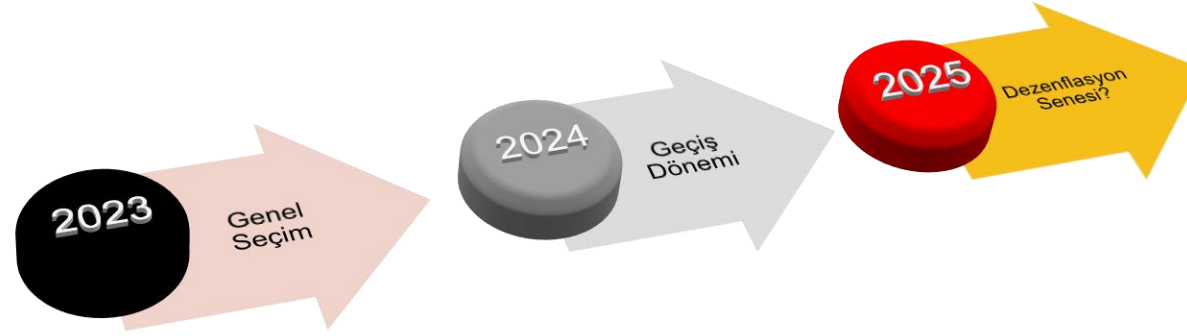


OYAK YATIRIM

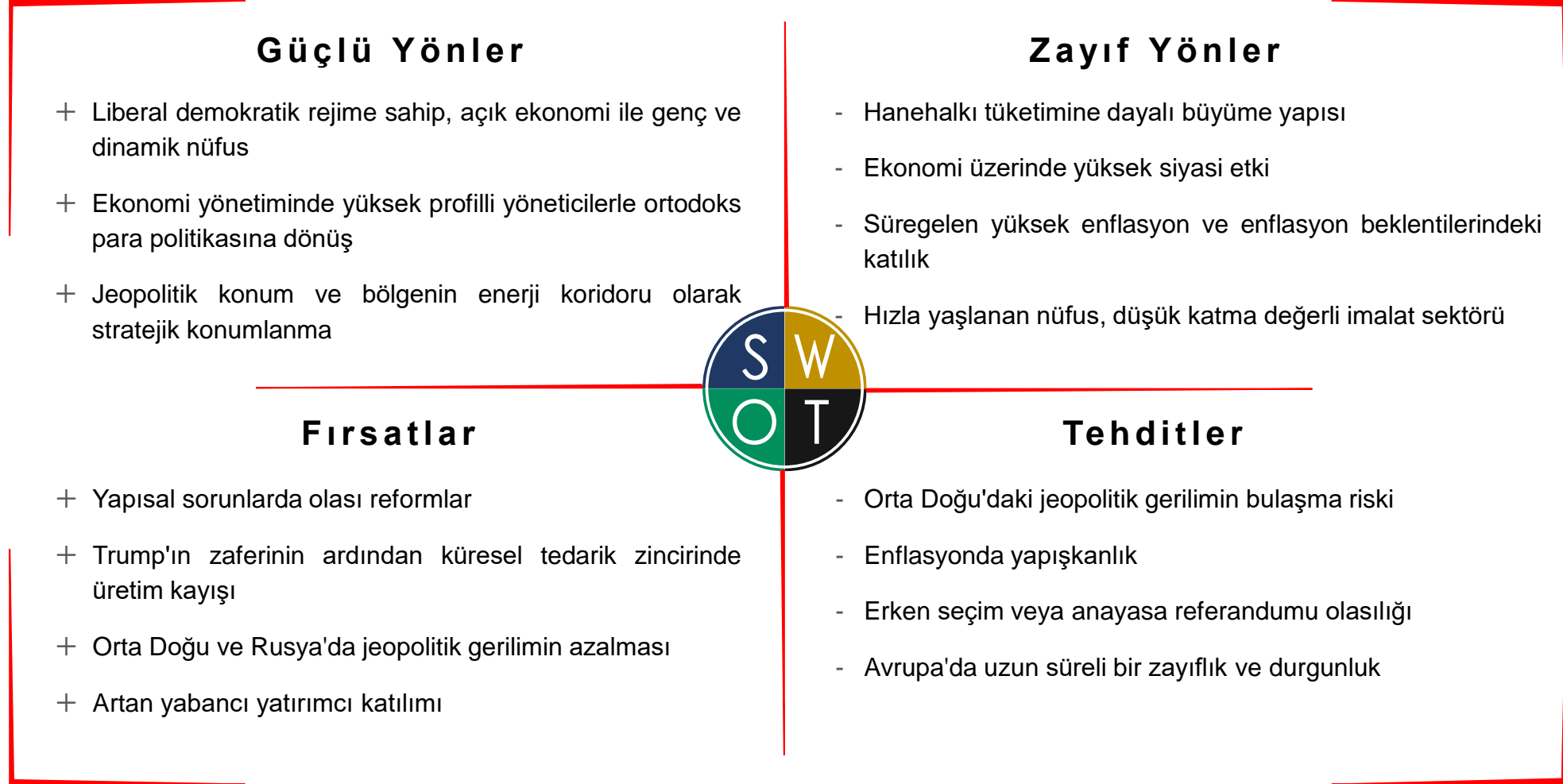
STRATEJİ VE HİSSE ÖNERİLERİ

14 Ocak 2025

- Makroekonomik Analiz ve Görünüm - (s.3)
- BİST Strateji - (s.29)
- Sektör Görünümü - (s.34)
- Model Portföy - (s.45)
- Değerleme - (s.59)

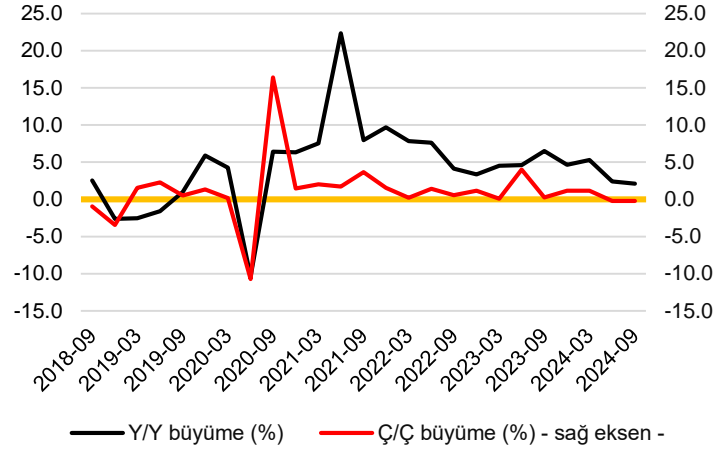


- Mayıs 2023'te yapılan genel seçimlerin ardından, ekonomiden sorumlu Cumhurbaşkanı Yardımcısı Cevdet Yılmaz ile Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'ten oluşan yeni ekonomi yönetimi atanırken, TCMB'nin üst yönetimi de tamamen değiştirildi. Ekonomi yönetimi geleneksel yaklaşımına geri dönerek hem faiz oranlarını hem de vergi oranlarını artırırken, bu durum da kısa vadede enflasyona ek yük getirmişti.
- Mart 2024'te yapılan yerel seçimler yılın ilk aylarında özellikle rezerv yönetimi açısından çalkantılı bir döneme yol açmış olsa da, geleneksel politikalar büyük oranda olumlu sonuçlar verdi. "Geçiş dönemi" olarak adlandırdığımız bu dönemde cari denge 45 milyar doların üzerinde iyileşirken, TCMB'nin net rezervleri 110 milyar dolar civarında artmış, dolarizasyon son altı yılın en düşük seviyesine inmiş, enflasyon ise Mayıs 2024'teki %75'lik zirvesinden yıl sonunda %44'e gerilemiştir.
- 2025 yılı, gerek TCMB üst yönetiminin gerekse de Hazine ve Maliye Bakanı'nın enflasyonda düşüşe yönelik ileriye dönük yönlendirmeleri ve beklentilerin 2024 yılı sonundan daha düşük bir seviyede çıpalanmasına yönelik ortak çabaları ile piyasaya verilen mesajlarla dezenflasyon yılı olarak adlandırılıyor. TCMB, 2024 yılının son Enflasyon Raporu toplantısında 2025 yılı için %14 olan enflasyon hedefini revize ederek %21 olarak belirlerken, hükümetin orta vadeli programına göre ise enflasyonun %17,5'e gerilemesi bekleniyor. Öte yandan, finansal sektör, reel sektör ve hanehalkı için yılsonu enflasyon beklentilerinin sırasıyla %27,0, %47,6 ve %63,1 olması, enflasyondaki düşüşün ekonomi yönetiminin beklentileri doğrultusunda gerçekleşmeyebileceğine işaret ediyor. TL'nin reel olarak değer kazanması, yıl içinde asgari ücrete ek zam yapılmaması, 77 dolarlık Brent petrol fiyatı varsayımı, elektrik ve doğalgazda ek fiyat ayarlamaları ve 2024 yılı boyunca oldukça yüksek seyreden gıda enflasyonunda bir miktar düzeltme ile enflasyonun 2025 yılında kademeli olarak düşmeye devam etmesini ve yılı %27,3 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. Ayrıca, büyüme oranının 2025 yılında %3,2 olacağını ve yılın ikinci yarısında daha güçlü bir ivme göstereceğini tahmin ediyoruz.

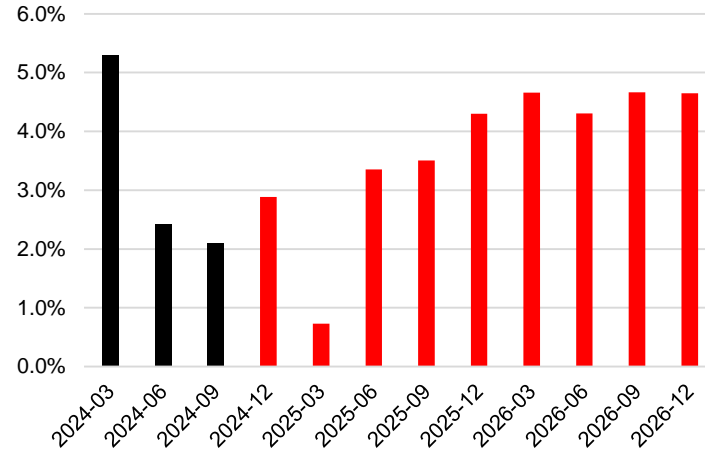


Dokümanın ilerleyen sayfalarında yer alan tablo ve grafikler TCMB, TÜİK, TDM, Hazine ve Maliye Bakanlığı verileri kullanılarak oluşturulmuştur, Bloomberg, MSCI, Refinitiv Eikon ve OYAK Menkul Değerler, hisse senedi fiyatları 13/01/2025 kapanışı itibarıdır

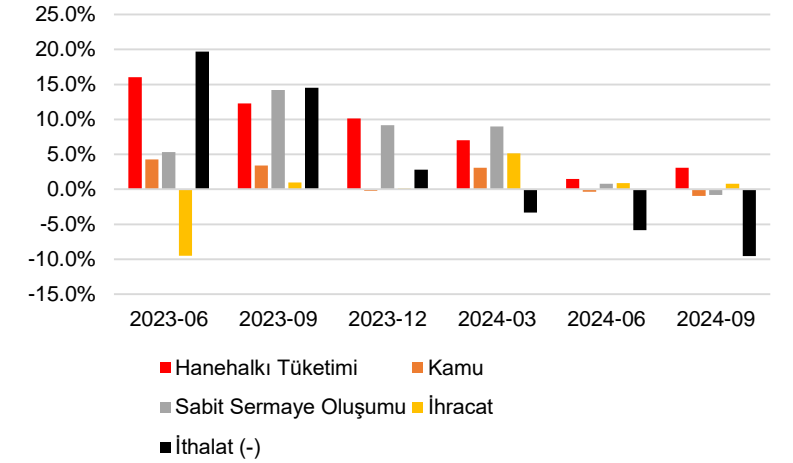
GSYH Büyümesi (%)



Çeyreklik GSYH Büyüme Tahmini (y/y)

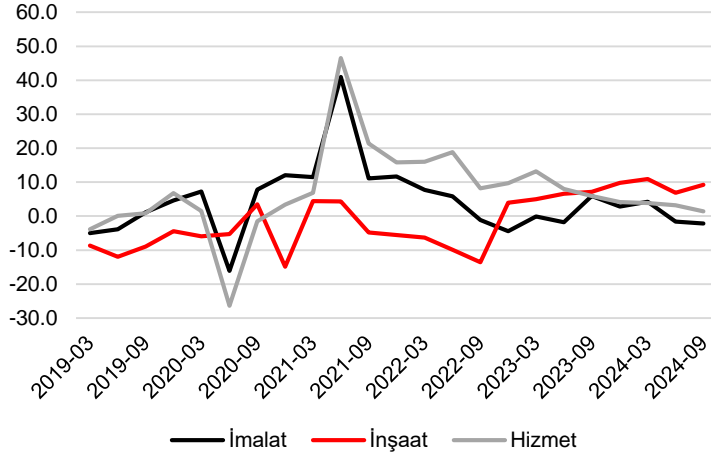


GSYH Bileşenleri büyümesi (y/y)

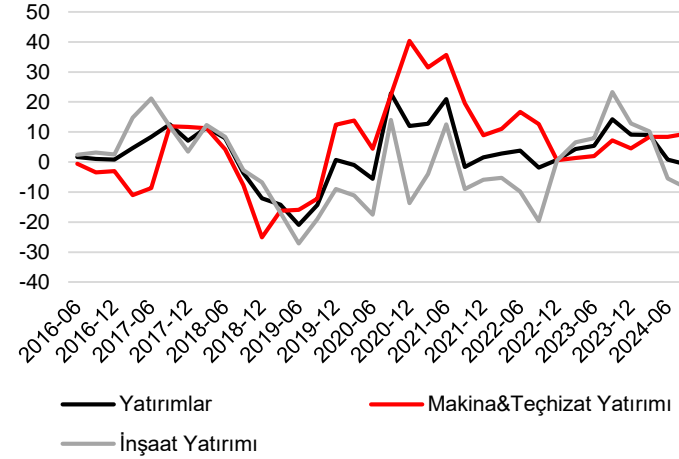


- Yılın ilk çeyreğinde, yerel seçimlerin hemen öncesinde yaşanan güçlü büyüme ortamının ardından, Türkiye ekonomisindeki yıllık büyüme oranı takip eden çeyreklerde yavaşlayarak %3'ün altına inerken, ekonomi 3Ç24'te teknik resesyona girmiştir.
- Ancak büyüme kompozisyonu tam olarak sağlıklı yapıya bürünemedi. Hem iç hem de dış talep üçüncü çeyrek büyümesine katkı sağlamış olsa da yatırımlar yıllık bazda daralmıştır. Özel tüketim son 4 yıldır olduğu gibi GSYH büyümesinin ana itici gücü olmaya devam ederken, ithalat büyük oranda düşen altın talebi sayesinde daralmıştır. Güçlü turizm rakamlarına rağmen, Euro Bölgesi ekonomisinin zayıflığı nedeniyle ihracat son iki yılda zayıf kalmıştır.
- GSYH büyümesinin 4Ç24'te %2,9'a hızlanmasını, yıllık büyümenin ise 2024'te %3,1'e ulaşmasını bekliyoruz. Yüksek baz nedeniyle 2025'in ilk çeyreğinde kayda değer bir yavaşlama beklerken, sonraki çeyreklerde büyümenin hızlanacağını öngörüyoruz. Ancak, 2025 yılında %3,2 civarında gerçekleşmesi beklenen büyümenin, faiz oranlarının düşmesiyle birlikte 2026 yılında %4,4'e ulaşması bekliyoruz.

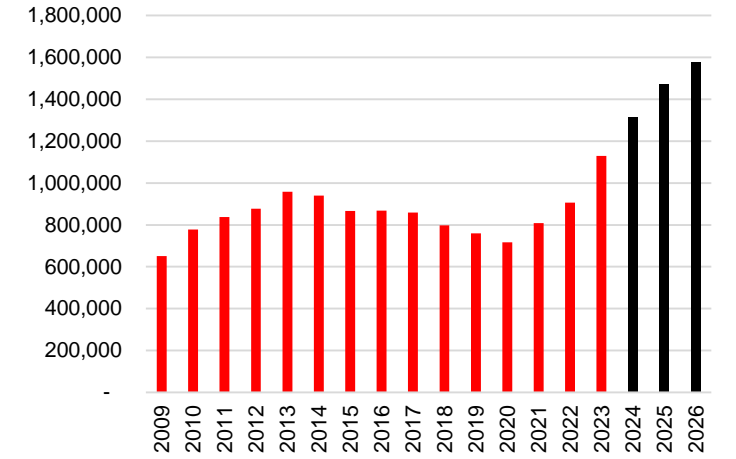
Sektörler Bazında Büyüme (y/y, %)



Yatırım Bileşenleri (y/y, %)

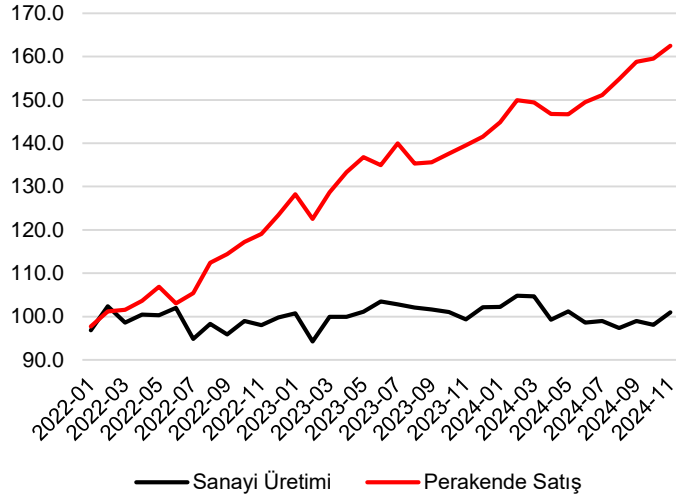


GSYH Büyüklüğü (m USD)

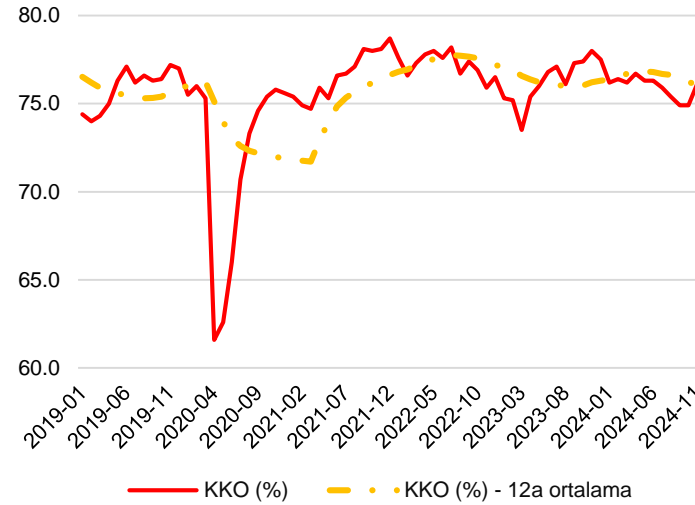


- İnşaat sektörü, yüksek faiz oranlarına rağmen, özellikle depremden etkilenen bölgenin yeniden inşası nedeniyle 2024 yılında büyümenin ana itici gücü oldu. Ancak, bu alandaki daha düşük kamu harcamaları nedeniyle sektörün katkısının 2025 yılında azalması beklemekteyiz. İmalat sektörünün 2025 yılında gerileyen faiz oranları ve Euro Bölgesi'nin ekonomik performansındaki iyileşme sayesinde toparlanmasını, hizmetler sektörünün ise büyük oranda durgun seyretmesini bekliyoruz.
- Dört yıllık daralmanın ardından inşaat yatırımları 2023'te pozitive dönerken, inşaat sektörünün toparlanmasıyla 2024'te daha da hızlandı. Öte yandan, makina ve teçhizat yatırımları 2019-2023 yılları arasında %16,3'lük YBBO'nun ardından 2024'ün ikinci ve üçüncü çeyreğinde daralma gösterdi. Dolayısıyla, 2024 yılında önemli ölçüde yavaşlayan yatırım büyümesinin 2025 ve sonraki yıllarda toparlanmasını bekliyoruz.
- Gözden kaçabilecek bir faktör, TL'nin reel olarak değer kazanması nedeniyle GSYH'nin dolar bazında hızlı büyümesidir. 2020 yılında 717 milyar dolara gerileyen GSYH, 2024 yılı sonunda 1,3 trilyon doları aşarken, kişi başına gelir ise 15 bin dolara ulaşacaktır.

