)	72%	38%	20%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	24.0%	24.3%	24.6%
Net Kar Marjı	11.3%	11.0%	11.0%
Borçluluk			
Net Borç	29,000	43,250	49,040
Net Borç /FAVÖK	1.09	1.13	1.06
Değerleme Çarpanları			
F/K	25.4	18.4	15.4
FD/FAVÖK	13.1	9.1	7.5

aselsan

Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ASELS)

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS)

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8



"AL"

Tavsiye

703,00 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

494,75 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 42

Yükseliş Potansiyeli (%)

8 **Enflasyonist ortamda talep güçlü seyrini koruyor.** Genel enflasyonda düşüş yaşanmasına rağmen, gıda enflasyonunun yüksek seyri devam etmektedir. Tüketicilerin indirimli ürünlere yönelik yoğun talebi, bu trendi desteklemektedir. Satın alma gücünün zayıfladığı ekonomik koşullarda, indirim marketlerinin (hard-discount) öne çıkacağı öngörülmektedir. Bu doğrultuda, BİM'in toplam üretiminin %58'i kendi ürünlerinden oluşması ve indirim market zincirinin lideri konumunda olması sebebiyle sektörde fark yaratmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Şirket'in güçlü mağaza büyümesi ve etkin maliyet yönetimi ile sektördeki avantajlı konumunu sürdüreceğini düşünüyoruz.

7 **Mağaza sayısındaki istikrarlı artış büyüme destekliyor.** BİM'in 3Ç24 itibariyle yurt içi ve yurt dışı olmak üzere toplam mağaza sayısı 13.337 adede ulaştı. Bim son 5 yılda toplamda 3.989 adet yeni mağaza açılışı gerçekleştirdi. Şirket'in deprem etkisiyle 307 adet mağazasının kapandığını belirtmek isteriz. Bu gelişmelere rağmen, Şirket'in son 5 yıllık bileşik mağaza büyüme oranı yaklaşık %10 düzeyinde gerçekleşti. Kuveyt Türk Araştırma olarak önümüzdeki yıl %10'luk bileşik mağaza büyüme oranı ile güçlü ivmenin devam etmesini bekliyoruz. Şirket'in yurt dışındaki Fas ve Mısır operasyonlarının, uluslararası alandaki etkinliğini artırdığını düşünüyoruz.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	BIMAS TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	703,00
Kapanış (TL/hisse)	494,75
Yükseliş Potansiyeli (%)	42%
Piyasa Değeri (milyon TL)	300.412
Piyasa Değeri (milyon USD)	8.568
Firma Değeri (milyon TL)	314.861
Sermaye (milyon TL)	607
Halka Açıklık Oranı (%)	60,00

BİM

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS)

"AL"

Tavsiye

703,00 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

494,75 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 42

Yükseliş Potansiyeli (%)

8 **Beklentilerimiz:** 3Ç24 finansal sonuçlarının ardından şirket, 2024 yılına ilişkin beklentilerini korudu. Buna göre BİM, %5'lik sapmayla net satışlarda %75 büyüme, %7,5 - %8,0 aralığında FAVÖK marjı beklemektedir. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak bizim beklentilerimiz sırasıyla %45 artışla 17,82 milyar TL'lik net kar %55 artışla 509,08 milyar TL'lik ciro ve %4,1 marj ile 20,87 milyar TL'lik FAVÖK elde edilmesi yönünde. 2025 yılında ise izlenecek ekonomi politikalarının yanı sıra enflasyon seyrinin talep üzerinde belirleyici olacağını değerlendiriyoruz. 2025 yılında Şirket'in 23,54 milyar TL'lik net kâr, 692,35 milyar TL'lik ciro ve %4,2 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz.

7 **Model portföyümüze ekliyoruz.** Şirket'in pazar payında güçlü performansını sürdürmesi ve makroekonomik görünümün indirim marketlerine olan talebi artırmasını olumlu karşılıyoruz. Ekonomik durgunluğun yaşandığı dönemde Şirket'in net kâr ve FAVÖK hedeflerini korumasını önemsiyoruz. Ayrıca, Şirket'in FİLE operasyonlarının büyümeye olan katkısını değerli buluyoruz. Bim'in kâr dağıtım politikasında uzun vadeli istikrarın korunmasını önemsemekle birlikte temettü verimliliğinin yüksek olmasına dikkat çekiyoruz. Öngördüğümüz riskler; i) Yakın zamanda açıklanacak asgari ücret artışının beklentileri aşması halinde personel yapısını da dikkate alarak, ilk etapta Şirket'in marjları üzerinde bir miktar baskı oluşturabileceğini değerlendiriyoruz. ii) Kira zam oranındaki artış ve artan rekabet ortamını diğer risk unsurları olarak takip etmekteyiz. Risklere karşı daha defansif olduğunu düşündüğümüz Bim'i 703,00 TL/hisse hedef fiyat ile Araştırma kapsamımıza alıyoruz. Şirket'i indirgenmiş nakit akımları (INA) yöntemiyle değerlendiriyoruz. Şirket 2025T göre 13,64x F/K, 6,51x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