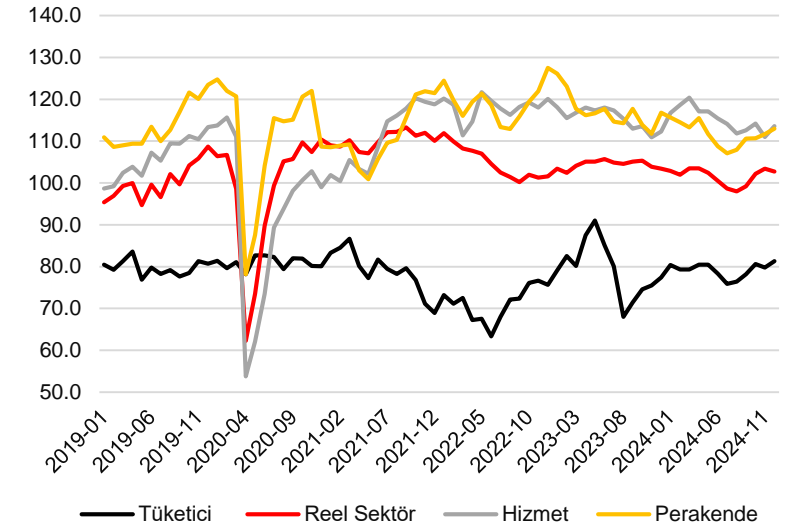
Sanayi Üretimi ve Perakende Satışlar (2022=100)



KKO (% , m.a.)

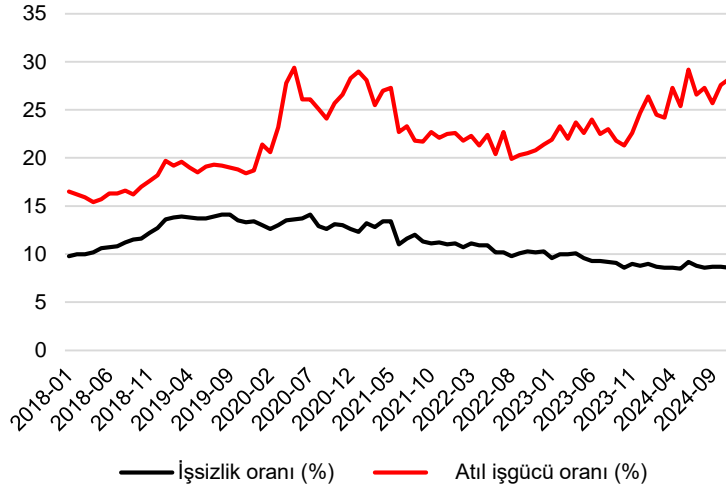


Güven Endeksleri

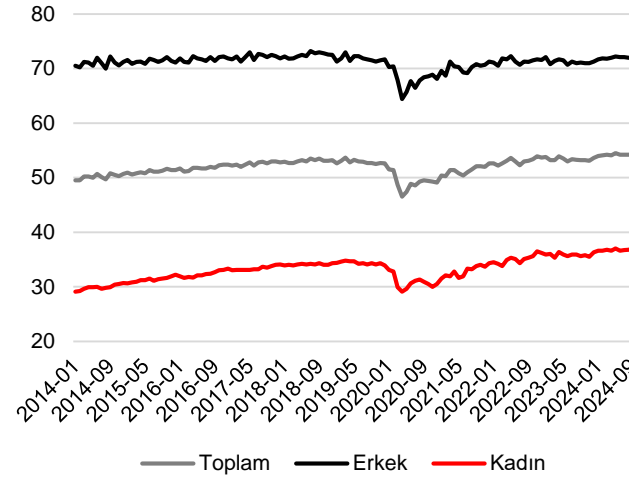


- Perakende satış endeksi aylık bazda üst üste altı ay, yıllık bazda ise üst üste 54 ay artış göstermiştir. Yüksek faiz ortamına rağmen, hanehalkının enflasyon beklentisi %63,1 ile yüksek seviyesini korumaktadır. Bu nedenle, artan tüketici kredisi büyüme oranı güçlü tüketim iştahını beslemeye devam etmektedir. Öte yandan, sanayi üretimi, özellikle zayıf ihracat koşulları nedeniyle durgun seyrederken, bu durum tüketim malları ithalatını da rekor seviyelere taşımıştır.
- Mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı (KKO) Aralık ayında %75,6 olurken, dördüncü çeyrekte ortalama KKO %75,5 ile geçen yılın aynı dönemindeki %77,6'nın altında gerçekleşmiştir. Düşük faiz ortamı ve küresel zeminde daha iyi bir tablo sayesinde KKO'nun 2025 yılında yükselmesi muhtemeldir.
- Güven göstergeleri yılın son çeyreğinde daha iyi bir performans gösterdi. Bir önceki çeyrekte 76,8 olan ortalama tüketici güveni dördüncü çeyrekte 80,5 olurken, reel kesim ve hizmet sektörü güven endeksleri sırasıyla 98,6 ve 112,8'den 102,8 ve 112,9'a yükseldi. Perakende ticaret ve inşaat sektörü güven endekslerinde de benzer bir eğilim gözlenmiş olup, 2024 yılının son çeyreğinde çeyreklik bazda büyüme olasılığının yüksek olduğuna işaret etmektedir.

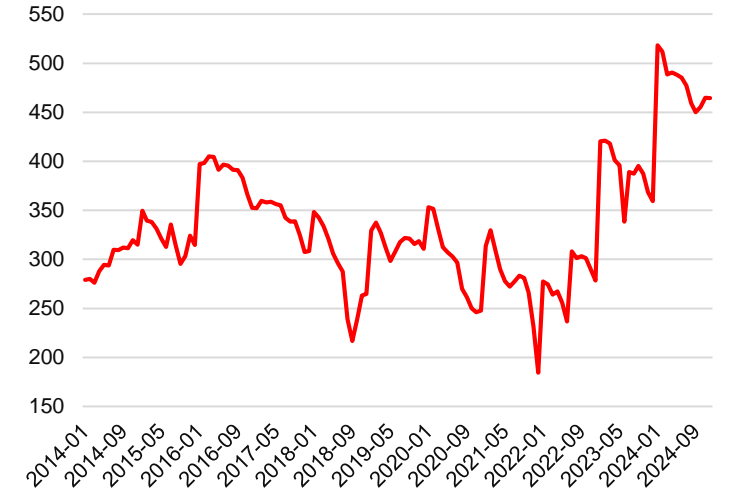
İşsizlik Oranı (%)



İşgücüne Katılım Oranları (%)

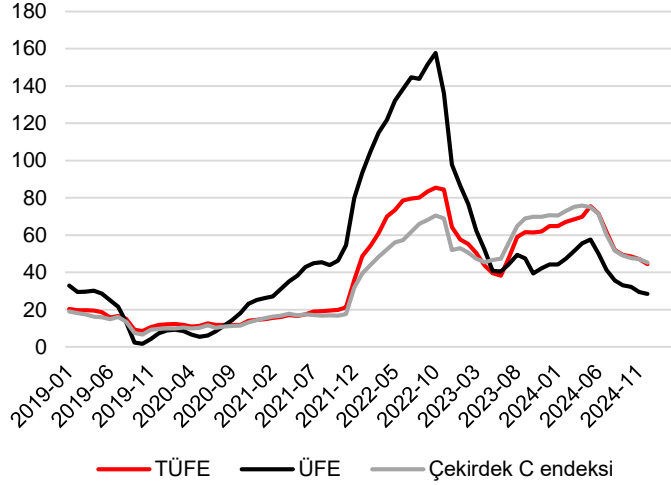


Asgari Ücret (EUR)

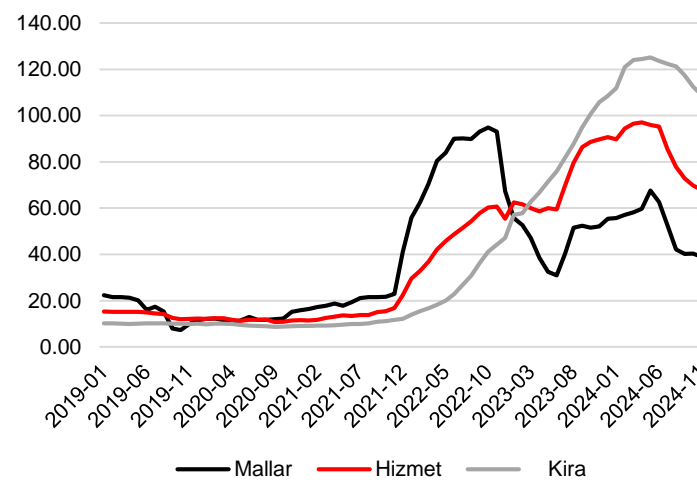


- Türkiye'de asgari ücret yıllık bazda %22,8 oranında önemli ölçüde artarak 2024 yılında ortalama 479 Euro'ya ulaşmıştır. Bu artış TL bazında %99,8'lik bir artışa eşdeğer olup tekstil, deri ve hazır giyim sektörleri gibi düşük teknolojili ve düşük katma değerli üreticiler üzerinde daha belirgin bir etkiye sahip oldu. Asgari ücret 2025 yılı için %30 oranında artırılırken; bu da bizim tahminimize göre Euro bazında ortalama %9,4'lük bir artışa denk gelmektedir. Dolayısıyla düşük katma değerli ihracatçı sektörler 2025 yılında da işgücü maliyeti kaynaklı zorluklar yaşayabilir.
- Geriye dönük endeksleme nedeniyle enflasyonun üzerinde gerçekleşen ücret artışlarına rağmen, işsizlik oranı 2024 yılı boyunca yüksek tek haneli rakamlarda kalırken, işsiz, eksik istihdam ve potansiyel işgücünü bir araya getiren atıl istihdam oranı yılın ikinci çeyreği itibarıyla %25'in üzerinde seyretmiştir. Deneyimli işçilerin işgücü piyasasından ayrılmasıyla işsizlerin yeniden işgücüne katılmasına olanak tanıyan erken emeklilik yasası da bu eğilime katkıda bulunmuştur. Ekonomik büyümenin yavaşlaması nedeniyle 2025 yılında işgücü piyasasında hafif bir bozulma bekliyoruz.
- Olumlu bir gelişme olarak, mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı Ekim ayında tüm zamanların en yüksek seviyesi olan %54,6'ya yükselmiştir. Uzun vadeli ekonomik kalkınmanın önemli bir itici gücü olan kadınların işgücüne katılımı %37,3 ile tüm zamanların en yüksek seviyesine çıkarken, mevcut rakamlar OECD ortalamasının oldukça altındadır. Bu iyileşmelerin orta vadede devam etme eğiliminde olması halinde, işgücü piyasasının ekonomik büyümeyi daha fazla destekleyeceğine inanıyoruz.

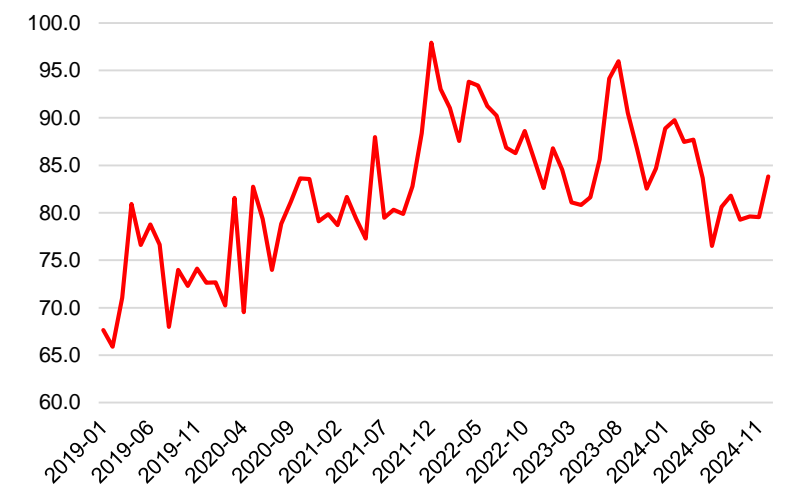
TÜFE, Çekirdek TÜFE ve ÜFE (y/y, %)



Hizmet ve Mal Enflasyonu (y/y, %)



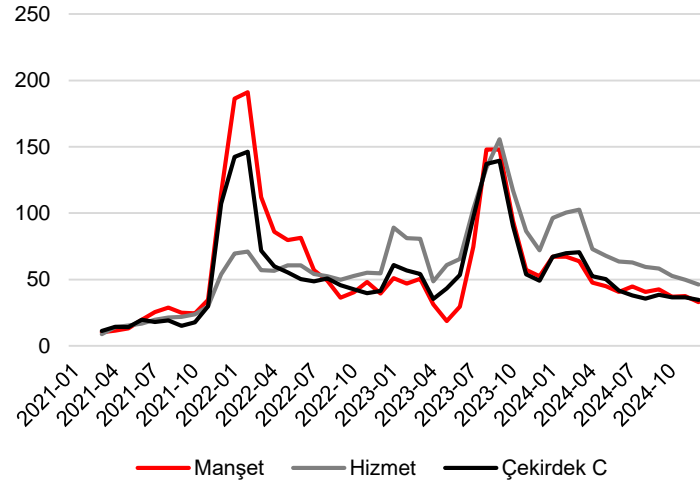
Enflasyon Yayılım Endeksi*



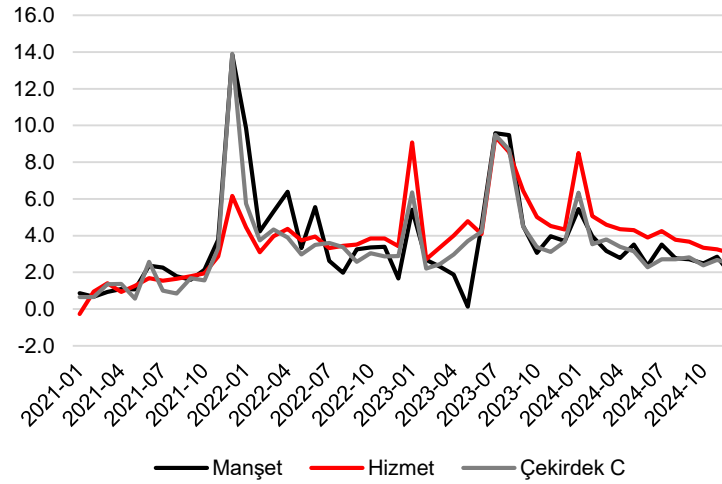
- 2023 yılını %64,8 ile tamamlayan tüketici enflasyonu 2024 yılı boyunca yüksek seyretmiş, Mayıs ayında %75,4 ile zirve yaptıktan sonra yılı %44,4 ile tamamlamıştır. Benzer şekilde, çekirdek enflasyon B ve C endekslerine göre sırasıyla %73,0 ve %75,0'ten %43,9 ve %45,3'e gerilemiştir. Ayrıca, ÜFE 2024 yılı sonunda bir önceki yılki %44,2 seviyesinden %28,5'e gerilemiştir.
- Hizmet enflasyonu, ücretlerdeki geriye dönük endeksleme ve yüksek kira enflasyonu nedeniyle birçok ekonomide olduğu gibi mal enflasyonundan çok daha yüksek kalmıştır. Hükümetin kira fiyatlarına getirdiği %25'lik sınıra rağmen, Temmuz ayında sınırın kaldırılmasından önce kira enflasyonu %123,6 olarak gerçekleşmiştir. BETAM'ın (Bahçeşehir Üniversitesi Ekonomik ve Toplumsal Araştırmalar Merkezi) çalışmasına göre kira fiyatlarındaki artışın son 2 ayda yatay seyretmesi önümüzdeki dönemde kira enflasyonunda bir miktar gevşemeye işaret ediyor. Bununla birlikte, 2025 yılında da hizmet enflasyonunun mal enflasyonunun üzerinde seyretmeye devam edeceğini öngörüyoruz.
- Enflasyon yayılım endeksi Aralık ayında 83,8 seviyesinde gerçekleşmiş ve 143 ana gruptan 112'sinde fiyat artışı kaydedilmiştir. Genel olarak, endeks 2024 yılında önceki iki yıla kıyasla hafif bir iyileşme göstermiş, ancak 2004-2017 dönemine kıyasla oldukça yüksek kalmıştır.

*yayılım endeksi fiyatı artan ya da pozitif ivme gösteren mal/hizmet sayısını ölçmektedir

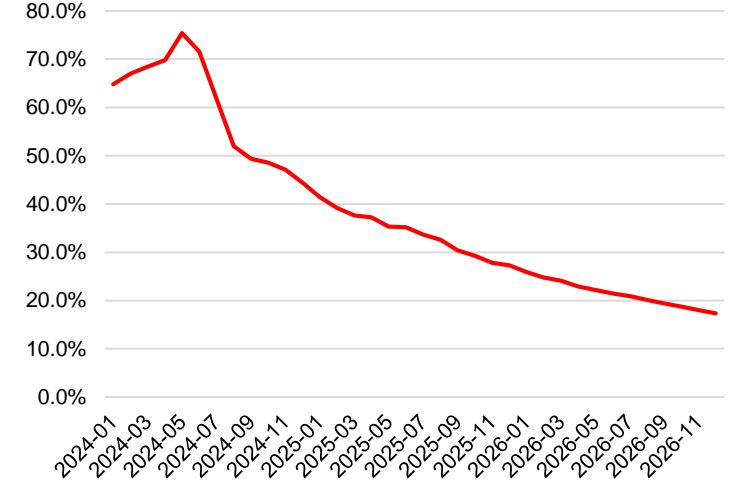
Enflasyon (3 aylık yıllıklandırılmış, m.a, %)



Aylık Enflasyon Eğilimi (m.a., %)

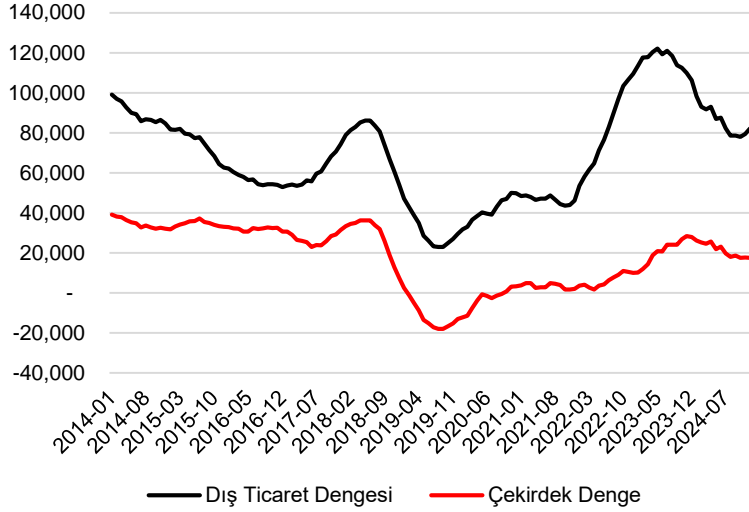


Yıllık Enflasyon Tahmin Patikası

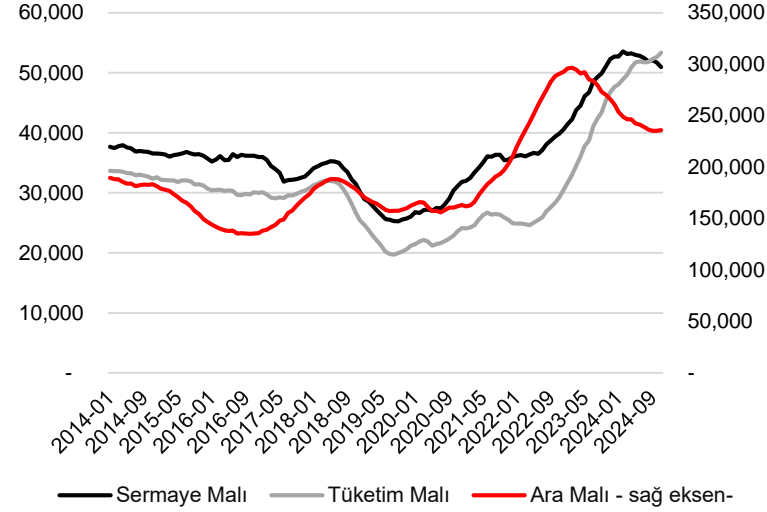


- Mevsimsellikten arındırılmış yıllık enflasyon, bir önceki yılın aynı aylarındaki %52,5 seviyesinden Aralık 2024 itibariyle %33,0'a gerilemiştir. Benzer bir eğilim çekirdek C endeksi ve hizmet enflasyonu için de gözlenmiş, her ikisi de aynı dönemde %49,2 ve %72,1'den sırasıyla %34,6 ve %46,2'ye düşmüştür. Hizmet enflasyonundaki düşüş, asgari ücrette 2024 yılı ortasında ikinci bir artış yapılmaması nedeniyle daha belirgin olurken, çekirdek-C endeksi Ağustos-2024'ten bu yana neredeyse yatay seyretmiştir.
- Ocak ve Şubat aylarında enflasyonun ilk beklentilerimize göre %4,5 ve %2,9 gibi yüksek seviyelerde gerçekleşmesi beklenirken, piyasa katılımcıları bu dönemde enflasyonun %4,0 ve %2,6 olmasını beklemektedir. Mevsimsellikten arındırılmış enflasyonun 2025'in ilk çeyreğinde %2,9 olacağını, sonraki çeyreklerde ise %2,1 %1,7 ve %1,2'ye gerileyeceğini hesaplıyoruz.
- Yıllık bazda enflasyonun 2025 yılında %27,3, 2026 yılında ise %17,3 olmasını bekliyoruz. Yıllık enflasyon 2024 yılından gelen yüksek baz etkisi sayesinde Mart 2025'te %38'in altına düşecek, yıllık iyileşme özellikle yılın ikinci yarısında yavaşlayacaktır.