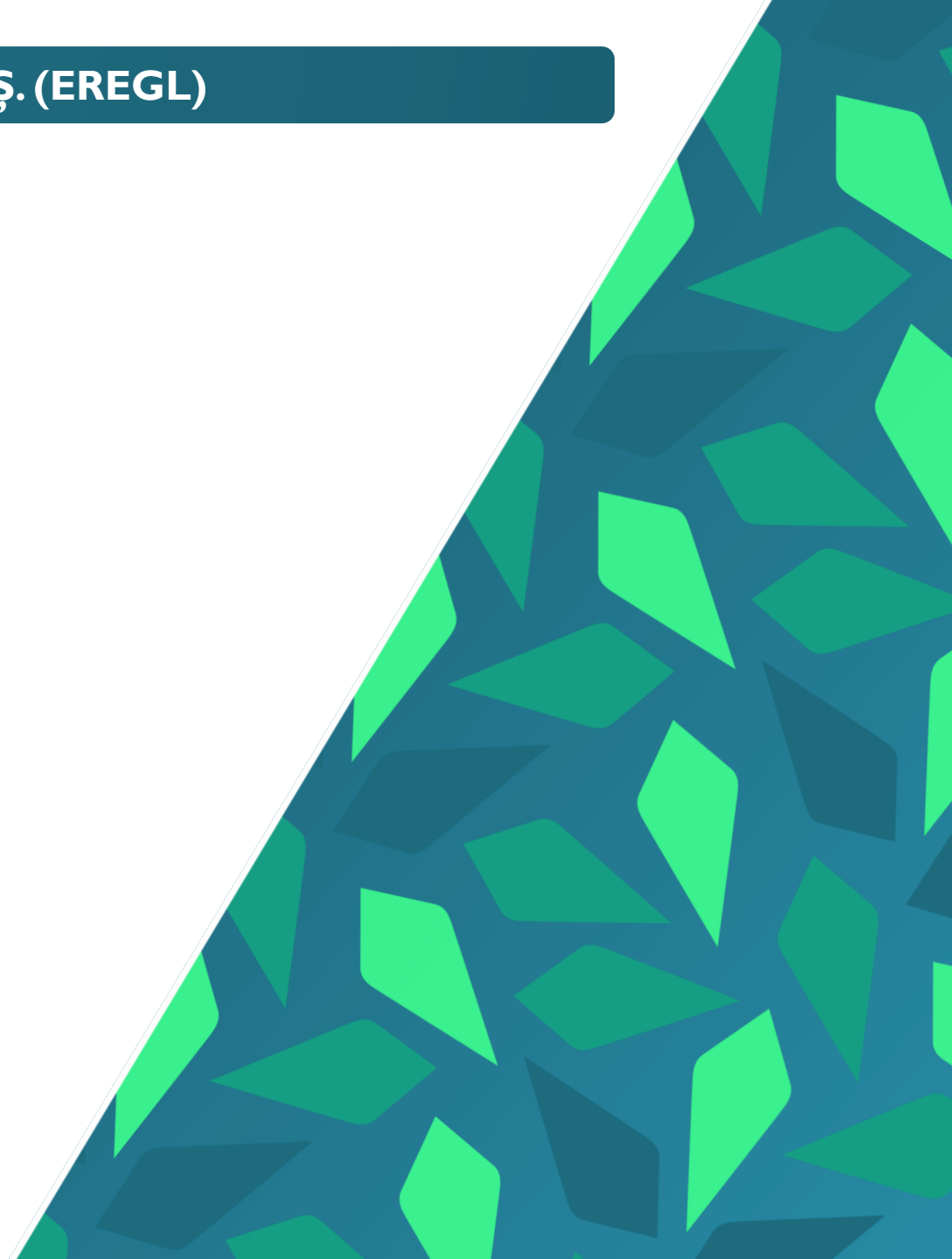
Tahminler, TLmn	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	509,081	692,350	879,285
Büyüme (%)	55%	36%	27%
FAVÖK	20,872	29,079	36,689
Büyüme (%)	52%	39%	26%
Net Kar	17,818	23,540	34,292
Büyüme (%)	45%	32%	46%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	4,1%	4,2%	4,2%
Net Kar Marjı	3,5%	3,4%	3,9%
Borçluluk			
Net Borç	40,726	55,388	70,343
Net Borç /FAVÖK	1,95	1,9	1,82
Değerleme Çarpanları			
F/K	18,03	13,64	9,36
FD/FAVÖK	8,99	6,51	5,33

BİM

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS)

Ereğli Demir Çelik ve Fabrikaları T.A.Ş. (EREGL)

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8



"AL"

Tavsiye

36,20 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

25,10 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 44

Yükseliş Potansiyeli (%)