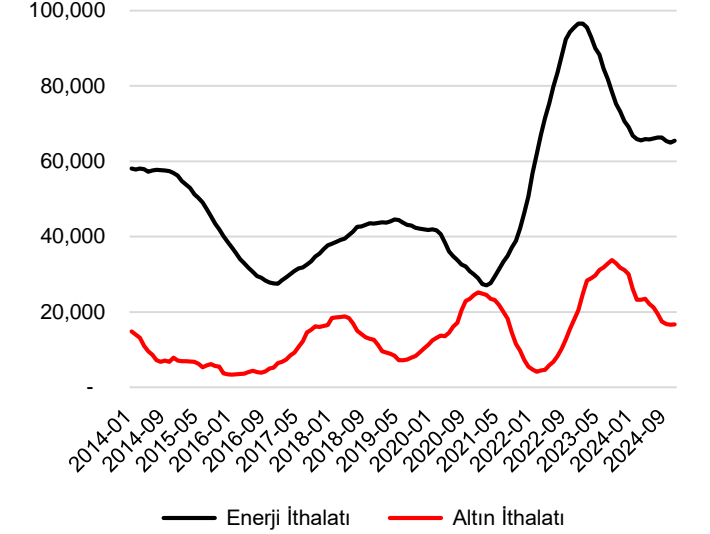
Dış Ticaret Dengesi (12 aylık, m USD)



İthalat (12 aylık, m USD)

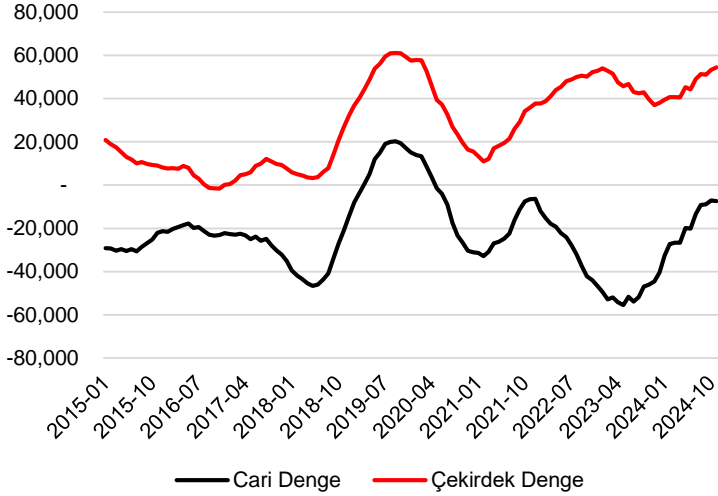


İthalat (12 aylık, m USD)

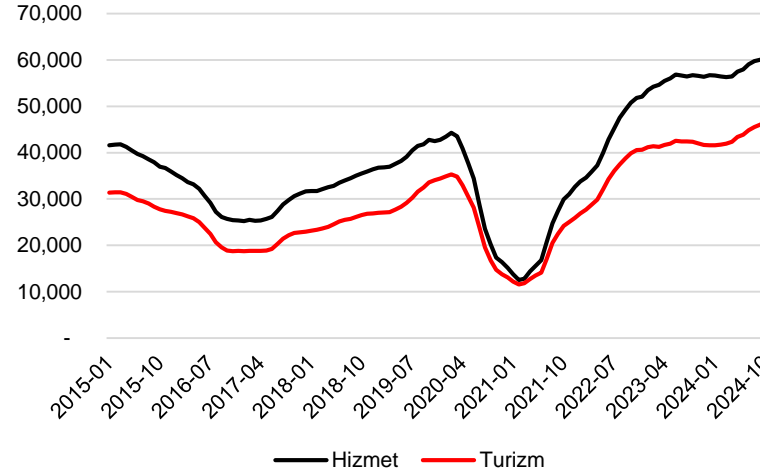


- Eylül 2021'de başlayan ultra gevşek para politikasının ardından Türkiye'de ticaret açığı hızla artmıştır. Açığın yükselmesinde enerji fiyatlarındaki artış, tüketim malları talebindeki artış ve altın talebindeki artış etkili olmuştur.
- 2023 yılını 106,3 milyar dolarlık açıkla tamamlayan Türkiye'de dış ticaret dengesi 2024 yılının ilk yarısında belirgin bir iyileşme göstermiştir. Tüketim malları ithalatı artmaya devam etse de enerji fiyatlarındaki gevşeme ve altın ithalatındaki düşüş bu iyileşmeye katkıda bulunmuştur. Yatırım harcamalarındaki yavaşlama nedeniyle yatırım ithalatı azalırken, tüketim ithalatı son on yılda ilk kez yatırım ithalatını aşmıştır. Öncü verilere göre, 2024 yılı ticaret açığı 82,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında ise tüketim ve ara malı ithalatındaki artışın etkisiyle ticaret açığının 90,6 milyara dolara gerileyeceği tahmin etmekteyiz.

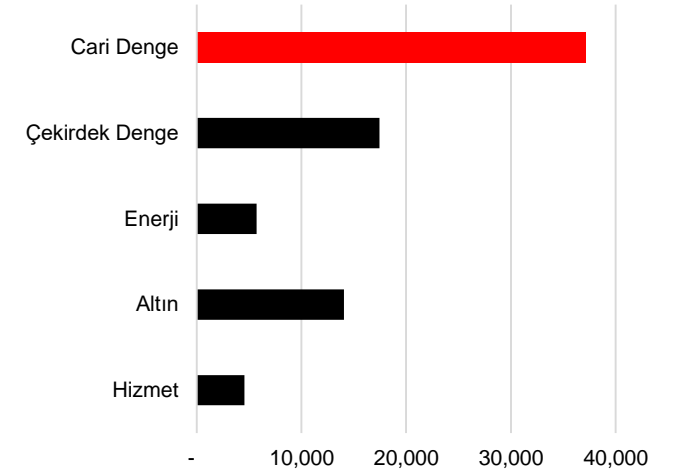
Cari İşlemler Dengesi (12 aylık, m USD)



Hizmet ve Turizm Dengesi (12 aylık, m USD)

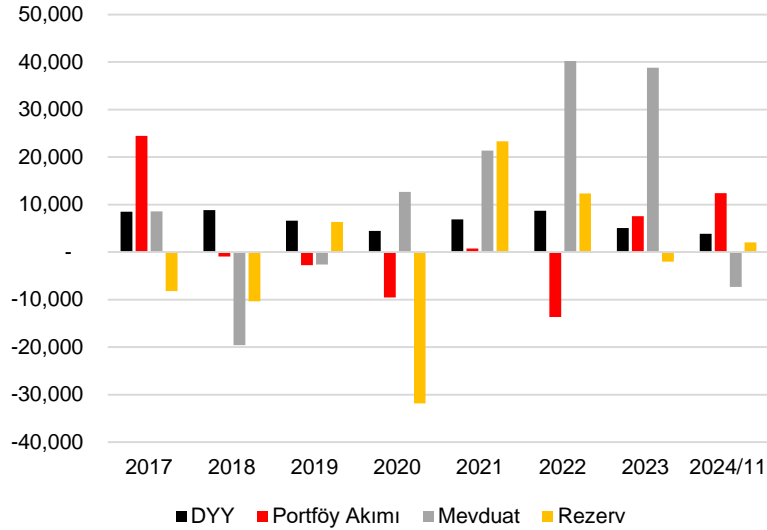


Cari Denge Değişimi (Son 1 yıl)

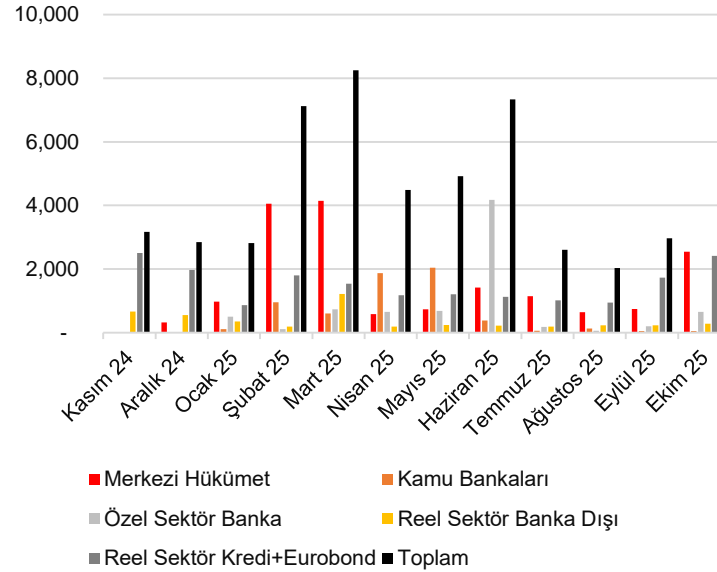


- Yaklaşık 82,2 milyar dolarlık ticaret açığı ile Türkiye ekonomisi 2024 yılında 9,7 milyar dolar cari açık vereceğini tahmin ediyoruz. Yıl boyunca, çekirdek denge (enerji ve altın hariç) de diğer kalemlerden gelen daha yüksek katkı sayesinde iyileşmiştir. Çekirdek dengede iyileşme, enerji fiyatlarındaki gevşeme ve altın ithalatındaki düşüş sayesinde Ekim ayında açık 7,1 milyar dolara gerilemişti; ancak önümüzdeki dönemde hem tüketim malı ithalatı hem de baz etkisi nedeniyle yavaş yavaş bozulma başlayacaktır.
- Kovid-19 sonrası dönemde turist sayısının kademeli olarak normalleşmesiyle turizm gelirleri cari dengeye en büyük katkıyı yapan kalem olmuştur. Buna göre, 11A24 rakamı yıllık bazda %7,1 artışla 50,0 milyon kişi olarak kaydedilirken, Kovid-19 öncesi 11A19 döneminin %16,6 üzerinde gerçekleşmiştir. Net turizm gelirindeki büyüme son 4 yılda güçlü seyretse de, 2025 yılında görece pahalı TL ve yüksek iç fiyatlar nedeniyle turizm giderlerindeki artışa bağlı olarak yavaşlama bekliyoruz.
- 2025 yılında cari dengenin bir miktar bozulma göstererek 16,5 milyar dolarlık açık yaratmasını bekliyoruz. Euro Bölgesi'ndeki daha iyi ekonomik görünüm beklentisiyle ihracatın 2025 yılında %3,8 artarak 272 milyar dolara ulaşmasını, ithalatın ise %5,3 artarak 362 milyar dolara yükselmesini bekliyoruz. Modelimiz, 2025 yılında ortalama Brent petrol fiyatını 77 dolar ve TTF doğal gaz için 38 euro olarak kabul etmektedir. Ayrıca, net turizm gelirinin 46,5 milyar dolarda sabit kalacağını öngörüyoruz.

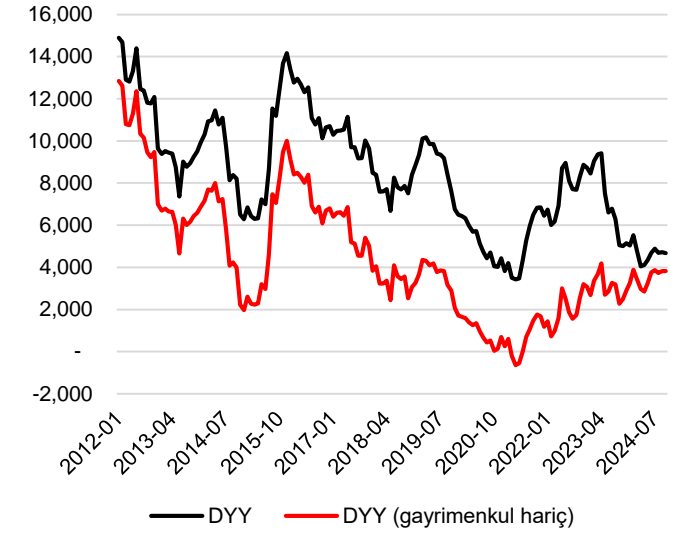
Cari Denge Finansmanı (m USD)



Dış Borç Geri Ödeme Takvimi (m USD)

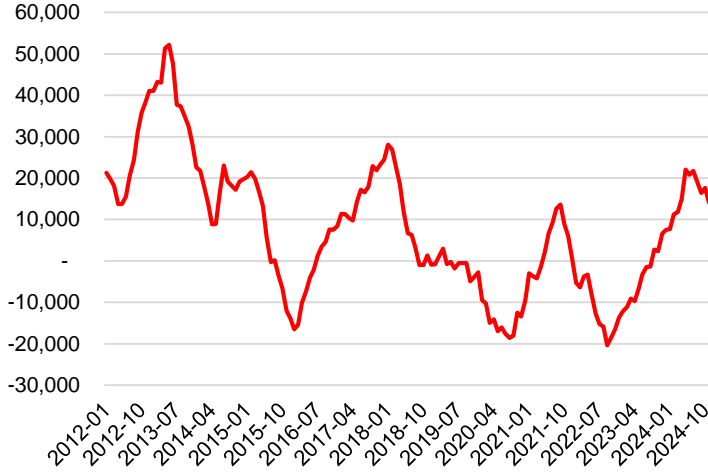


DYY Akımları (m USD)

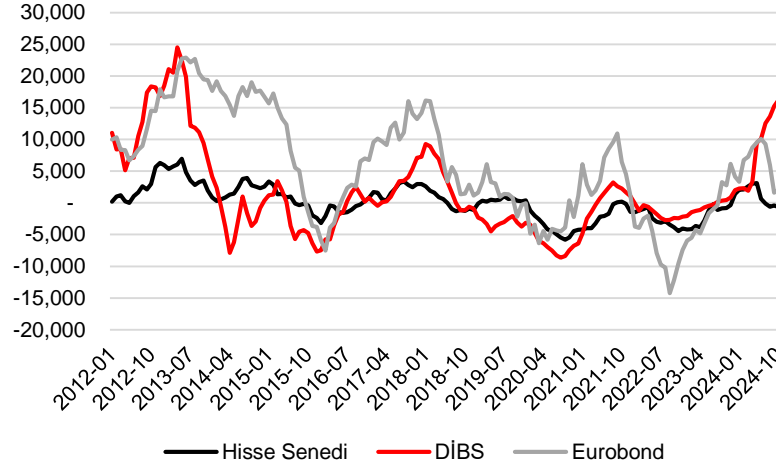


- 2022 ve 2023 yıllarında yüksek cari açık büyük ölçüde yabancı mevduat ve swap girişleri ile finanse edilmiştir. TCMB, çoğunlukla MENA bölgesinden olmak üzere, merkez bankalarıyla swap anlaşmaları yaparken, Suudi Kalkınma Fonu 2023 yılında, genel seçimlerden hemen önce bir depo hesabı açmıştı. Öte yandan, beyin göçü, makroekonomik istikrarsızlık ve düşük kurumsal yönetim gibi faktörler nedeniyle DYY girişi yıllar içinde zayıflamıştır.
- 2024 yılında cari işlemler açığı büyük ölçüde portföy girişleri ile finanse edilmiş, doğrudan yabancı yatırımlardan ise sınırlı destek sağlanmıştır. Ayrıca, yurt içi bankaların sendikasyon kredisi yenileme oranları yıl boyunca %100'ün üzerinde seyretmiştir. Sonuç olarak, TCMB rezerv biriktirebilmiş ve finansman tarafının kalitesi önemli ölçüde iyileşmiştir. Güçlü rezerv yönetiminin bir yansıması olarak TCMB, Suudi Arabistan'ın 5 milyar dolarlık depo hesabını Temmuz 2024'te sona erdirdi.
- Aylık bazda Şubat, Mart, Ekim ve Kasım ayları borç geri ödemeleri açısından biraz daha yoğun görünmektedir. Ancak Mart ve Kasım aylarının bankaların sendikasyon faaliyetlerinde bulunduğu aylar olması dikkat çekerken, yaz aylarında beklenen cari işlemler fazlası genel ödemeler dengesi üzerindeki baskıyı hafifletecektir.

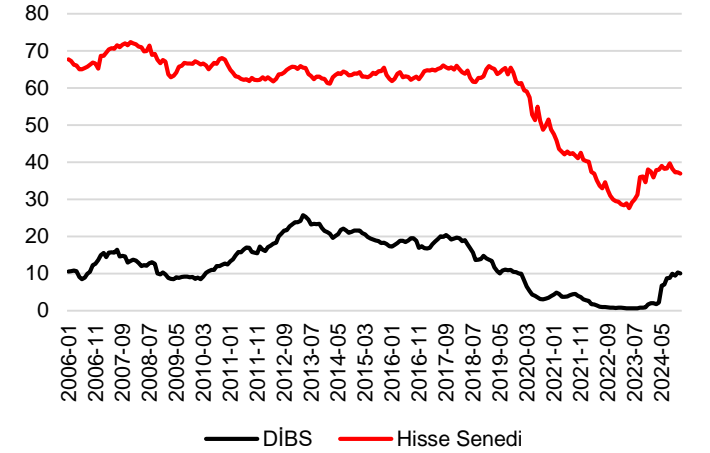
Portföy Akımları (12 aylık, m USD)



Portföy Akımları (12 aylık, m USD)

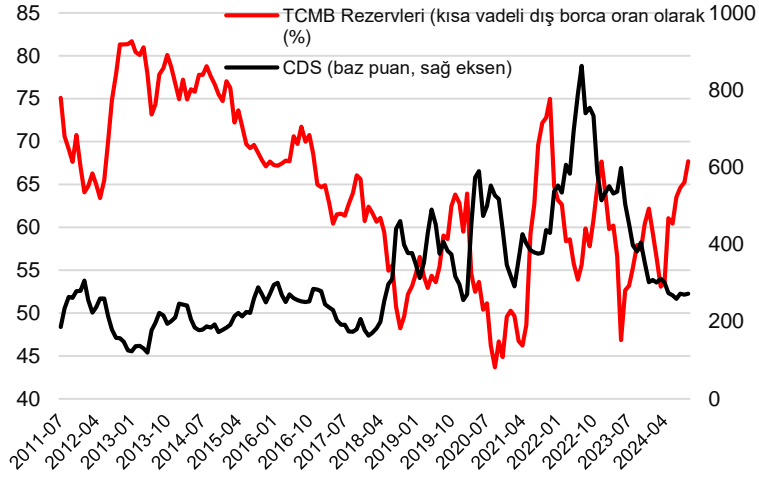


Yabancı Sahiplik Oranı (%)

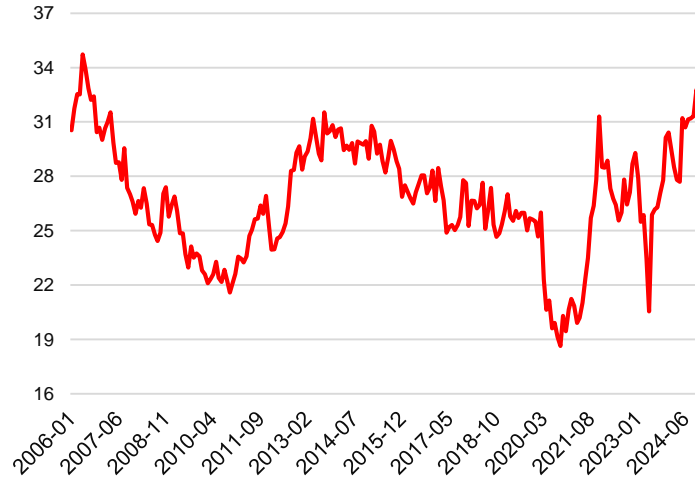


- 2002-2018 yılları arasında Türkiye, cari açığın finansmanında birincil kaynak olarak portföy akımlarından en çok yararlanan ülkelerden biri olmuştur. Bu akımların zirvesi, Fed'in parasal genişlemesinin en yüksek seviyeye ulaştığı ve geleneksel politikaların uygulandığı Mayıs 2013'te 50 milyar doları aşmıştır.
- Yurt dışı yerleşikler, Türkiye'ye yönelik sabit getirili portföy akımlarında genellikle devlet iç borçlanma senetlerini (DİBS) tercih etmiştir. Türkiye'nin nispeten düşük kamu borcunun GSYH'ye oranı (tarihsel olarak %30), güçlü maliye politikaları ve yüksek reel faizler uzun yıllar boyunca yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiştir. DİBS'lere ortalama portföy girişi 2006-2013 yılları arasında yılda yaklaşık 6 milyar dolar iken, 2023'e kadar küresel para politikalarının sıkışması ve reel faizlerin düşmesiyle birlikte portföy çıkışına dönüşmüştür. Ancak, DİBS'lere girişler 2024 yılının başında başlamış ve yılın ilk 11 ayında devlet borçlarına 16,4 milyar dolarlık yatırım yapılmıştır.
- Hisse senetleri tarafında ise, portföy girişleri DİBS'lerden çok daha düşük olurken, 2018-2024 yılları arasında yurt dışı yerleşiklerin çıkışı dikkat çekmektedir. Hisse senedi piyasasındaki payları 2019'da yaklaşık %65'ten 2024'te %37'ye düşmüştür. Özellikle Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), bankaların yabancılarla Türk Lirası swap limitlerini 2018'de özkaynaklarının %100'ünden 2020'de sadece %1'e, kredi limitlerini ise %0,5'e düşürmüştür. Bu limitler pandemi sonrasında sırasıyla %10 ve %2,5 olarak yukarı yönlü revize edilmiş olsa da piyasa dinamiklerini etkilemeye devam etmektedir.

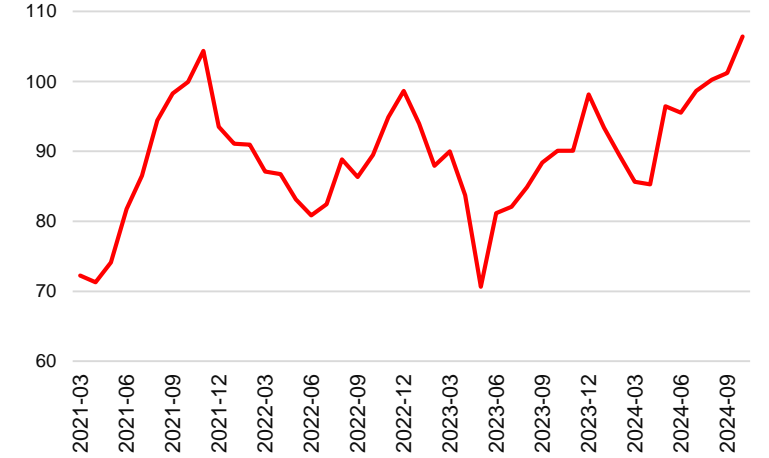
TCMB Rezervleri (kısa vadeli dış borca oran olarak (%))



TCMB Brüt Rezervleri (M2'ye oran olarak)

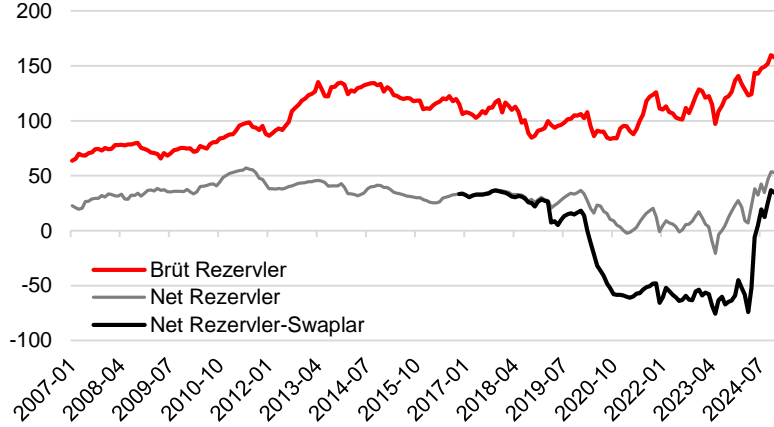


Rezerv Yeterlilik Rasyosu (% , IMF tanımlı)

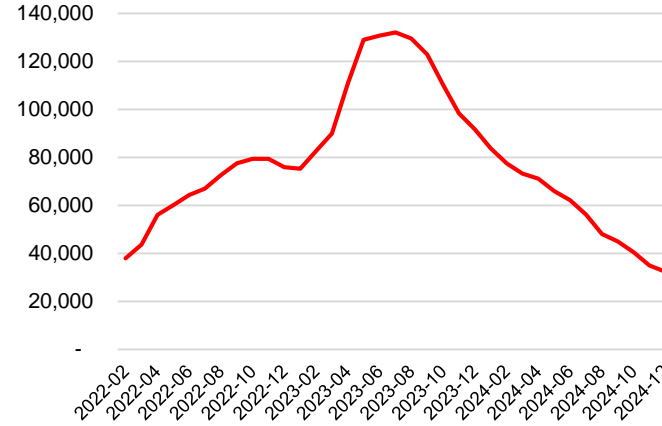


- Son bir yıllık dönemde kaydedilen yüksek rezerv birikimi ve artan şok emme kapasitesi sayesinde, Türkiye, rezerv yeterlilik oranlarına bakıldığında, bir ödemeler dengesi krizini atlama için yeterli cephaneyi biriktirmiş oldu. İthalatın karşılanması ve rezervlerin M2'ye oranı gibi standart ölçütlerin yanı sıra IMF tarafından tanımlanan rezerv yeterlilik oranına göre Türkiye yeterli rezerve sahiptir. Ancak kısa vadeli borçların rezervlere oranı, kriterin karşılanması için daha fazla rezerv biriktirilmesi gerektiğini göstermektedir.
- Brüt rezervler Kasım 2024 itibarıyla 5,3 aylık ithalatı karşılarken, bu rakam Mayıs 23'te 2,9 aydı. Genel teamül brüt rezervlerin ülkenin en az 3 aylık ithalatını karşılaması gerektiği yönündedir. Bu kriter gereği rezervler yeterli görünmektedir.
- Rezerv yeterliliğinin dolarizasyon eğilimine göre ölçüldüğü üçüncü geleneksel yaklaşıma göre Kasım ayında brüt rezervlerin M2'ye oranı %32,1 ile %20 eşliğinin çok üzerindedir. Hem yerel seçimlerden bu yana artan sermaye girişleri hem de dolarizasyon Mayıs 2023'teki %20,5 seviyesinden daha iyi bir seviyeye ulaşılmasını sağlamıştır.
- IMF'nin ülkenin kısa vadeli dış borcunu, M2'sini, mal ve hizmet ihracatını ve diğer yükümlülüklerini dikkate alan çok daha kapsamlı yaklaşımına göre, Türkiye'nin rezerv yeterlilik oranı Mayıs 2023'te %70, Mart 2024'te %85,6 civarında iken %106,4'tür. Yeterli seviyeyi temsil eden aralık %100-%150 olup, %100'ün altı yetersiz, %150'nin üstü ise aşırı rezerv anlamına gelmektedir.
- Sadece rezervlerin kısa vadeli borçları %100 oranında karşılamasını gerektiren Guidotti-Greenspan kuralına göre Türkiye'nin rezervleri yeterli olmaktan uzaktır. Brüt rezervlerin vadeye kalan gün sayısına göre kısa vadeli borçlara oranı Mayıs 2023'te %46,8'den 2024 sonunda %67,7'ye yükselerek çarpıcı bir iyileşme göstermiştir. Kriterleri tutturmak ve 250bps civarındaki mevcut CDS seviyelerinden daha düşük bir risk primine ulaşmak, rezervlerin kısa vadeli borçları karşılama seviyesinin bugünkünden çok daha yüksek olmasını gerektirmektedir.

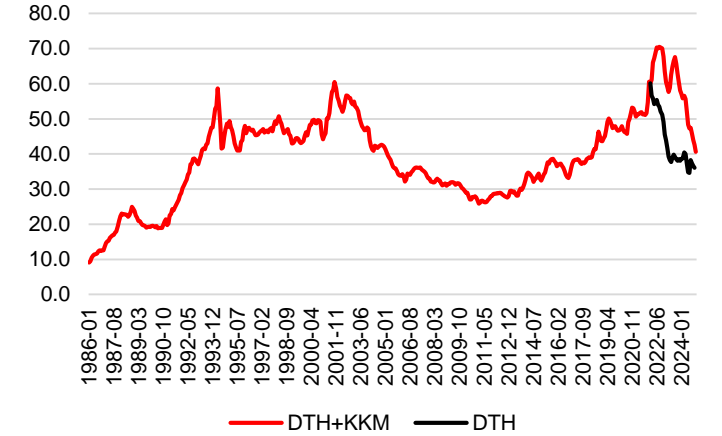
TCMB Rezervleri



KKM Büyüklüğü (m USD)

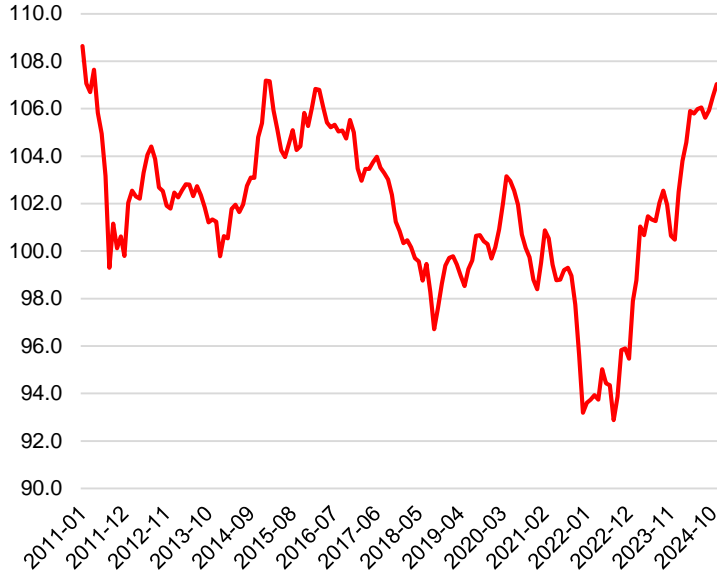


YP Mevduat (toplamın %'si olarak)

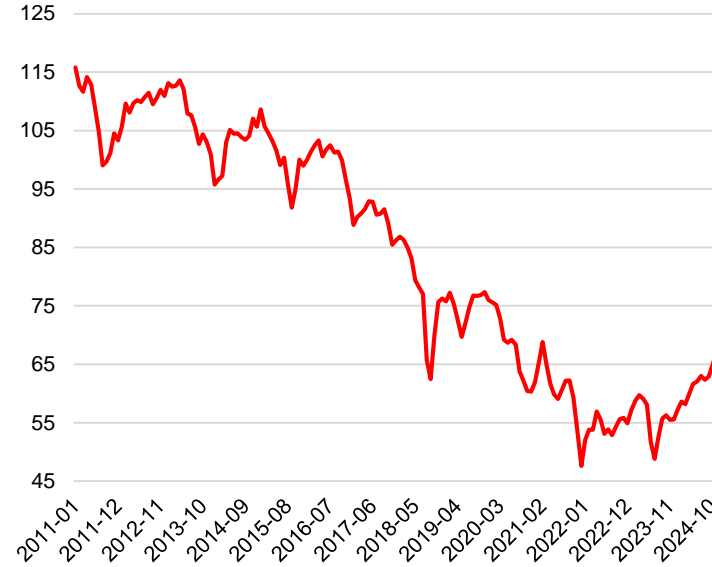


- TCMB brüt rezervleri 2024 yılında 14,1 milyar dolar artışla 155 milyar doların üzerine çıkmıştır. TCMB'deki 2023 yılındaki yönetim değişikliğinin ardından Banka 55 milyar doların üzerinde rezerv biriktirirken, TCMB'nin bankalarla yaptığı swaplar da dahil olmak üzere Banka'nın açık döviz pozisyonu Haziran ayındaki -75 milyar dolar seviyesinden Aralık ayında 34 milyar dolara yükseldi. Rezerv birikiminin 2025 yılında da devam etmesini bekliyoruz.
- Yeni ekonomi yönetiminin göreve geldiğinden bu yana en başarılı olduğu aksiyonlardan biri de KKM tutarını hızla küçültmek oldu. Maliyeti faydalarına göre oldukça fazla olan KKM, TCMB'nin de 2023 yılında büyük miktarda zarar etmesine neden olmuştu. Banka, Ağustos 2023'ten bu yana kur korumalı mevduat programını (KKM) küçültebilmek adına çeşitli önlemler aldı. Bu doğrultuda, KKM miktarı Ağustos 2023'te 135 milyar doların üzerindeyken Aralık 2024'te 35 milyar doların altına düşmüştür. Standart döviz mevduatları ile birlikte, toplam tutar Ağustos 2023 ortasındaki 333 milyardan 220 milyara düşmüştür.
- Bu arada ekonomi yönetimi liralasma stratejisini sürdürmeye devam etmiştir. Buna göre, KKM hariç TL mevduatlar Aralık sonu itibarıyla %59,4 seviyesinde bulunmaktadır. Bu oranın 2025 yılında daha da yükselmesini beklerken, uzun vadede %70'i aşmasını beklemiyoruz.

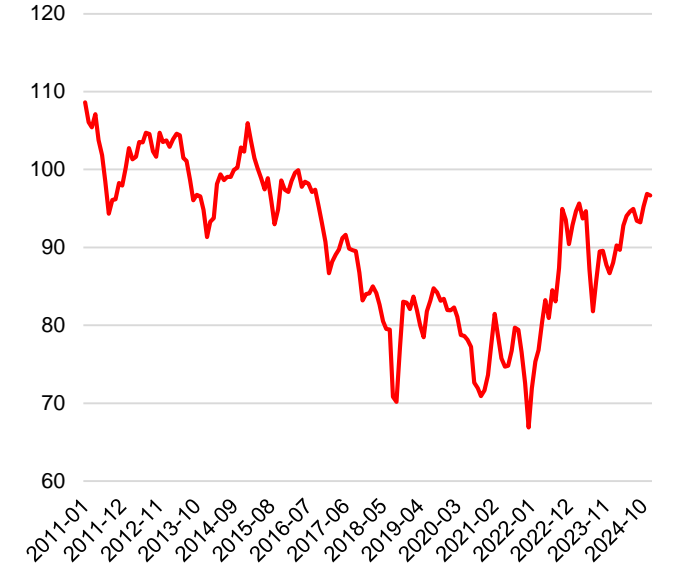
Yurt Dışı ÜFE REDK



TÜFE REDK

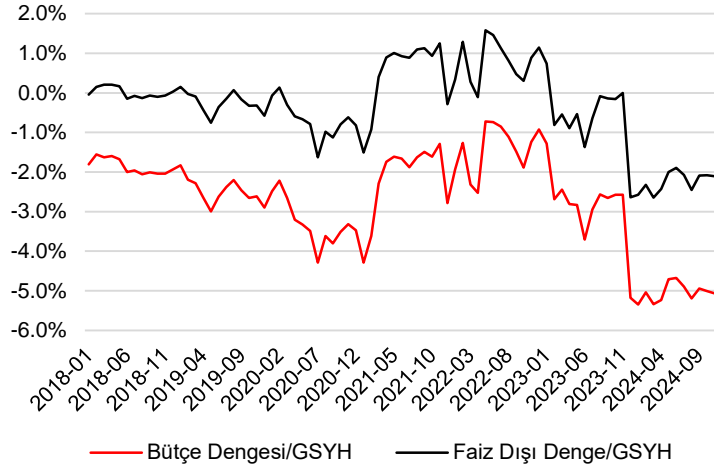


ÜFE REDK

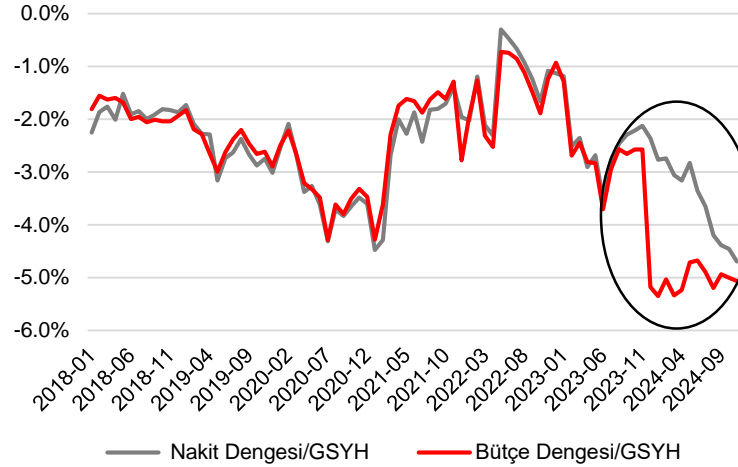


- TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru gerçek resmi tam olarak yansıtmadığı için TL'nin değerini ölçmek oldukça zordur. Bu nedenle, TL'nin Türk ihracatçıları için ne kadar değerli olduğunu bulmak için yurt dışı ÜFE REDK (reel efektif döviz kuru) endeksini türettik. Mevcut seviyeler, TL'nin tarihsel ortalamalarına kıyasla bir miktar değerli olduğunu göstermektedir. Bu durum önümüzdeki dönemde işsizliğin artmasına neden olabilir, ancak kaynakların daha yüksek katma değerli sektörler kaydırılması uzun vadede verimlilik artışlarına yol açacaktır.
- Yıllık USD/TL paritesi tahminimiz 42,84. Bu, 2024 sonuna kıyasla %21,1 nominal değer kaybı anlamına gelirken, hafif bir reel değerlenme gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu da TL faiz oranlarının carry trade yatırımcıları için yüksek getiri fırsatları sunmaya devam edeceğini gösteriyor.