8 **Sektörel Gelişmeler.** Ekonomik aktivitedeki zayıf görünümün ve talepteki daralmanın sürmesi demir çelik sektörünün operasyonelleri üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor. Son dönemde, Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya menşeli sıcak haddelenmiş yassı çelik ithalatına yönelik dumping önlemleri devreye alınmıştır. Çin ve Avrupa çelik talebinde olası bir toparlanmanın yanı sıra 2024 sonu veya 2025 başında uygulanması beklenen çelik ithalatına yönelik koruma önlemlerinin, yerli çelik üreticileri üzerindeki fiyat baskılarını hafifletmesi öngörülmektedir. 2025 yılında büyümekte olan ekonomilerde alt yapı çalışmalarının hız kazanması öngörülmektedir. Bu gelişmeyle birlikte çelik talebinde önemli bir artış yaşanabileceğini değerlendiriyoruz. Ayrıca, seçim sonuçlarının ardından ABD ve Çin ticaret savaşının tedarik zincirinde aksamalara sebebiyet verebileceğini düşünüyoruz. Son dönemde teşvik paketleriyle gündeme gelen Çin'in olası senaryoda yerel sanayiye desteklemek amacıyla yeni politikaları devreye alması bekleniyor. Bu durumun önümüzdeki dönemde dünya çelik talebi ve fiyatları üzerinde etkili olacağını öngörüyoruz. Ereğli'nin güçlü pazar payı ve stratejik yatırımlarıyla öne çıkabileceğini değerlendiriyoruz.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	EREGL TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	36,20
Kapanış (TL/hisse)	25,10
Yükseliş Potansiyeli (%)	44%
Piyasa Değeri (milyon TL)	175.700
Piyasa Değeri (milyon USD)	5.011
Firma Değeri (milyon TL)	244.299
Sermaye (milyon TL)	7.000
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00

"AL"

Tavsiye

36,20 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

25,10 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 44

Yükseliş Potansiyeli (%)

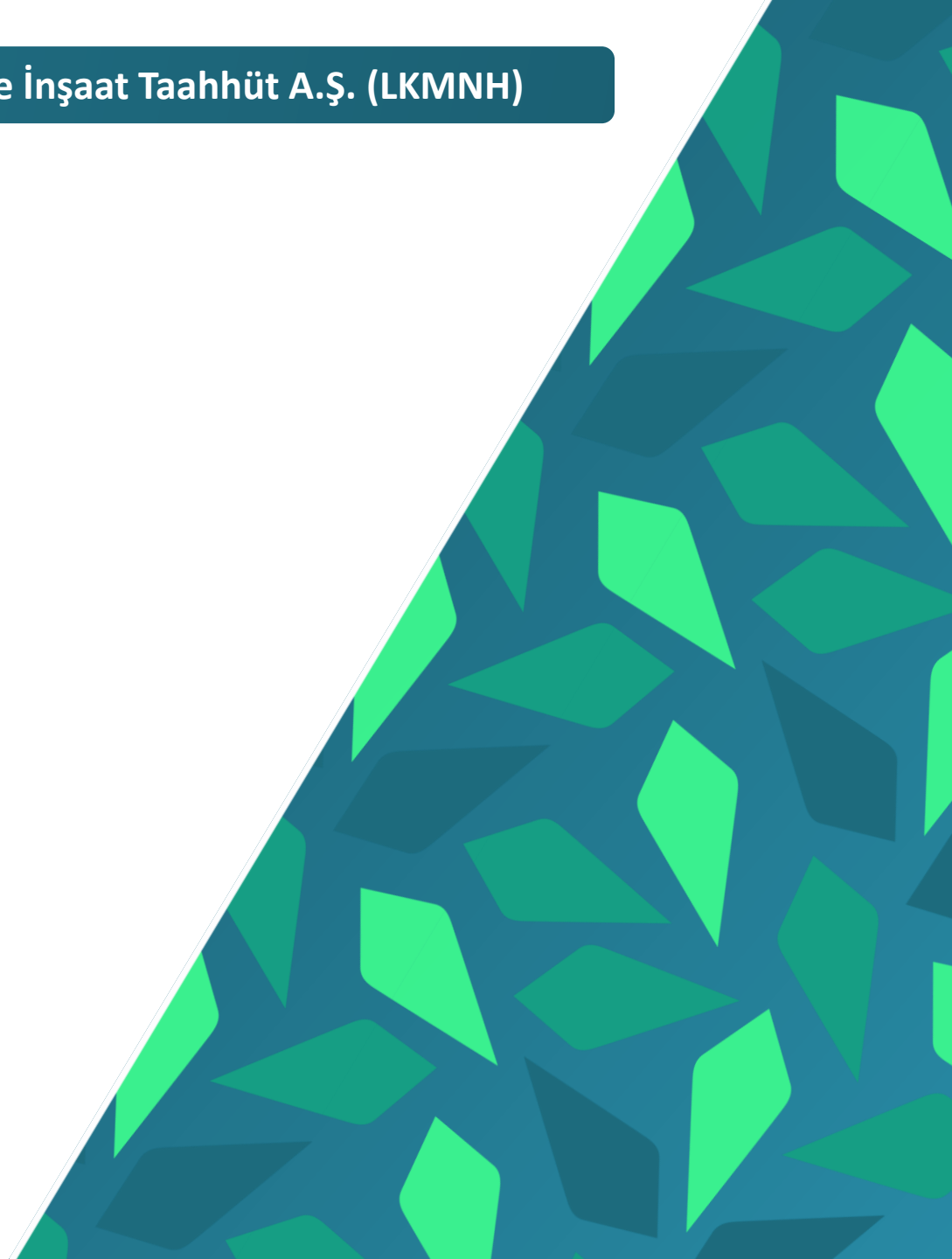
8 **Yatırımlarla Büyüme Hedefi.** Şirket faaliyet alanlarını büyütme, hammadde dışa bağımlılığı azaltma ve enerji verimliliğini artırmak adına yatırım çalışmalarını sürdürüyor. Karbonsuzlaşma çalışmalarına hız veren Erdemir 2050 yılında net sıfır emisyonla ulaşmayı hedefliyor. Yeşil dönüşüm adımlarını şekillendiren Erdemir, 2030 yılına kadar baz yıl olarak belirlediği 2022 yılına göre ton başına karbon emisyonunu %25, 2040 yılına kadar %40 oranında azaltmayı hedefliyor. Erdemir, 2022 yılında yıllık 3 milyon ton pelet üretim hedefiyle 550 milyon USD maliyetli yeni bir peletleme tesisi kurma kararı aldı. Grup, projenin tamamlanması halinde pelette %80-85 oranında kendine yetebilir hale gelmesini bekliyor. Bu stratejik hamlenin sektör içerisinde önemli yeri olan ham maddede dışa bağımlılığı ciddi anlamda azaltması bekleniyor. Çalışmalarına devam edilen tesisin brüt kâra yıllık 200 – 250 milyon tutarında pozitif etki edeceği öngörülmüyor. Kurumdan yapılan açıklamaya göre 2024 yılının 1,1 milyar dolarlık yatırımla kapanması bekleniyor.

7 **Ton Başına FAVÖK, HRC fiyatları ve Değerlendirme.** Operasyonel performans açısından yakından izlenen ton başına FAVÖK yıllık %36 ve çeyreklik %30 düşerek 71 USD/tona geriledi. (2Ç24: 101, 3Ç23: 111) Çin, ekonomik büyümenin yavaşladığını gösteren veriler nedeniyle hem iç hem de dış piyasalardaki endişeleri dindirmek amacıyla bir dizi teşvik paketleri açıkladı. Hazırlanan pakette demir çelik sektörünü harekete geçirmesi amacıyla demiryolu inşaatlarına hız verilmesi bulunuyor. Bu haber akışının ardından demir çelik sektörünü yakından ilgilendiren Çin HRC fiyatları son 1 yılın en düşük seviyesinden yaklaşık %8 yükselerek 485,50 USD düzeyinde işlem görüyor. Gelişmeleri sektör adına olumlu buluyoruz. Ayrıca, İskenderun tesisinin tekrardan eski üretim ve satış hacmini yakalamasıyla birlikte yurt içinde ithalat baskısının azalmasının yassı çelik ürün ağırlığı yüksek olan Ereğli Demir Çeliği öne çıkartabileceğini düşünüyoruz. Ereğli'yi orta – uzun vadede beğenmekle birlikte 36,20 TL hedef fiyat ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirket'i benzer piyasa çarpan analizi yöntemiyle değerlendiriyoruz. Şirket hisseleri 2025T göre 7,56x F/K, 5,19x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Tahminler, TLmn	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	201,210	273,185	328,527
Büyüme (%)	36%	36%	20%
FAVÖK	23,850	41,800	48,950
Büyüme (%)	53%	75%	17%
Net Kar	14,688	24,587	30,224
Büyüme (%)	264%	67%	63%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	11,9%	15,3%	14,9%
Net Kar Marjı	7,3%	9,0%	9,2%
Borçluluk			
Net Borç	72,350	98,575	112,532
Net Borç /FAVÖK	3,03	2,36	2,30
Değerleme Çarpanları			
F/K	12,66	7,56	6,15
FD/FAVÖK	9,83	5,19	4,17

Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık, Turizm, Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş. (LKMNH)

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8



"AL"

Tavsiye

26,30 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

16,90 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 56

Yükseliş Potansiyeli (%)

8

7

6

5

4

3

2

1

■ Lokman Hekim'i) İstanbul Hastanesi'nde yeni açılacak branşlar, ii) sağlık turizmine yönelik çalışmalar, iii) olası yeni hastane satın alımı ve/veya açılışı, iv) Eskişehir'de devam eden GES projesiyle marjlarda yaşanacak iyileşme, v) devam eden pay geri alım programı, vi) düzenli temettü politikası ve vii) ekonomik aktivitenin daraldığı dönemde defansif iş modeliyle beğeniyoruz.