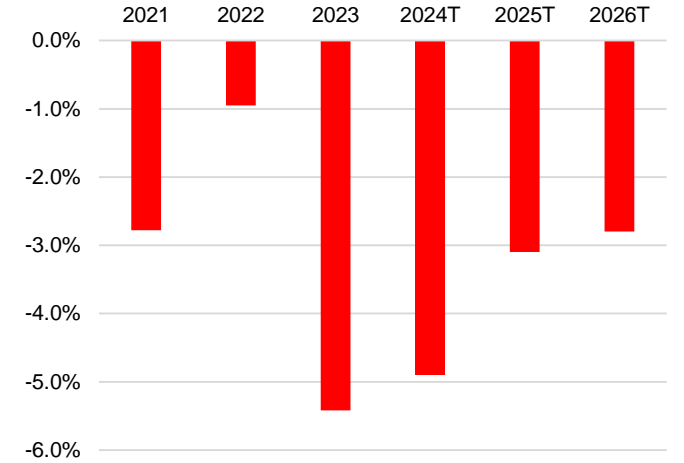
Bütçe Açığının GSYH'ye Oranı



Bütçe Açığı ve Nakit Dengesi (GSYH'nin %'si)



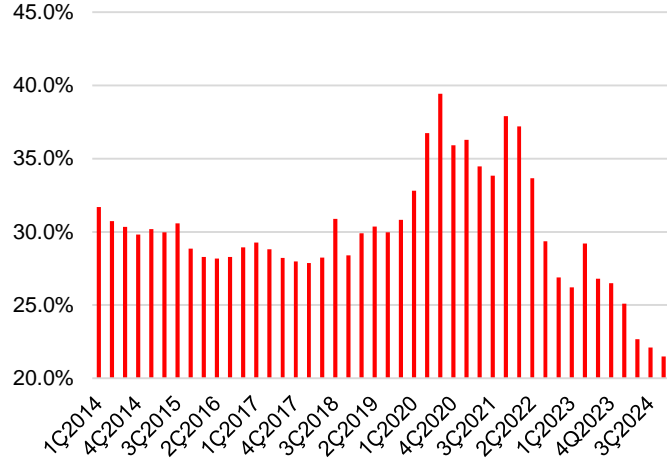
Bütçe Açığının GSYH'ye Oranı Beklentisi*



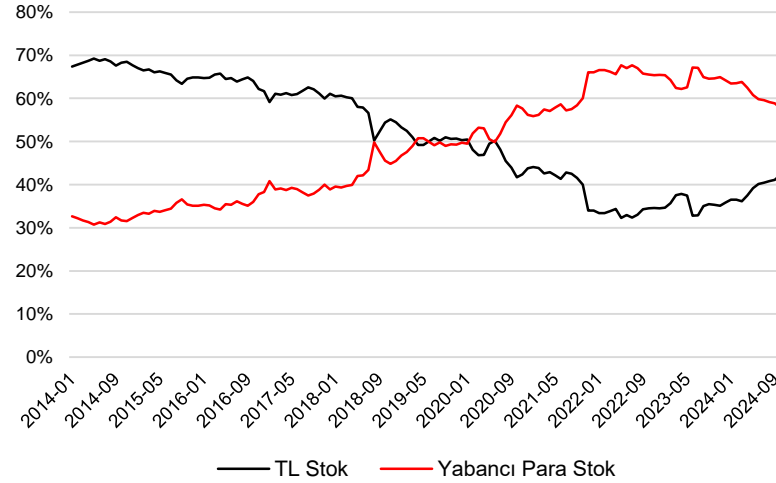
- Merkezi yönetim bütçesi 2023 yılında 1375,0 milyar TL açık verirken, bu rakam 2022 yılında gerçekleşen %0,9'a kıyasla GSYH'nin %5,4'üne karşılık gelmekteydi. Eylül ayında açıklanan Orta Vadeli Program'da (OVP) 2024 yılı için, özellikle depremle ilgili harcamalar nedeniyle %4,9'luk bir açık öngörülmüştü. 2023'te yayımlanan programda depremden etkilenen bölgelerin yeniden inşası için dört yılda toplam 3 trilyon TL (2023'te 762 milyar TL, 2024'te 1.062 milyar TL, 2025'te 566 milyar TL, 2026'da 380 milyar TL) tutarında harcama öngörülmüş olup, bu tutar gelecekte indirildiğinde 75 milyar dolara denk gelmektedir.
- OVP'ye göre 2025 yılında bütçe açığında kayda değer bir iyileşme görülürken, daha etkin vergi tahsilatı ve depremle ilgili harcamaların azalmasıyla bütçe açığının GSYH'ye oranının %3,1'e gerilemesi beklenmektedir. Bu tahmini aşırı iyimser bulmakla birlikte, bu yıl için yaklaşık 1,0-1,5 puanlık bir iyileşme öngörüyoruz. Önceki dönemde tahakkuk bazlı bütçe dengesi ile nakit dengesi arasındaki fark çok büyüktü. Bu nedenle harcamalarda bir düşüş olsa bile nakit çıkışının yıl boyunca devam etmesi ve 2025 yılında mali dengenin büyümeye katkısını canlı tutması muhtemeldir.
- Diğer gelişmekte olan ülkelerden farklı olarak, Türkiye'de bütçe açığı sorunu borç sorunundan ziyade enflasyonist bir etkiye sahiptir ve bu nedenle açığın azaltılması enflasyonla mücadele süreci için hayati önem taşımaktadır.

*OVP'ye göre

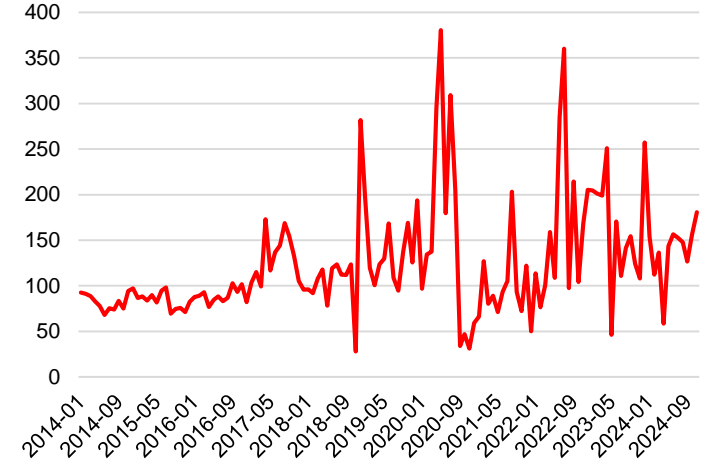
Merkezi Hükümet Borcunun GSYH'ye Oranı



Kamu Borcu FX-TL payı



İç Borç Çevirme Oranı (%)



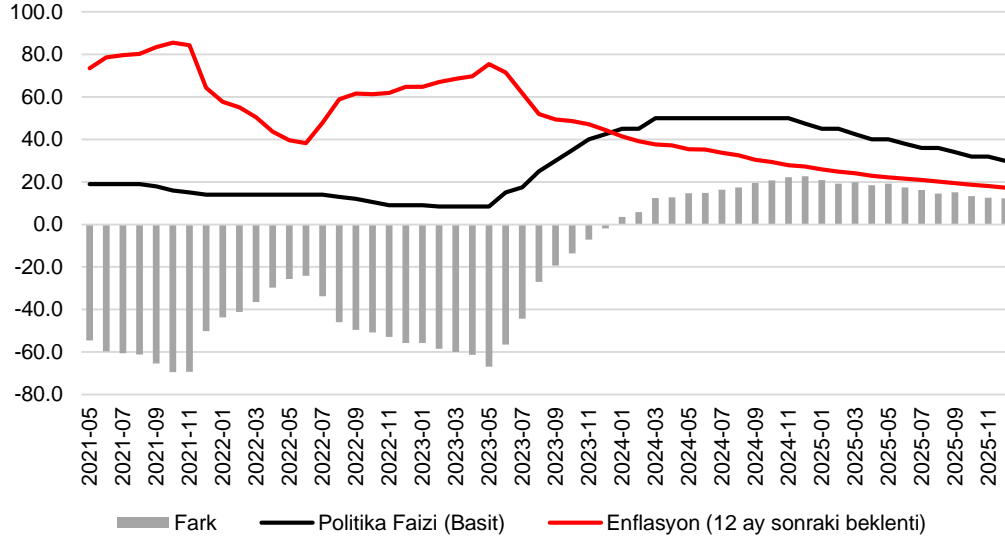
- Merkezi yönetim borcunun GSYH'ye oranı, tahminlerimize göre 4Ç21'den bu yana %37,9'dan 11A2024'te %21,5'e gerilemiştir. Bunun başlıca nedeni nominal GSYH'deki büyük artış ve yüksek enflasyondur. TL'nin ABD Doları karşısında %54,5 değer kaybettiği 2022-2023 yılları arasında ortalama borçlanma maliyetinin %18,61 olduğunu, aynı dönemde GSYH büyüklüğündeki artışın ise %250 olduğunu hatırlatalım. Gelişmekte olan ülkelerin borç stokunun GSYH'ye oranı olan %68 ve Maastricht kriterleri olan %60 ile karşılaştırıldığında, Türkiye'nin borç metrikleri benzerlerine kıyasla oldukça düşüktür.
- Ancak %57'lik döviz borç stoku oranı, Lira'nın aşırı değer kaybetmesi durumunda borç oranının hızla artması riskini doğurmaktadır. Bu oranın Temmuz 2014'te %31 ile oldukça düşük olduğunu hatırlatmak isteriz.
- Yılın ilk on bir ayında %129,5 olan iç borç çevirme oranınının 2024 yılı için %136,5 olan hedefin altında kalması muhtemeldir. Bu oranın 2025 yılında %119 olması öngörülmektedir. Daha düşük borç çevirme oranı ileriye dönük borç dinamiklerini de destekleyecektir.

<i>Senaryo-1</i>	2024-12	2025-01	2025-03	2025-04	2025-06	2025-07	2025-09	2025-10	2025-12	
Güncel Enflasyon	44.4%	41.4%	37.6%	37.2%	35.2%	33.7%	30.4%	29.3%	27.3%	
12-ay Sonraki Enflasyon	27.3%	25.9%	24.1%	22.9%	21.5%	20.9%	19.4%	18.7%	17.3%	
Ortalama	35.9%	33.7%	30.9%	30.1%	28.3%	27.3%	24.9%	24.0%	22.3%	Ortalama Politika Faizi (basit)
Politika Faizi	47.5%	45.0%	42.5%	40.0%	38.0%	36.0%	34.0%	32.0%	30.0%	37.2%
FARK	11.6%	11.3%	11.6%	9.9%	9.7%	8.7%	9.1%	8.0%	7.7%	Ortalama Politika Faizi (bileşik)
Bileşik politika faizi	60.8%	56.8%	52.9%	49.1%	46.2%	43.3%	40.5%	37.7%	35.0%	44.9%

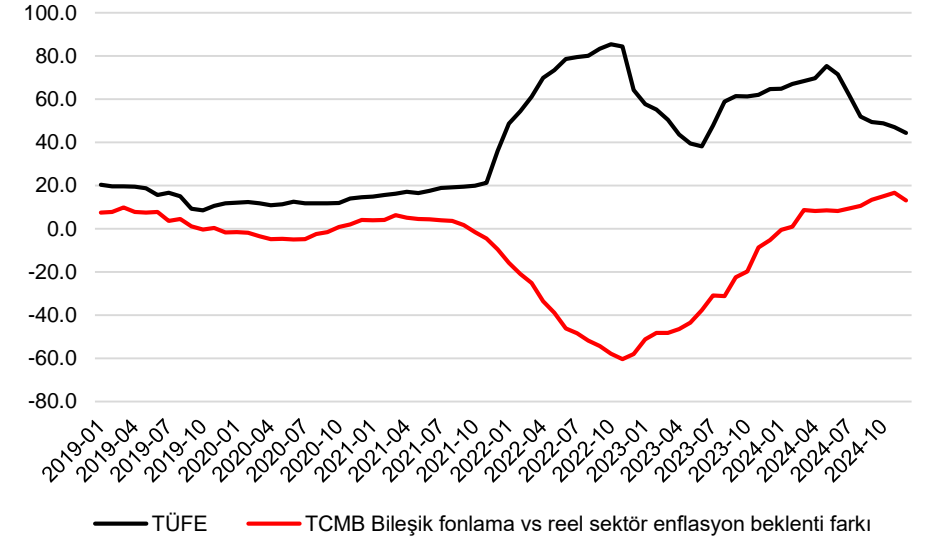
<i>Senaryo-2</i>	2024-12	2025-01	2025-03	2025-04	2025-06	2025-07	2025-09	2025-10	2025-12	
Güncel Enflasyon	44.4%	41.4%	37.6%	37.2%	35.2%	33.7%	30.4%	29.3%	27.3%	
12-ay Sonraki Enflasyon	27.3%	25.9%	24.1%	22.9%	21.5%	20.9%	19.4%	18.7%	17.3%	
Ortalama	35.9%	33.7%	30.9%	30.1%	28.3%	27.3%	24.9%	24.0%	22.3%	Ortalama Politika Faizi (basit)
Politika Faizi	47.5%	45.0%	42.5%	40.0%	37.5%	37.5%	35.0%	32.5%	30.0%	37.5%
FARK	11.6%	11.3%	11.6%	9.9%	9.2%	10.2%	10.1%	8.5%	7.7%	Ortalama Politika Faizi (bileşik)
Bileşik politika faizi	60.8%	56.8%	52.9%	49.1%	45.5%	45.5%	41.9%	38.4%	35.0%	45.3%

- 2024 yılsonu itibarıyla bir hafta vadeli repo bileşik faizi %60,8 ile piyasanın 12 aylık enflasyon beklentisi olan %27,0 ve TCMB'nin 2025 yılsonu beklentisi olan %21'in oldukça üzerindedir (OYAK Yatırım: %27,3). Ancak, piyasadaki likidite bolluğu nedeniyle, TL referans oranı son 2 haftada %47'nin altına düşerek birleşik faizi ortalaması %59,6'ya denk gelmektedir.
- Önceki yıllarda 12 toplantı yapan TCMB, 2025 yılında 8 toplantı yapmayı planlamaktadır. Banka'nın 2025 yılında her toplantıda faiz indirimine devam etmesini beklerken, önümüzdeki üç toplantıda 250 baz puanlık faiz indirimleri yapmasını öngörüyoruz. Daha sonra ise TCMB'nin beş toplantıda 200 baz puanlık faiz indirimlerine gitmesi ve yılı %27,3'lük yılsonu enflasyonu ve %17,3'lük 12 aylık enflasyon beklentisine karşılık %30'luk bir politika faizi ile tamamlaması muhtemeldir. Böylece reel faiz oranı hem ex-ante hem de ex-post pozitif bölgede olacaktır.
- Ayrıca cari enflasyon ve 12 aylık beklentilerin ortalamasını da hesapladık. Buna göre reel faiz oranı, politika faizindeki düşüşe paralel olarak 2024 yılı sonunda %11,6'dan 2025 yılı sonunda %7,7'ye gerileyecektir.

OYAK Yatırım ex-ante reel faiz oranı (%)

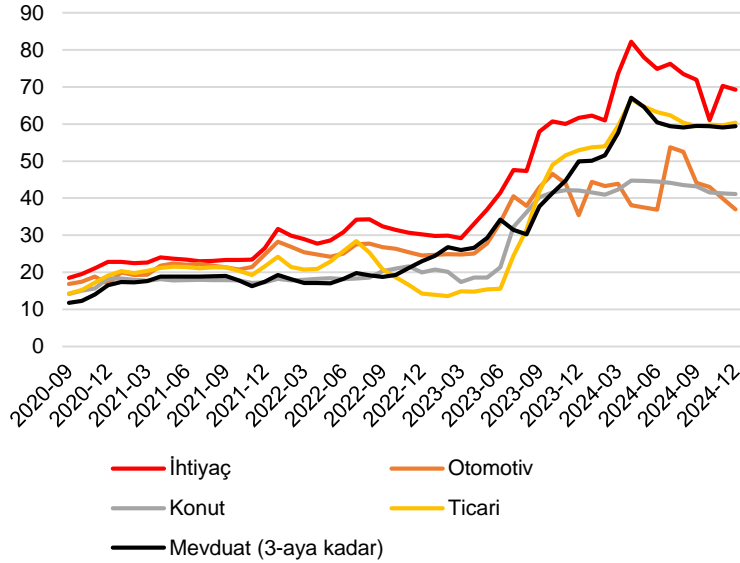


Reel Sektör ex-ante reel faiz oranı (%)

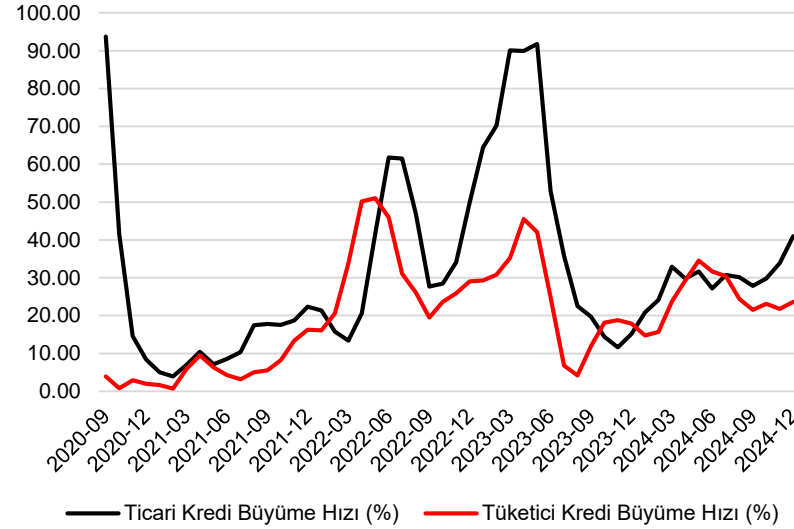


- Mart ayındaki faiz artırımının ardından Aralık ayındaki toplantıya kadar politika faizini %50 seviyesinde tutan TCMB, enflasyonda belirgin ve sürdürülebilir bir düşüş olmamasına rağmen faiz oranını %47,5'e indirdi. Açıklamasında enflasyona ilişkin beklentileri oldukça iyimser olan TCMB, buna rağmen koridor genişliğini 300 baz puandan 150 baz puana indirmiş, enflasyonda belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana kadar sıkı duruşun sürdürüleceği ifadesini korumuş, bu süreçte para politikası araçlarının etkin bir şekilde kullanılacağını yinelemiş ve bir sonraki adımın enflasyon odaklı, temkinli ve toplantı bazlı bir yaklaşımla belirleneceğini belirtmiştir. TCMB, para politikasındaki kararlı duruş, iç talepteki dengelenme, TL'deki reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde beklenen iyileşmenin dezenflasyon sürecini güçlendirdiğini ve maliye politikasından eşgüdüm beklediğini ifade etmekle birlikte, politika faizinin seviyesinin enflasyon gerçekleştirmeleri ve beklentileri dikkate alınarak öngörülen dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleneceği yönündeki ifadesini korudu ve gerektiği takdirde müdahaleye hazır olduğunu aktardı.
- Enflasyonun seyrini reel sektör enflasyon beklentileri ile TCMB bileşik fonlama faizi arasındaki fark ile de analiz ettik. Analiz, bu fark pozitif bölgeye girdiğinde enflasyon eğiliminin düşme eğiliminde olduğunu göstermektedir.