■ **İstanbul hastanesinin karlılığa etkisi artarak devam ediyor.** Lokman Hekim, 1 Nisan 2022'de Adatıp Sağlık Hizmetleri'nin %100'ünü 36,9 milyon TL karşılığında satın almış ve adını İstanbul Hastanesi olarak değiştirmiştir. LH İstanbul Hastanesi, Pendik'te 25.000 m2 kapalı alanda 200 yatak kapasitesine sahiptir. Hastanenin halihazırda 115 yatak kapasitesine sahip hastane ruhsatı bulunmaktadır. Hastane, İstanbul finans merkezine, Sabiha Gökçen Havalimanı'na ve mevcut organize sanayi bölgelerine yakın olup, sağlık turizmi ve anlaşmalı kurum hastalarının kolaylıkla ulaşabileceği bir lokasyona sahiptir. Hastane'nin avantajlı konumu sayesinde hasta sayısı ve nitelikli işlem sayısındaki artışla ciro ve marjları desteklemeye devam edebileceğini düşünüyoruz. Lokman Hekim'in hastane portföyü içerisinde İstanbul Hastanesi, en hızlı büyüyen hastane olarak karşımıza çıkıyor. 2025 yılında ruhsatın genişletilmesi, yeni açılacak branşlar, modernizasyon ve nitelikli işlem sayısında artışla net satış gelirlerinin %9 reel büyüme kaydederek 4.352 milyon TL'ye yükselmesini tahmin ediyoruz.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	LKMNH TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	26.30
Kapanış (TL/hisse)	16.90
Yükseliş Potansiyeli (%)	56%
Piyasa Değeri (milyon TL)	3,650
Piyasa Değeri (milyon USD)	104
Firma Değeri (milyon TL)	4,476
Sermaye (milyon TL)	216
Halka Açıklık Oranı (%)	71.05

LOKMAN
HEKİM

Lokman Hekim (LKMNH)

"AL"

Tavsiye

26,30 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

16,90 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 56

Yükseliş Potansiyeli (%)

8 **Eskişehir GES yatırımı tamamlanıyor.** Şirket yönetimi, grup maliyetleri içerisinde önemli yeri olan elektrik enerjisiyle ilgili maliyetlerin düşürülerek karlılığın artırılması amacıyla Ocak 2023'te Güneş Enerjisi Santrali (GES) yatırım kararı almıştı. Geçen süre içerisinde Eskişehir'de arsa tahsis edilirken inşaat süreci başladı. 2025 yılı ilk yarısında Ankara ve Van Hastaneleri için GES'in devreye alınması planlanıyor. 11,2 MW'lık kurulu güce sahip olması planlanan GES için 5 – 6 milyon dolar yatırım harcaması gerçekleştirilecek. Projenin devreye alınmasıyla nakit akışı ve FAVÖK marjı üzerinde olumlu etkilerin görülmesini bekliyoruz. Bu kapsamda 2025 yılında FAVÖK marjının %23,2, 2026'ta ise %23,4'e yükselmesini öngörüyoruz.

7 **Pay geri alım programı devam ediyor.** Yönetim, pay sahiplerini korumak, hisse fiyatının istikrarlı ve gerçek değerine uygun oluşumunu sağlamak amacıyla 2015'ten bu yana çeşitli pay geri alım programları açıklamıştır. 28 Mart 2024'te genel kurul toplantısında yeni bir geri alım programını onaylanmıştır. Yönetim kurulu, sermayenin %10'una ulaşıncaya kadar hisseyi 66,6 TL üst fiyat limitiyle 3 yıl boyunca geri alım yapmaya yetkilidir. Şirket, 20 Aralık itibarıyla 5,92 milyon adet pay geri almış olup, alınan payların sermayeye oranı %2,81'dir.

6 **Model portföye ekliyoruz.** Lokman Hekim'i 26,3 TL/hisse hedef fiyat ile Araştırma kapsamımıza alıyor ve model portföye ekliyoruz. Şirket'i %50 indirgenmiş nakit akımları ve %50 benzer piyasa çarpanları analizi yöntemiyle değerlendiriyoruz. Şirket hisseleri 2025T göre 9,0x F/K, 4,4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Tahminler, TLmn	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	3,109	4,352	5,658
Büyüme (%)	64%	40%	30%
FAVÖK	702	1,009	1,324
Büyüme (%)	95%	44%	31%
Net Kar	168	407	524
Büyüme (%)	-48%	142%	29%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	22.6%	23.2%	23.4%
Net Kar Marjı	5.4%	9.3%	9.3%
Borçluluk			
Net Borç	853	1,196	1,421
Net Borç /FAVÖK	1.22	1.18	1.07
Değerleme Çarpanları			
F/K	21.7	9.0	7.0
FD/FAVÖK	6.4	4.4	3.4

LOKMAN HEKİM

Lokman Hekim (LKMNH)

MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. (MPARK)

MEDICALPARK



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8



1
2
3
4
5
6
7
8

“TUT”

Tavsiye

479,50 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

363,75 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 32

Yükseliş Potansiyeli (%)

MEDICALPARK

MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. (MPARK)

- MLP Care’i) yeni hastane alımlarıyla genişleyen hasta tabanı, ii) dengeli gelir portföyü, iii) yurt dışında büyüme potansiyeli, iv) güçlü nakit yaratımı ve v) ekonomik aktivitenin daraldığı dönemde defansif iş modeliyle dikkat çekiyor.
- “Asset Light” büyüme stratejisi. MLP Care, “asset light” büyüme stratejisiyle düşük sermaye yatırımı ve işletme maliyetleriyle hem yerel hem de globalde büyümeyi hedefliyor. Bu stratejiyle yönetim, metropollerde orta ve büyük ölçekli hastaneleri devralarak fırsatları değerlendirmektedir. MLP Care, bu strateji doğrultusunda 2024 yılı içerisinde, 2’si yurt dışında olmak üzere toplam 6 hastaneyi portföyüne dahil ederken yatak kapasitesini %10 artışla 6.300 adede yükseltti. MLP Care, büyüme stratejisi doğrultusunda, 2025 yılında İstanbul Topkapı ve Bursa’da hastane açılışı gerçekleştirmeyi planlıyor. Daha sonraki yıllarda ise her yıl en az 1 veya 2 adet büyük ölçekli (ortalama 200 yatak kapasitesinde) hastaneyi bünyesine katarak güçlü ciro büyümesinin devam edebileceğini düşünüyoruz. Yurt içinde yeni hastane projeleri ve satın alımları, yurt dışında Körfez bölgesinde büyüme potansiyeli ve SUT ile TTB katsayılarındaki artışla 2025 yılında net satış gelirlerinin %10 reel büyüme kaydederek 57.135 milyon TL’ye yükselmesini bekliyoruz.

Piyasa Bilgileri

	MPARK TI
Bloomberg Kodu	TUT
Tavsiye	TUT
Hedef Fiyat (TL/hisse)	479.50
Kapanış (TL/hisse)	363.75
Yükseliş Potansiyeli (%)	32%
Piyasa Değeri (milyon TL)	69,481
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,982
Firma Değeri (milyon TL)	73,257
Sermaye (milyon TL)	208
Halka Açıklık Oranı (%)	26.70

1
2
3
4
5
6
7
8

“TUT”

Tavsiye

479,50 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

363,75 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 32

Yükseliş Potansiyeli (%)

- MLP Care’in 2016 yılında gelir dağılımı daha çok SGK ağırlıklıyken şirket, büyüme stratejisi ve etkin gelir çeşitlendirmesiyle bu dağılımı daha optimal hale getirmiştir. MLP Care, uyguladığı gelir çeşitlendirme stratejisiyle özel sağlık sigortası pazar payını önemli ölçüde artırmıştır. Şirket’in 2016 yılında cirosunun %16’sını oluşturan özel sağlık sigortası segmenti, etkin çeşitlendirme stratejisiyle 9A24 itibarıyla %43’e yükseltilmiş olup, SGK payını ise %39’dan %14’e düşürmeyi başarmıştır. Türkiye’de güçlü büyüme potansiyeli barındıran özel sağlık sigortası (ÖSS) ve tamamlayıcı sağlık sigortası (TSS) segmentlerindeki güçlü büyüme potansiyeli, MLP Care açısından hem hacim hem de ciro büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Tamamlayıcı sağlık sigortasında önümüzdeki 10 yıl içerisinde 10 milyon kişiye doğru devam eden trendin hem ciro hem de karlılıkta MLP Care’i destekleyebileceğini düşünüyoruz.
- MLP Care, yılın ilk dokuz ayında güçlü hacim, ortalama fiyat artışı ve başarılı operasyonel maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK marjını 2,1 baz puan artışla %25,7’ye yükseltti. 2025 yılında etkin maliyet yönetimi ve güçlü ciro büyümesi sayesinde FAVÖK marjının %26 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. 2025T- 2029T dönemi boyunca FAVÖK marjının ortalama %26,2 düzeyinde konsolide olmasını bekliyoruz.
- MLP Care’i 479,50 TL/hisse hedef fiyat ile Araştırma kapsamımıza alıyoruz. Şirket’i %50 indirgenmiş nakit akımları ve %50 benzer piyasa çarpanları analizi yöntemiyle değerlendiriyoruz. Şirket 2025T göre 11,1x F/K, 4,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Tahminler, TLmn	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	40,521	57,135	74,275
Büyüme (%)	81%	41%	30%
FAVÖK	10,495	14,855	19,312
Büyüme (%)	81%	42%	30%
Net Kar	5,253	6,249	9,169
Büyüme (%)	16%	19%	47%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	25.9%	26.0%	26.0%
Net Kar Marjı	13.0%	10.9%	12.3%
Borçluluk			
Net Borç	4,558	5,065	6,314
Net Borç /FAVÖK	0.43	0.34	0.33
Değerleme Çarpanları			
F/K	13.2	11.1	7.6
FD/FAVÖK	7.0	4.9	3.8