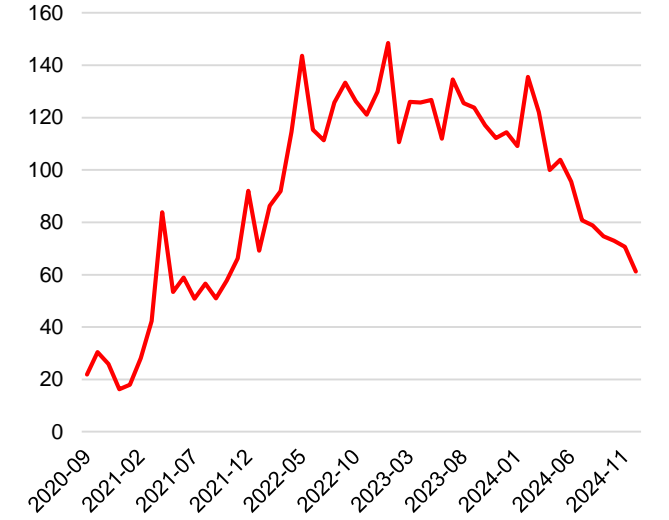
Kredi ve Mevduat Oranları (%)



Kredi Büyümesi (Kur etkisinden arındırılmış, yıllıklandırılmış 13 haftalık büyüme, %)

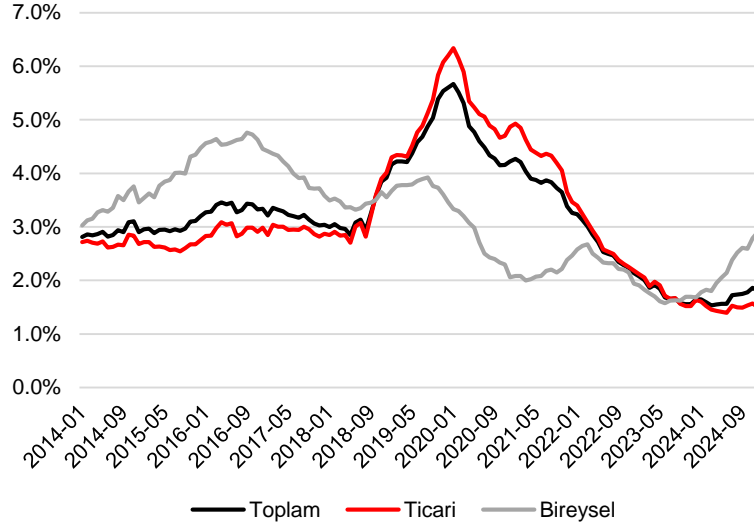


Kredi Kartı Satışları (y/y, %)

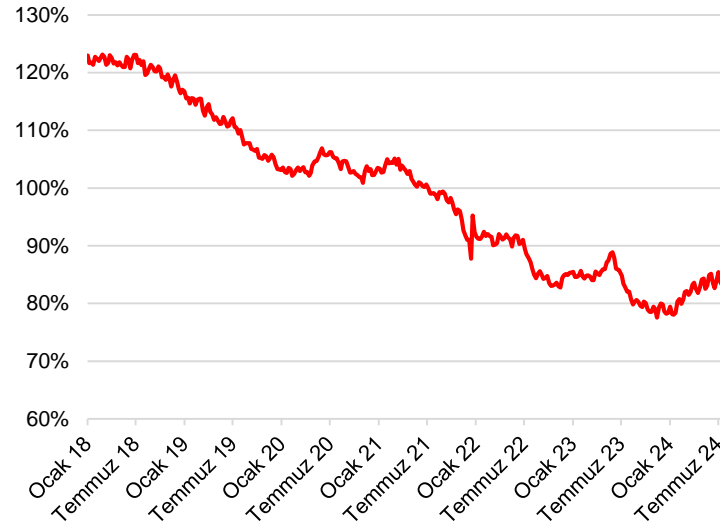


- Ticari kredi faizleri Aralık sonu itibariyle %60 civarında seyrederken, bireysel ve konut kredi faizleri %70 ve %41 seviyelerinde bulunmaktadır. 2023 Aralık ayında bu oranlar sırasıyla %53, %62 ve %42 seviyelerindeydi. TCMB'nin 2025 yılında yapması beklenen faiz indirimleri ile kredi faizlerinin önümüzdeki dönemde gevşemesi beklenirken, kredi büyüme hızındaki sınırlama nedeniyle yıl boyunca mevduat faizlerinin üzerinde seyredeceğini tahmin ediyoruz.
- Kredi faizlerindeki hızlı yükselişe rağmen, 13 haftalık yıllıklandırılmış kredi büyümesi canlılığını korumakta olup, kur etkisinden arındırılmış kredi büyüme oranı Aralık sonu itibariyle %30 seviyesindedir. Ticari kredi büyüme oranı %24,2, tüketici kredisi büyüme oranı ise %46,3 düzeyindedir. TL'nin güçlü performansı şirketleri döviz kredisi kullanmaya itmiş, bu da TCMB'yi endişelendirmiş ve harekete geçirmiştir. Temmuz ayında TCMB, YP krediler için aylık büyüme sınırını %2'den %1,5'e indirirken, TL krediler için aylık büyüme sınırını %2'de sabit tuttu. TCMB daha sonrasında ise, Ocak 2025'te YP kredi büyüme oranını %1,0'e düşürürken, KOBİ'ler ve diğer ticari krediler için TL kredi büyümesini %2,5 ve %1,5 olarak belirlemiştir.

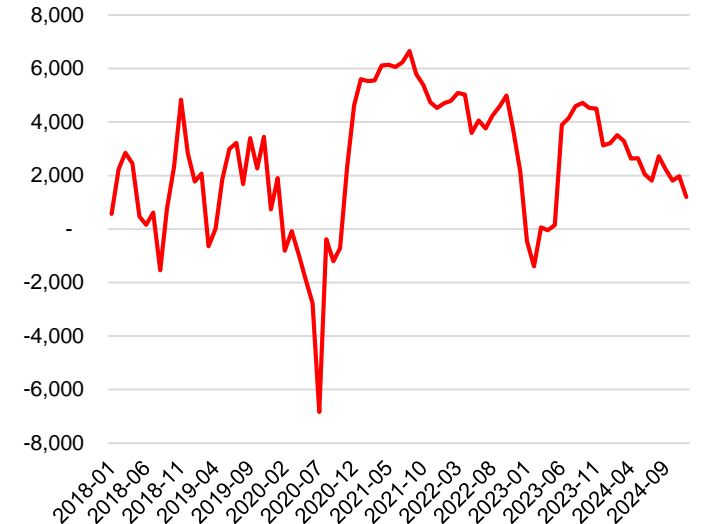
Bankacılık Sektörü Takipteki Krediler Oranı



Kredi/Mevduat Oranı



Bankacılık Sektörü Net Döviz Pozisyonu (mn, USD)

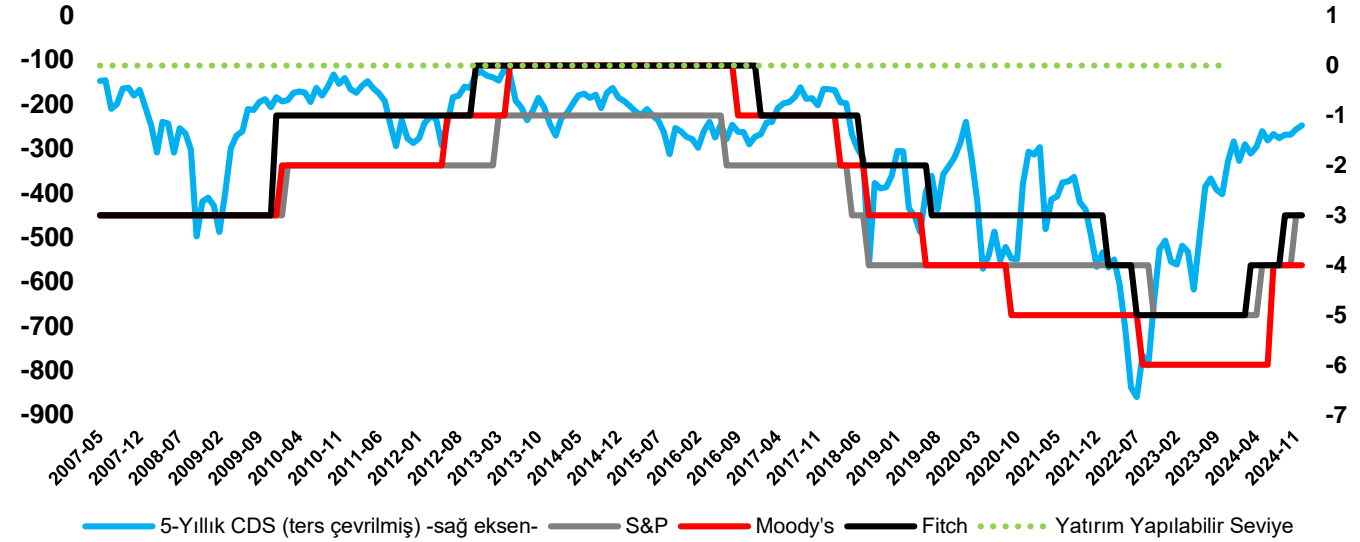


- Devam eden parasal sıkılaştırmaya rağmen, şirketlerin düşük faiz döneminde bilançolarını küçültmeleri sayesinde takipteki kredilerdeki artışlar oldukça sınırlı kalmıştır. Aralık 2024 itibarıyla takipteki kredi oranı %1,8 civarındadır; bu oran para politikasının sıkı olduğu 2019 yılında %5'in üzerine yükselmişti.
- Kredi/mevduat oranı da Aralık 2024 itibarıyla %80'in altındadır. Bu oran 2018 yılında %120'nin üzerindediydi ve bankacılık sistemindeki kredi büyümesini sınırlıyordu. Genel olarak, bankacılık sektörü oldukça sağlıklı olmakla beraber, özkaynak kârlılıkları önümüzdeki dönemlerde sermaye maliyetlerini aşacaktır.
- Bununla birlikte bankacılık sektörünün döviz pozisyonu artan liraizasyonla birlikte 2023 yılındaki 3,1 milyar dolardan 2024 yılında 1,2 milyar dolara gerilemiştir.

Tarih	Kuruluş
24/01/2025	Moody's
31/01/2025	Fitch
25/04/2025	S&P
25/07/2025	Moody's&Fitch
17/10/2025	S&P

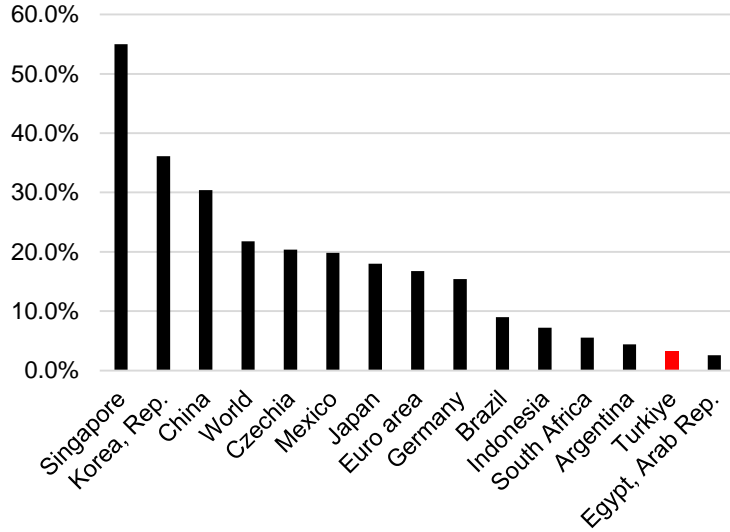
S&P	Moody's	Fitch	Not
Durağan	Pozitif	Durağan	
AAA	Aaa	AAA	Prime
AA+	Aa1	AA+	Yüksek Not
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	Üst Orta Not
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Alt Orta Not
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	Spekülatif
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	Çok Spekülatif
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC+	Caa	CCC	Ciddi Risk
CCC	Caa2		Yüksek Risk
CCC-	Caa3		
CC	Ca	CC	Batma Riski Yüksek
C	C	C	
D		D	Batık

Türkiye'nin notu ile CDS (Yatırım yapılabilir seviyeye uzaklık)

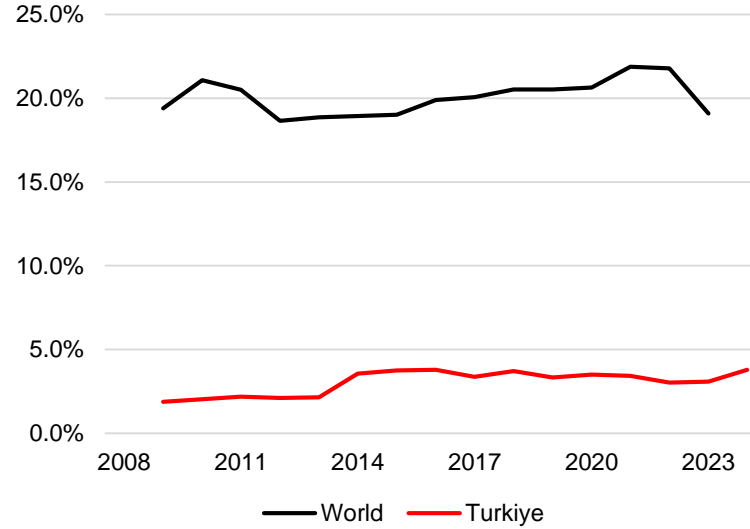


- Türkiye'nin 5 yıllık CDS oranları ile ülke notu arasındaki korelasyon yıllar boyunca istikrarlı bir şekilde güçlü olmuştur. Son 18 ayda 5 yıllık CDS spreadlerinde yaşanan hızlı düşüşe rağmen, bu olumlu eğilim ülke notlarına kısmen yansımıştır.
- Hatırlanacağı üzere Standard & Poor's (S&P), Fitch ve Moody's 2024 yılında Türkiye'nin notunu iki kademe artırırken, tüm kuruluşların temel endişesi yüksek enflasyon oranları olmuştur. Enflasyondaki gerilemeye rağmen Türkiye, benzer gruptaki en yüksek enflasyon oranına sahipken, borç ölçütleri en düşükler arasında yer alıyor. Dolayısıyla, enflasyondaki iyileşmeyle birlikte derecelendirme kuruluşlarının yılın ikinci yarısında Türkiye'nin notunu ve görünümünü yükseltmesi muhtemeldir.

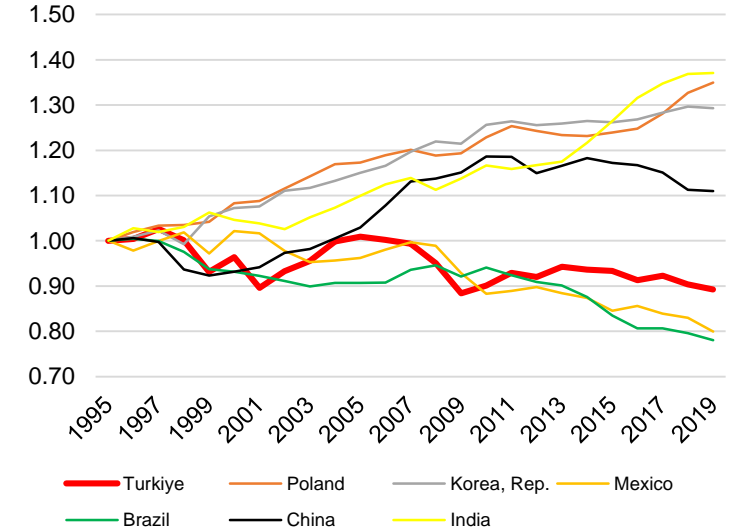
Ülkelere Göre Yüksek Teknoloji İhracatının Toplam İhracata Oranı, 2021



Yüksek Teknoloji İhracat Karşılaştırması Toplam İhracatın %'si

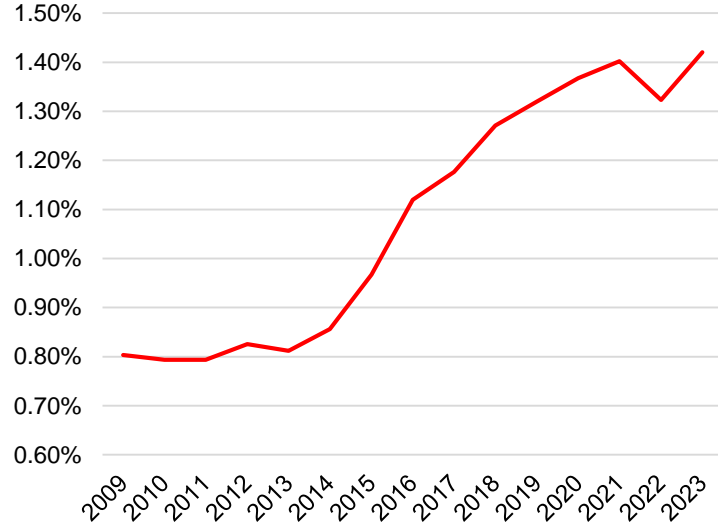


Toplam Faktör Verimliliği, (1995=1)

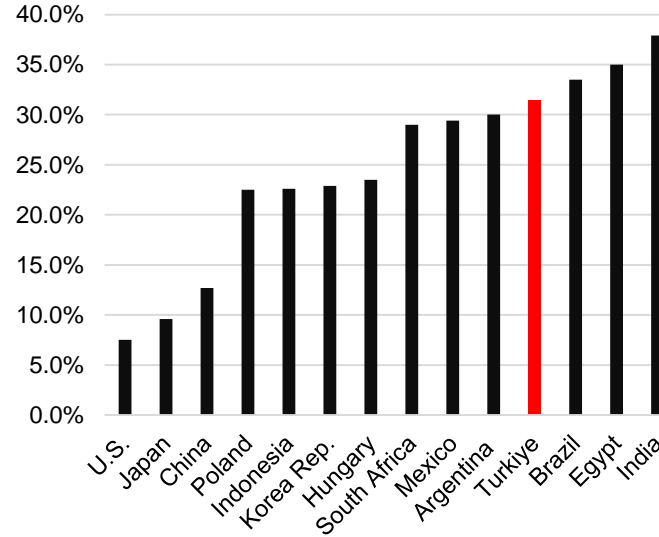


- Kısa vadeli göstergelerdeki iyileşmelere rağmen, Türkiye'nin uzun vadede orta gelir tuzağında kalma riski devam etmektedir. Türkiye'nin düşük katma değerli imalat sektörü, 2018'den bu yana önemli ölçüde devam eden beyin göçünün ötesinde, yetersiz Ar-Ge harcamaları ve zayıf eğitim sistemi nedeniyle zorlanmaya devam ediyor. Yüksek teknoloji ihracatı, OECD ortalaması olan %18'e kıyasla Türkiye'nin imalat ihracatının yalnızca %4'ünü oluşturmaktadır. Sonuç olarak, inovasyon olmadan büyümenin eninde sonunda durması muhtemeldir.
- Türkiye için bir diğer sorun da toplam faktör verimliliğinde (TFV) ilerleme kaydedilememiş olmasıdır. St. Louis Fed tarafından hesaplanan Penn World Table verilerine göre, Türkiye'nin TFV'si 1995 ile 2019 yılları arasında %11 oranında azalmıştır. Latin Amerika ülkelerinde de uzun vadeli ithal ikameci politikalara atfedilebilecek benzer bir eğilim gözlenmiştir. Buna karşılık Kore, Polonya, Hindistan ve Çin gibi ülkelerde TFV aynı dönemde önemli ölçüde artmıştır.