MEDICALPARK

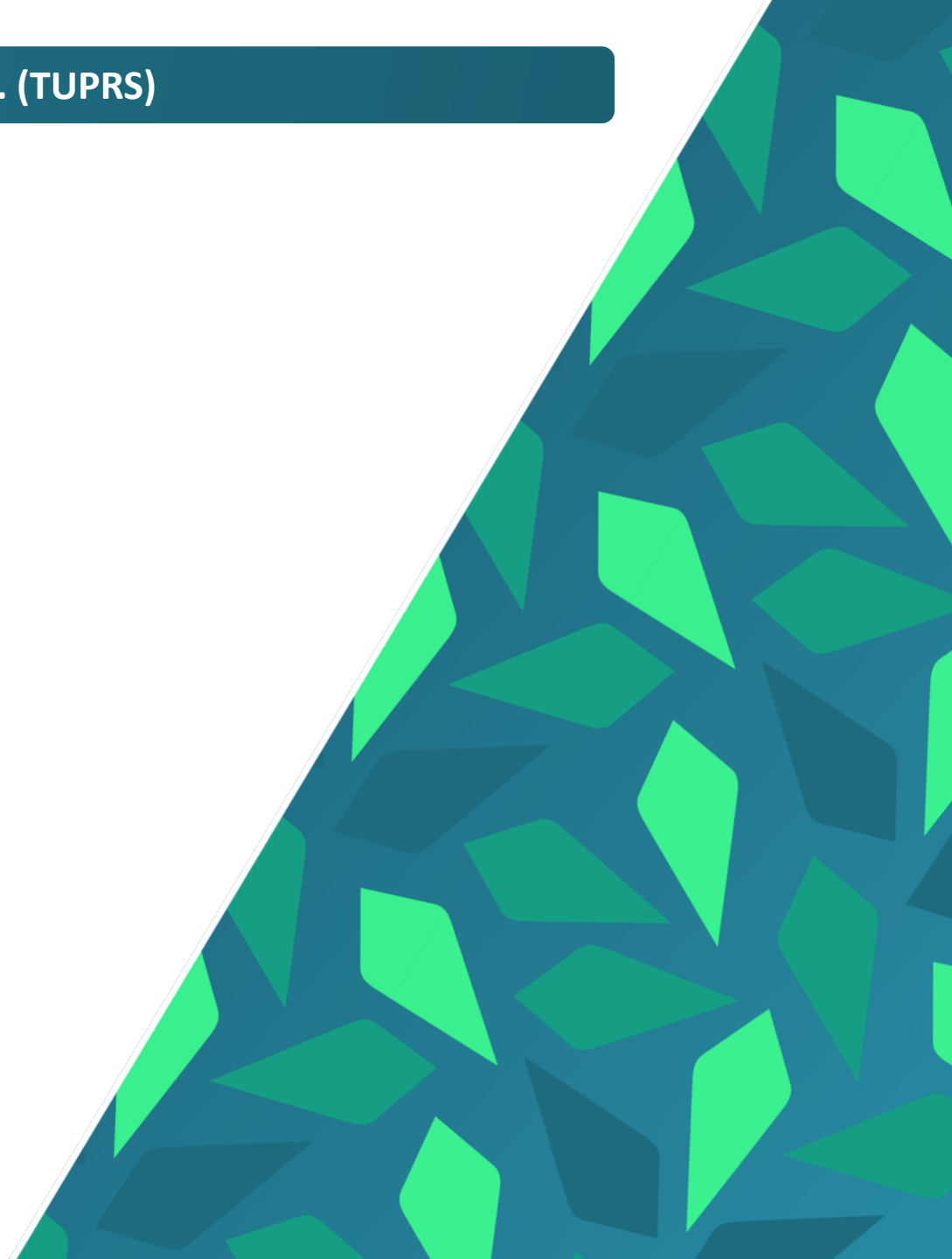
MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş. (MPARK)

TÜPRAŞ - Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS)

 **Tüpraş**



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8



"AL"

Tavsiye

249,00 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

145,50 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 71

Yükseliş Potansiyeli (%)

- **Türkiye Akaryakıt Pazarı ve Tüpraş.** Türkiye’de 2024 yılı ilk 9 ayında motorin satışları geçen yılın aynı dönemine paralel olarak 19,3 milyon ton olarak seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde jet yakıtı satışları yıllık %7,2 artarak 4,4 milyon ton olurken, benzin satışları geçen yılın aynı dönemine göre %19,6 artarak 3,6 milyon tona ulaştı. Tüpraş’ın 2024 yılının ilk dokuz ayında planlı bakımların bir kısmının sona ermesiyle birlikte kapasite kullanım oranı yıllık %84 düzeyinden %92,3’e yükseldi. Buna ek olarak, Şirket’in 2Ç24’te RUP bakımının tamamlanmasıyla birlikte kapasite kullanım oranı 3Ç24’te %101’e yükselerek 3Ç19’dan (pandemi öncesi) bu yana çeyrekse bazda en yüksek seviyeye çıkmasını önemli buluyoruz. Tüpraş’ın yüksek kapasite kullanımının geçtiğimiz çeyreğe göre zayıflayan ürün marjlarına rağmen operasyonel karlılığa olumlu yansıdığını görmekteyiz. Ayrıca, benzine olan iç talebin artmasıyla Şirket, 3Ç24’te tüm zamanların en yüksek yurt içi benzin satışını gerçekleştirdi. Üçüncü çeyrekler baz alındığında; benzin satışlarının toplam yurt içi satışları içerisindeki payının son dönemlerde arttığını görüyoruz.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	249,00
Kapanış (TL/hisse)	145,50
Yükseliş Potansiyeli (%)	71%
Piyasa Değeri (milyon TL)	280.349
Piyasa Değeri (milyon USD)	7.996
Firma Değeri (milyon TL)	222.693
Sermaye (milyon TL)	1.927
Halka Açıklık Oranı (%)	49,00

Tüpraş

TÜPRAŞ - Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS)

"AL"

Tavsiye

249,00 ₺

Hedef Fiyat (TL/Hisse)

145,50 ₺

Kapanış (TL/Hisse)

% 71

Yükseliş Potansiyeli (%)

► **Ağırlıklı Ortalama Ürün Marjları 5 yıllık ortalamaya yakın seyrediyor.** Tüpraş'ın 3Ç24'te orta distilat ürün marjları, yüksek kapasite kullanım oranlarına bağlı artan stok seviyeleri ve azalan talep artış hızı sebebiyle yıllık bazda düşüş kaydetti. 3Ç24 ağırlıklı ortalama ürün marjı 9,5\$/varil olarak gerçekleşirken 2Ç24'teki 11,5\$/varil ve 2024 yılının ilk dokuz ay ortalamasının (11,7\$/varil) seviyesinin altında kaldı. 1Ç24'te jeopolitik gerilimlerin kargo sürelerini uzatması sonucu yükselen ürün marjları Asya ve Orta Doğu'dan Avrupa pazarına ürün girişi sonrası baskılanmıştır. Globalde rafinerilerin bakıma girmesi ve düşen stok seviyelerinin etkisiyle Motorin ürün marjında sınırlı iyileşme görülmektedir. Şirket'in Kasım ayına ilişkin açıkladığı verileri dikkate aldığımızda motorin marjının aylık bazda %15 iyileşerek 17,2 \$/v olurken, jet yakıtı aylık bazda %8 iyileşerek 14,5 \$/v olduğunu görüyoruz. Hafif distilat ürünler içinde benzin marjı ise bir önceki aya göre %22 düşerek 10,9 \$/v olurken, fuel oil marjı eksi 8,2 \$/v olarak kaydedildi. Motorin, jet yakıtı ve benzin ürün marjları son 5 yıllık ortalamalarının altında seyrederken, fuel oil ürün marjı 5 yıllık ortalamasının üzerinde seyrettiğini görmekteyiz. Açıklanan aylık veriye bir miktar ılımlı yaklaşıyoruz.

► **2024 yılı beklentileri ve Temettü Politikası.** Tüpraş, 2024 yılı için ağırlıklı ortalama ürün marjı beklentisi 12\$/varil'de kapasite kullanım oranı ise %85-%90 oranında sabit bıraktı. Şirket ayrıca, 26 milyon ton üretim ve 30 milyon ton satış beklentilerinde değişikliğe gitmezken 400 milyon dolarlık yatırım hedefini de korudu. Şirket 2025 yılında dair beklentilerini paylaşmazken Şirket'in kâr dağıtım politikasında temettü verimliliğinin yüksek olmasına dikkat çekiyoruz. Tüpraş'ı güçlü net nakit pozisyonu, Stratejik dönüşün çerçevesinde atılan adımlar nedeniyle model portföyümüze ekliyoruz. Tüpraş'ı indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemiyle değerlendiriyoruz. Tüpraş hissesi 2025T 5,66 F/K ve 3,78 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

Tahminler, TLmn	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	847,256	1,117.862	1,477.421
Büyüme (%)	23%	32%	32%
FAVÖK	66,933	92,783	124,103
Büyüme (%)	-30%	39%	34%
Net Kar	29,300	51,422	65,007
Büyüme (%)	-45%	35%	26%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	7,8	7,9	7,7
Net Kar Marjı	3,4	4,6	4,4
Borçluluk			
Net Borç	-59,307	-89,654	-101,644
Net Borç /FAVÖK	-0,07	-0,08	-0,07
Değerleme Çarpanları			
F/K	7,64	5,66	4,48
FD/FAVÖK	5,24	3,78	2,82

Tüpraş

TÜPRAŞ - Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS)

Dr. Kutay Gözğör
Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak
Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Ubeyde Safvan Erbař
Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Deęerler A.ř. (“Kuveyt Türk Yatırım”) tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri’ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım’ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşamaz.

TEŐEKKÜRLER