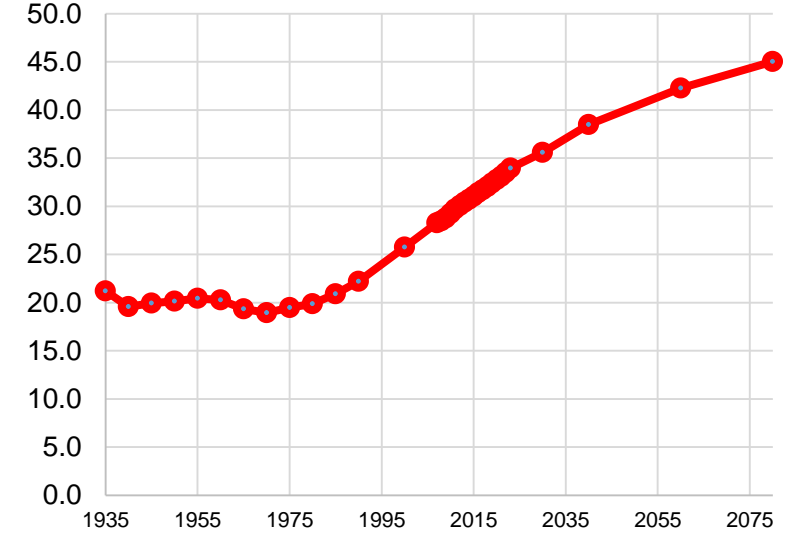
Ar-Ge Harcamalarının GSYH'ye Oranı



Kayıt Dışı Ekonominin GSYH'ye Oranı



Ortalama Yaş Gelişimi



- Araştırma ve Geliştirme (Ar-Ge) harcamaları, işletmelerin karlılığında önemli bir rol oynamakta, küresel olarak rekabet avantajı sağlamakta ve sürdürülebilir büyümeye katkıda bulunmaktadır. Ancak, önemine rağmen, Türkiye'de Ar-Ge harcamaları, çok sayıda devlet teşvikine rağmen yıllar boyunca sürekli olarak düşük kalmıştır. Ar-Ge harcamalarının bu düşük seviyesi, şirketlerin düşük teknoloji ürünler üretmeye devam etmesi, yetersiz beşeri sermaye ve reel sektörün üniversitelerle sınırlı etkileşimi gibi çeşitli faktörlere bağlanabilir.
- Yaşlanan nüfus, önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisi için ciddi bir tehdit oluşturmaktadır. Yüksek gelir statüsüne ulaşmadan yaşlanan bir nüfusla karşılaşmak, büyüme performansını olumsuz etkileyerek işgücünün azalmasına ve sosyal güvenlik harcamalarının artmasına neden olabilir.

Yıllara Göre Ekilen Alan (mn dekar)

Yıl	Toplam Tarım Alanı	Ekilen Alan	Tahıl (%)	Sebze (%)	Meyve (%)
2003	40 644	21 036	82.8%	4.3%	12.9%
2008	39 122	20 246	81.3%	4.1%	14.6%
2013	38 423	19 658	79.4%	4.1%	16.4%
2018	37 797	19 667	73.3%	4.0%	17.6%
2019	37 716	19 712	78.1%	4.0%	17.9%
2020	37 762	19 972	78.2%	3.9%	17.8%
2021	38 089	20 413	78.7%	3.7%	17.6%
2022	38 501	20 924	79.0%	3.4%	17.5%
2023	38 588	21 157	79.1%	3.4%	17.5%

Türkiye Demiryolu Haritası



- Küresel eğilime paralel olarak, Türkiye'de ekilen arazi büyüklüğü önemli ölçüde değişmemiştir. Toplam ekili alan 2003 yılına kıyasla sadece %0,6 oranında artmıştır. Bununla birlikte, ekili alanın kompozisyonu yıllar içinde değişiklik göstermiştir. Son 20 yılda tahıl ve sebzelerin ağırlığı azalırken, meyvelerin toplam ekili alan içindeki payı %12,9'dan %17,5'e yükselmiştir. Sebze tarımı daha karlı olmasına rağmen, meyve tarımına kıyasla daha yoğun emek gerektirmektedir. Yaşlanan kırsal nüfus nedeniyle, çiftçiler meyve yetiştirmeyi tercih etme eğilimindedir ve bu da sebze üretiminde hafif bir düşüşe yol açmaktadır.
- Türkiye'deki demiryolu yoğunluğu diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere kıyasla oldukça düşüktür. Türkiye, 1.000 km² yüzölçümüne düşen 11,1 km demiryolu ile demiryolu yoğunluğu bakımından 135 ülke arasında 63. sırada yer almaktadır. Bu rakam, sırasıyla 117,6 km, 72,1 km ve 62,1 km yoğunluğa sahip olan Almanya, Japonya ve Polonya gibi ülkelere kıyasla oldukça düşüktür.

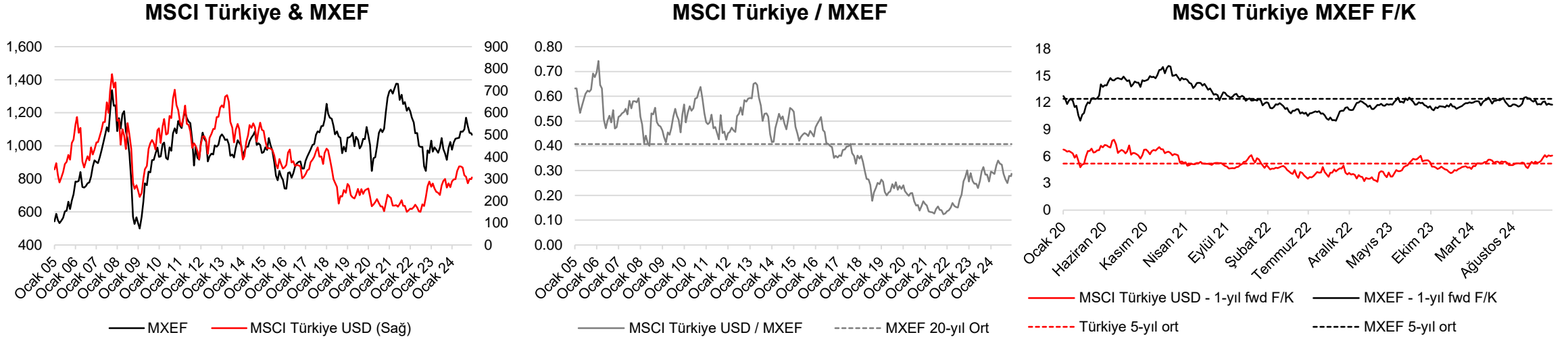
Orta Vadeli Beklentiler

	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
MAKRO GÖRÜNÜM						
GSYH Büyümesi (%)	11.4	5.5	5.1	3.1	3.2	4.4
GSYH (mlr TL)	7,256	15,012	26,545	43,318	58,244	72,808
GSYH (mlr \$)	808	906	1,130	1,316	1,473	1,579
İşsizlik Oranı (%)	11.0	10.2	8.8	9.0	10.0	9.5
TÜFE (%)						
Ortalama	19.6	72.3	53.9	58.5	33.5	21.2
Dönem sonu	36.1	64.3	64.7	44.4	27.3	17.3
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (mlr TL) 1/	-210.5	-139.1	-1375.0	-2165.9	-2038.5	-2184.2
GSYH'ye oran olarak	-2.8	-0.9	-5.2	-5.0	-3.5	-3.0
sak: Faiz Dışı Denge (GSYH'ye oran olarak)	-0.3	1.2	-2.7	-2.0	-0.8	-0.5
Cari Denge (mlr \$)	-7.2	-46.6	-40.5	-9.7	-16.5	-30.6
GSYH'ye oran olarak	-0.9	-5.1	-3.6	-0.7	-1.1	-1.9
Dış Ticaret Dengesi (TUIK tanımı; mlr \$)	-46.2	-109.5	-106.2	-82.2	-90.6	-104.2
GSYH'ye oran olarak	-5.7	-12.1	-9.4	-6.2	-6.1	-6.6
Merkez Bankası Haftalık Repo Faizi (Dönem sonu; b)	14.00	9.00	42.5	47.5	30.0	18.5
FINANSAL GÖRÜNÜM						
Döviz Kuru						
US\$/TL (ort.)	8.919	16.590	24.025	32.792	39.406	46.000
US\$/TL (dönem sonu, Aralık)	13.341	18.715	29.473	35.380	42.840	48.615
% değişim (y/y)	79.7	40.3	57.5	20.0	21.1	13.5
EUR/TL (ort.)	10.504	17.409	25.953	35.490	42.085	50.227
EUR/TL (dönem sonu, Aralık)	15.100	17.390	32.744	36.675	46.696	52.747
% değişim (y/y)	65.5	15.2	88.3	12.0	27.3	13.0

Kaynak: TCMB, OYAK Yatırım, Maliye Bk, TUIK, t=tahmin

1/ Maliye tanımı.

2/ Yıllık beklenen: $(1 + \text{nominal faiz}) / (1 + \text{dönem sonu enflasyon})$



MSCI Türkiye endeksi 2017 senesinden beri yabancı yatırımcıların piyasadan çıkışıyla beraber global piyasalardan negatif ayrılmıştır. MSCI Türkiye endeksi 20 yıllık ortalamasına göre yaklaşık %21 iskonto ile işlem görmektedir. MSCI Türkiye endeksi, MSCI (MXEF) ile kıyaslandığında ise 20 yıllık ortalamada yaklaşık %29 iskontoya sahip olup önemli bir getiri potansiyeline işaret etmektedir.

12 ay ileri Fiyat/Kazanç oranları incelendiğinde MSCI Türkiye endeksi 6,07 F/K çarpanı işlem görmekte olup 5 yıllık ortalamalar 5,19 seviyesindedir. 5 yıllık ortalama F/K çarpanı yapıldığında ise MSCI Türkiye endeksi, MSCI GOÜ endeksine kıyasla yaklaşık %58 iskonto ile işlem görürken güncel durumda bu iskonto yaklaşık %48,4 seviyesindedir.

İyileşen makroekonomik ortam, gerileyen CDS puanları ve kredi derecelendirme kuruluşlarının olası pozitif not ve görünüm revizyonlarının, yurt içi hisse senedi piyasasına ilgiyi destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Bu faktörlerin de etkisiyle tarihsel ortalamalarına ve diğer endekslere nazaran cazip seviyelerde işlem gören MSCI Türkiye endeksinin 2025 yılında ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.

MSCI 2025 Endeks Gözden Geçirme Tarihleri

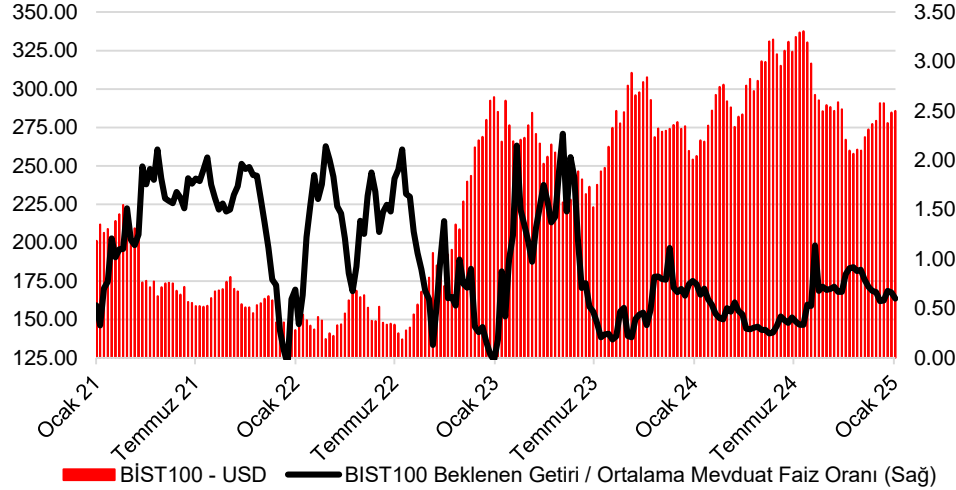
11 Şubat

13 Mayıs

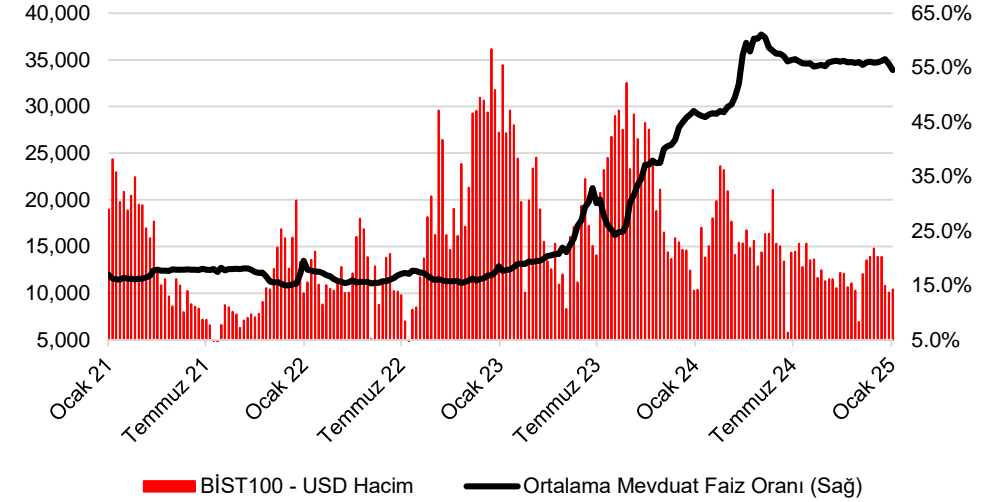
12 Ağustos

5 Kasım

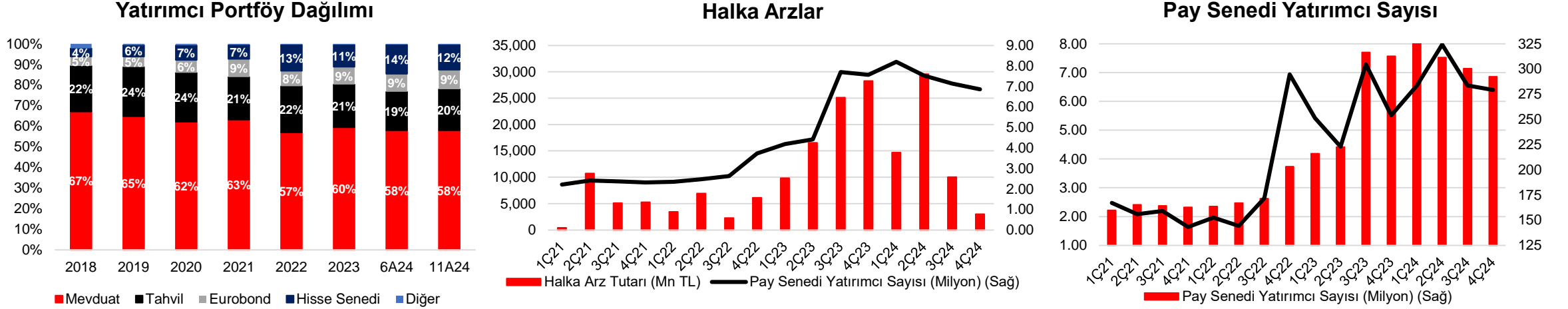
BİST100 Beklenen Getiri - Ortalama Mevduat Faiz Oranı



BİST100 Hacim - Ortalama Mevduat Faiz Oranı

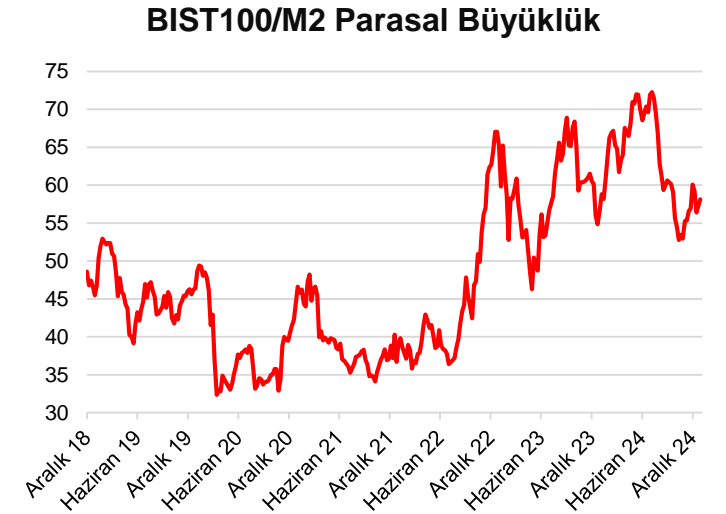
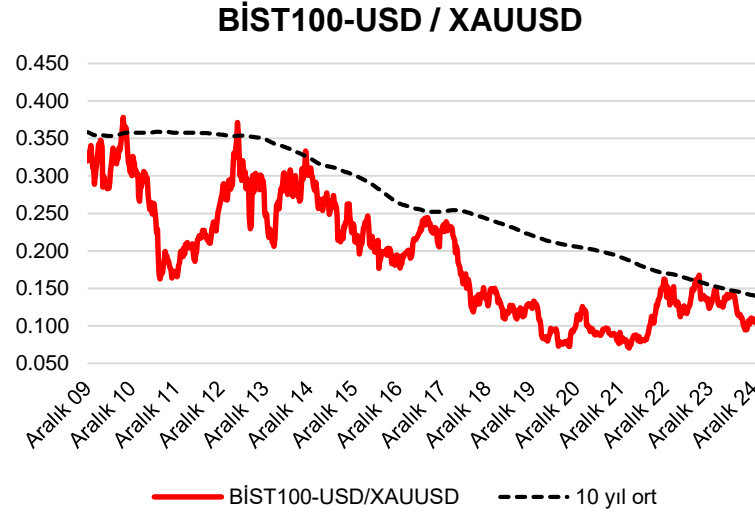
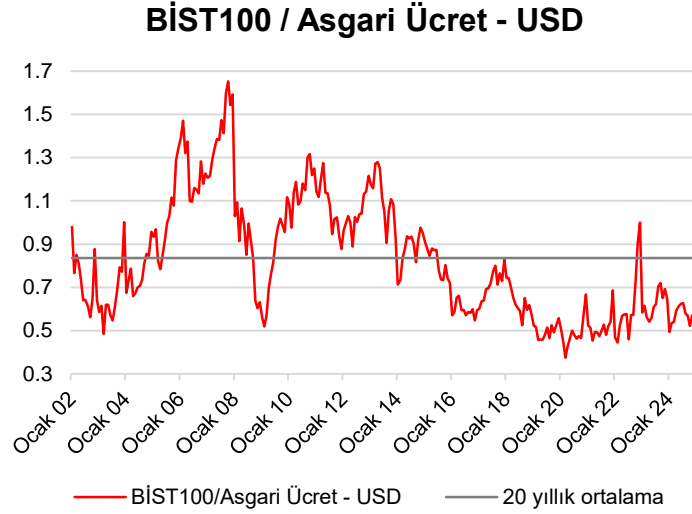


2021 – 2023 yılları arasında yüksek enflasyon ve düşük faiz ortamı hisse senetlerine olan ilginin artmasına destek olmuştu. İlgili süreçte BİST100 güçlü bir performans gösterirken artan ilgi ve yüksek enflasyon, hacimlerde de rekor seviyelere ulaşılmasını sağlamıştı. 3Ç23 sonundan itibaren mevduat faiz oranlarında yaşanan yükseliş, 300 USD seviyesini test eden BİST100 endeksten çıkışların yaşanmasına ve yatırımcı ilgisinin sabit getirili ürünler tarafına kaymasına yol açmıştır. Bu dönemde özellikle mevduat oranlarına göre daha cazip faiz oranlarına sahip olan para piyasası fonlarına giriş sağlanırken, fonların toplam büyüklüğü 2024 yılı içerisinde 7 kattan fazla artarak, 1.250 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır. Faiz oranlarında yüksek seyir, BİST100 işlem hacminde de önemli bir geri çekilmeyi beraberinde getirmiştir. TCMB'nin önümüzdeki dönemde olası faiz indirimleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının muhtemel not artışları ve beklenen yabancı portföy girişleri öncülüğünde 2025 yılında BİST100'ün güçlü performans sergileyeceğini düşünüyoruz.



Yurt içi yerleşiklerin portföy dağılımlarına bakıldığında 2018'den bu yana mevduat ve tahvil dağılımındaki gerileme oldukça dikkat çekmektedir. Son yıllarda hisse ağırlıklarında yakalanan pozitif ivme göze çarpıyor. İlgili dönemde hissenin portföy dağılımlarındaki payı %4'ten %12'ye yükselmiştir. Hisse senedi yatırımcı sayısında yaşanan belirgin artış da portföy dağılımında hisse ağırlığının güçlenmesine öncülük etmiştir. 2024 sonu itibarıyla hisse yatırımcı sayısı 6,88 milyon seviyesindedir.

2021 – 2024 yılları arasında 179 şirket halka arz edilirken toplam halka arz büyüklüğü 170 milyar TL'nin üzerinde olmuştur. 2021 – 2023 yıllarında yüksek enflasyon ve düşük faiz ortamı ile halka arz edilen şirketlerin Borsa İstanbul'daki güçlü performansları, halka arzlar ve hisseler yatırımcı ilgisinin oldukça artmasına katkı sağlamıştır. 1Q21'de 2,22 milyon düzeyinde olan pay senedi yatırımcı sayısı, 2023 yılı içerisinde 8 milyonu aşarken mevduat faizlerindeki artış ve halka arz edilen hisselerin performansında yaşanan düşüşle birlikte 2023 sonu itibarıyla 7,57 milyona, 2024 sonu itibarıyla 6,88 milyona gerilemiştir. Halka arz piyasasında zayıf geçen 2024 yılının ardından, yüksek finansman maliyeti ve kredi kısıtlarının şirketleri halka arz konusunda teşvik ediyor olması, artacak yabancı ilgiyle beraber daha büyük halka arzların ihraç edilmesi ve şirketlerin kurumsallaşma talebinin giderek artmasıyla beraber 2025 yılında halka arz sayısında artış yaşanabileceğini düşünüyoruz.



Asgari ücrete yapılan %30'luk zammın ardından, düşük kârlılık (kısmen enflasyon muhasebesi nedeniyle), yüksek faiz oranları ve yavaşlayan ekonomik koşullar nedeniyle BİST100/asgari ücret oranı tarihi düşük seviyelere yaklaştı. 2025 yılı içerisinde asgari ücrette bir revizyon yapılmayacağına ilişkin açıklamaların da rasyoyu yukarı yönde pozitif etkileyeceğini düşünüyoruz. Bu faktörlerin de katkısıyla BİST100 / Asgari Ücret rasyosunun yukarı yönlü bir ivme yakalayabileceğini ve %46 iskontolu işlem gördüğü 20 yıllık ortalamalarına yaklaşabileceğini tahmin ediyoruz.

BİST100-USD / Ons Altın değerlerine bakıldığında son 15 yıllık dönemde Ons Altın'ın BİST100-USD'ye göre kuvvetli performansı dikkat çekmektedir. Jeopolitik riskler ve özellikle global çapta merkez bankalarından 2025'te devam etmesi beklenen faiz indirimleri ons altında seyrin güçlenmesine destek olabilir. BİST100'deki olumlu beklentilerimizle birlikte BİST100-USD / Ons Altın'da 2025'te 10 yıllık ortalamalara doğru bir hareketlilik görülebileceğini düşünüyoruz.

Ayrıca BİST-100 endeksinin m2 para arzı grafiğine göre performansına bakıldığında BİST-100 endeksinin 2024'ün ikinci yarısından beri belirgin olarak gerilediği görüyoruz. M2 para arzındaki 2024 yılındaki zayıf büyümeye rağmen endeksteki daha zayıf performans endeksi bir miktar ucuz hale getirdi.

Piyasa Görüşü: Pozitif (Yukarı Revize Edildi)

Bazı temel risklere rağmen, makro görünümün iyileşmesiyle BIST daha cazip görünüyor... 2025 yılının enflasyon ve faiz oranlarında düşüş, döviz kurlarında görece istikrar ve ılımlı GSYH büyümesi yılı olacağını varsayarak, BIST'i geçen yıla kıyasla görece daha cazip buluyoruz. Yeni ABD yönetiminin olası gümrük tarifeleri ve FED'in faiz kararlarına yönelik belirsizliklerin küresel hisse senedi piyasaları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturması nedeniyle 1Y25'te yüksek volatilitenin hakim olmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, zayıf EUR/USD paritesi, güçlü TL, zayıf tüketim talebi ile birlikte devam eden enflasyon muhasebesi, sanayi şirketlerinin karlılık görünümü üzerinde baskı oluşturabilir. Bununla birlikte, yabancı yatırımcıların Türkiye'nin makro politikalarına ve başarılı sonuçlarına daha fazla ikna olmalarıyla Türk varlıklarına olan ilgilerinin artacağına inanıyoruz. Yılın ikinci yarısında devam eden ekonomik programın sonuçlarının yatırımcılar için daha görünür olacağını düşünüyoruz. Yıl içinde olası not ve görünüm artışları piyasa için önemli katalizörler olacak gibi görünüyor. MSCI Türkiye, MSCI EM'nin 11,74x'ine kıyasla 6,07x bir yıl vadeli F/K ile cazip bir şekilde işlem görmektedir ve bu da %48,4'lük bir iskontoya işaret ederek 5 yıllık ortalaması olan %58'den daha düşüktür.

BIST-100 hedefimiz olan 14.541 olup %49 gibi büyük bir yukarı potansiyele karşılık geliyor... İNA modellerimizde kullandığımız makroekonomik varsayımlarımızdaki değişikliklere bağlı olarak takibimizdeki şirketlerin tahmin ve hedef fiyatlarında revizyonlar yaptık. Finans ve sanayi şirketlerinin sırasıyla %40 ve %50 hisse başı kazanç büyümesi kaydetmesini beklediğimiz 2025 yılında, takibimizdeki tüm şirketler için ortalama %45 hisse başına kar büyümesi öngörüyoruz. Risksiz faiz oranı varsayımımızı değiştirmeyerek %21'de bıraktık. Değerleme güncellemelerimiz 12 aylık BIST100 hedefini 14.541 olarak gösteriyor ve bu da mevcut seviyelerden %49 yukarı yönlü potansiyel anlamına geliyor. Bu raporla birlikte **AELS** ve **PGSUS** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz. Öte yandan, **SELEC** ve **TRGYO** için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz.

Bankacılık sektörü, cazip değerlendirme ve iyileşen büyüme beklentileri ile cazibesini koruyor... Özellikle özel bankalar için uzun vadeli özkaynak karlılığının 2025 yılında tarihsel ortalamaların üzerinde kalacağını ve bunun da ileriye dönük daha iyi bir hisse senedi performansına dönüşeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, iyileşen makro görüntü ve düşen faiz oranları, 2025 yılında bankalarda hem marjların hem de karların iyileşmesine yardımcı olacaktır. Kapsamımızdaki bankalar için 2024'teki %26'luk daralmanın ardından 2025'te yıllık ortalama %40'luk bir kar artışı öngörüyoruz. Bankacılık kapsamımızın uzun vadede (2024-30T) %36 sermaye getirisi ile sermaye maliyetinden 9,5 puan daha yüksek bir getiri sağlamaya hazır olduğuna inanıyoruz. Bu da ortalama 1,2x olan 25T F/DD'ye kıyasla ortalama 1,9x hedef F/DD anlamına geliyor. **ISCTR**, **YKBNK** ve **ALBRK**'yi aktif spread yönetimi ve güçlü sermaye yapısıyla tercih ediyoruz.

Büyük sermayeli ve defansif isimlere daha fazla odaklanma zamanı... Model portföyümüz, 2024 yılında ve 2 Aralık 2024 kapanışıyla birlikte son değişimimizden bu yana BIST-100 endeksinden sırasıyla %31,8 (mutlak olarak %73,4) ve %2,8 (mutlak olarak %3,3,0) daha iyi performans göstermiştir. Bu raporumuzda, BIST'e ilişkin pozitif duruş sergilerken, pozitif reel faiz ortamında öne çıkacağına inandığımız, yüksek nakit pozisyonu olan büyük sermayeli şirketlere odaklanıyoruz. **KCHOL** (kısa ve orta vadeli katalizör eksikliği) ve **ISMEN**'i (son dönemdeki üstün performansı) çıkarırken, **AELS** (artan bakiye sipariş tutarı) ve **CIMSA**'yı (başarılı işletme modeli ve yüksek büyüme beklentileri) model portföyümüze ekliyoruz. Model portföyümüz artık **SAHOL**, **BIMAS**, **ISCTR**, **YKBNK**, **TCELL**, **FROTO**, **ANSGR**, **ALBRK** ve **CIMSA**'yı içermektedir.

BANKA: Özellikle özel bankalar için uzun vadeli özkaynak karlılığının 2025 yılında tarihsel ortalamaların üzerinde kalacağını ve bunun da ileriye dönük olarak daha iyi bir hisse senedi performansına dönüşeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, iyileşen makro zemin ve düşen faiz oranları, 2025 yılında bankalarda hem marjların hem de kazançların iyileşmesine yardımcı olacaktır. Yüksek kar büyüme hızının 2025 yılında bankaların yatırımcılar için cazibesini artıracığına inanıyoruz.

Bankacılık sektöründe 2024 yılında TL kredi büyümesi yıllık bazda %28'e ulaşırken, bu oran kamu bankalarında %18'e, özel bankalarda ise hem tüketici hem de ticari kredilerin etkisiyle %40'a ulaştı. Faiz oranlarının 2025 yılı boyunca düşürülecek olması, normal olarak hem ticari hem de tüketici tarafında kredi dağıtımlarının hızlanmasına yol açacaktır. Ancak, enflasyondaki düşüşe paralel olarak 2Y25'te gevşeme potansiyeli olsa da, 2025 yılında kredi sınırlamalarının devam edeceğini öngörüyoruz. Tüketici ve KOBİ kredilerinin 2025 yılında kredi büyümesinin ana itici güçleri olacağı görülmektedir. Kapsamımızdaki bankalar için 2025 yılında TL kredilerde %29, YP kredilerde ise ABD doları bazında %13 büyüme öngörüyoruz. Sonuç olarak, kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesinin 2025 yılında %24'e ulaşması beklenmektedir.

Net faiz marjı, hem repo hem de mevduat cephesinde azalan fonlama maliyetleri ile genişleyen spreadler sayesinde 2025 yılında toparlanacaktır. Özellikle Mart 2025'ten sonra, manşet enflasyonun %40'ın altına düşmesiyle mevduat faizlerinin düşmesini ve bankalar için daha elverişli bir faaliyet ortamı oluşmasını bekliyoruz. Kapsamımızdaki bankalar için TL kredi-mevduat makasının 2024 yılında 0,4 puan daraldıktan sonra 2025 yılında yıllık 2,3 puan genişleyeceğini öngörüyoruz. Net faiz marjının 2025 yılında kapsamımızdaki bankalar için yıllık ortalama 1,7 puan daha yüksek olmasını bekliyoruz. Düşen enflasyon nedeniyle TÜFE'ye endeksli menkul gelirlerinin 2025 yılında yıllık bazda daha düşük olacağını ve bunun da net faiz marjında önemli bir iyileşmeyi engelleyeceğini öngörüyoruz.

2025'te ekonomik büyümedeki potansiyel yavaşlamaya rağmen, bankalar için büyük bir TGA endişesi öngörmüyoruz. Bankalar, 2020'den (Kovid-19 sonrası) başlayarak 2024'e kadar potansiyel TGA sorunlarına karşı yüklü karşılıklar ayırdı. Eylül 24 itibarıyla, özel karşılıklar TGA'ların %63'ünü, toplam karşılıklar ise %143'ünü kapsamaktadır. TGA oranı %2,5 gibi düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Her şeye rağmen, varlık kalitesinde 2025 yılında daha yüksek risk maliyeti baskıları ile kendini gösteren bir miktar bozulma bekliyoruz. Bu nedenle, 2025 yılında net toplam kredi risk maliyetinin 140bps'ye (yıllık +35bps) yükseleceğini ve bunun da karlar üzerinde olumsuz bir etki yaratacağını öngörüyoruz. Ancak, bankaların 2025'teki potansiyel varlık kalitesi risklerini bertaraf etmek için yeterli karşılık ayırdığını düşünüyoruz.

Kapsamımızdaki bankalar için 2024'teki %26'lık daralmanın ardından 2025'te yıllık ortalama %40'lık bir kar büyümesi öngörüyoruz. Sermaye maliyeti varsayımlarımız %21,0 risksiz faiz oranı, %5,5 hisse senedi risk primi ve 1,0 beta içermekte olup, bu da %26,5'lik bir orana denk gelmektedir. Kapsamımızdaki bankalar için üç yıllık (2022-25T) hisse başına kar bileşik büyüme beklentimiz %8'dir. Önümüzdeki 12 ay için kapsamımızdaki bankalarda ortalama %39 getiri potansiyeli öngörüyoruz. Sermaye maliyetindeki her 100bp'lik düşüş hedef fiyatlarımızı ortalama %9,5 oranında olumlu etkilemektedir.

Bankacılık kapsamımızın, sermaye maliyetinden 9,5 puan daha yüksek olan %36'lık uzun vadeli (2024-30T) getiri sağlayacağına inanıyoruz ve bu da 1,2x'lik ortalama 25T F/DD'ne karşı ortalama 1,9x hedef F/DD anlamına geliyor. **ISCTR**, **YKBNK** ve **ALBRK** için Endeks Üzeri Getiri; **AKBNK** ve **GARAN** için Endekse Paralel Getiri tavsiyesi vermekteyiz.

BEYAZ EŞYA: Sektör, kur artışı ve yükselen enflasyon beklentisiyle öne çekilen talep sayesinde yurt içi satışlarında oldukça başarılı bir 2023 yılını geride bırakmıştı. Türkiye Beyaz Eşya Pazarı altı ana ürün grubunda 11A24 döneminde de hacimsel bazda yıllık %7'lik bir büyüme ile güçlü performans gösterdi. 2025 yılını, faiz indirimlerinin de etkisiyle özellikle 2Y25'te yurt içi talebin daha canlı geçeceği bir yıl olarak değerlendiriyoruz. İhracat tarafında ise, özellikle yerli üretim şirketlerinin ana ihracat pazarı olan Batı ve Doğu Avrupa'da makroekonomik koşullardan kaynaklı talebin yıllık bazda çok zayıf olduğu bir dönem oldu. Sektör ihracatına bakıldığında, 11A24'te ihracatın adetsel bazda yıllık yaklaşık %11 azaldığı görülüyor. 2Y24'te ana ihracat pazarlarında toparlanmanın başladığı gözlemlense de Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirim sürecinin hem sektör hem de firmalar için kilit rol oynayacağı düşüncesindeyiz. Öte yandan 2008 mali krizinden sonraki yıllara benzer şekilde, AB tüketicilerinin tercihlerinde alt-orta segment markalara yönelmeleri ihtimali, Türk sektör oyuncularının konumlandığı alt-orta segment markalarını destekleyebileceğini düşünürken EUR/USD paritesinin seyri ihracat payı yüksek olan şirketlerin takip edeceği en önemli konulardan birisi olacaktır.

Beyaz eşya sektörünün ana maliyet kalemlerinden olan metal fiyatlarında azalan küresel talep, hali hazırda yüksek politika faiz oranları, azalan enerji ve nakliye giderleri sebebiyle 2024 yılında bir miktar geriledi. Plastik fiyatlarında ise büyümede yavaşlama ve düşük kapasiteye rağmen yıllık bazda hafif artış olduğu gözlemlendi. 2025 yılında, Merkez Bankaları'nın faiz indirimleriyle talebin hafif iyileşeceği ve kapasite kullanımlarının artacağı düşüncesiyle metal ve plastik fiyatlarında yıllık bazda hafif bir yükseliş olacağı beklentisindeyiz.

ARCLK'in, 2024 yılındaki en önemli konusu Whirlpool birleşmesinin tamamlanmasıdır. Birleşmenin, satış gelirleri ve FAVÖK tarafında TL nominal büyümeye katkı yapacağını paylaşırken operasyonel karlılığı baskılayacağından bahsetmiştik. Şirket, yeni aldığı operasyonlara istinaden verimliliği arttırmak adına işgücü optimizasyonu ve karlı olmayan fabrikalarındaki üretimi durdurma kararı almıştı. Bu sebeplerden doğacak olan giderler, kısa – orta vadede finansalları baskılasa da uzun vadede verimlilik ve karlılık adına şirketi daha güçlü bir pozisyona taşıyacaktır. Arçelik'in Avrupa'daki ürün portföyünü genişleterek rekabet gücünü artıracak ve maliyet kaynaklı sinerji sağlayabileceği bir satın alma olarak değerlendiriyoruz. Buna ek olarak, 3Ç24 sonu itibarıyla Batı Avrupa'daki talebin toparlanması ve 110mnEUR yatırımla faaliyete geçen Mısır fabrikasının da katkısıyla 2025 yılının daha iyi bir yıl olacağı düşüncesindeyiz.

CAM: 2024 yılında sektördeki talebin ve marjların normalleştiği gözlemlendi. Bunun ana sebeplerini; küresel büyümedeki zayıf seyir nedeniyle düşük üretim maliyetli ithal ürün akışı, özellikle Avrupa'da yaşanan makroekonomik sebeplerle limitlenen talep ve yüksek baz etkisi olarak değerlendiriyoruz. **SISE'**nin 9A24 sonuçlarına göre tüm segmentlerde yıllık bazda satış gelirlerinde ve FAVÖK marjlarında daralma olduğu gözlemlendi. Cam Ev Eşyası ve Endüstriyel Cam haricindeki tüm segmentlerde yıllık hacim büyümesine yaşansa da fiyat, ürün karması ve kur etkisi kaynaklı yıllık bazda zayıf sonuçlar açıklandı. Ciro ve FAVÖK'te Kimyasallar segmenti en büyük payı oluştururken soda külü fiyatları arz fazlası ve buna bağlı olarak artan stoklar sebebiyle USD bazında sert düştü.

Avrupa Bölgesi'nde yerleşik üreticilerin devreye aldığı arz kısıntılarına ek olarak, olası faiz indirimleri, inşaat & otomotiv, sektöründeki muhtemel bir canlanma ve hane halkının evlerde kullandığı ürünlerdeki yenileme ihtiyacı, 2Y25'ten itibaren talep tarafında bir toparlanma görmemizi sağlayabilir. Cam sektörünün, küresel talebin yarattığı sinerjiye yakın bir performans gösterdiğini hatırlatmakta fayda olduğunu düşünüyoruz.

ÇİMENTO: Temmuz ayı itibarıyla, Türkiye'nin çimento talebi 2024 yılında yıllık bazda %17 oranında artmıştır. Bu durum, yıl içinde çimento fiyatları üzerinde oluşan baskı nedeniyle enflasyonun altında kalan fiyat artışlarının olumsuz etkisini azaltmıştır. Yüksek çimento talebi, %90'ın üzerinde kapasite kullanım oranıyla çalışan çimento fabrikaları sayesinde karşılanmıştır. Kahramanmaraş depreminin etkilerinin hala geçmemiş olması ve Marmara bölgesinde özellikle İstanbul'da kentsel dönüşümün henüz tamamlanmamış olması nedeniyle iç talebin artmasını bekliyoruz. Ayrıca ihracat tarafında, Suriye'deki şehirlerin yeniden inşası nedeniyle Türkiye'den gelen çimento talebinde inorganik bir artış bekliyoruz. Fiyat tarafında ise çimento fiyatlarının 2Ç25'e kadar baskı altında kalmasını, sonrasında ise hafif gevşemesini bekliyoruz.

2023 yılı itibarıyla elektrik ve petrokok fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmış, 2024 yılında ise fiyatlar stabil devam ederken hafif düşüşler devam etmiştir. Azalan enerji maliyetleri çimento şirketlerinin güçlü marjlarında kilit rol oynamaya devam etmiştir. 2025 yılı için ise elektrik ve petrokok fiyatlarında enflasyonun altında, hafif bir artış bekliyoruz.

2025 yılı için, Mannok satın almasıyla kapasitesini artıran ve İngiltere pazarına da açılan **CIMSA**'yı beğeniyoruz. Şirketin 2025 yılında Mannok'un katkısının yanı sıra Suriye'deki talebi karşılaması muhtemel şirketlerden biri olması ve Kahramanmaraş bölgesinde önemli rol oynayacak olması ile önemli bir inorganik büyüme gerçekleştirmesini bekliyoruz. Ayrıca şirket, hem uzun vadede maliyetleri düşürmek hem de gelecekte olası bir karbon vergisine karşı koymak için yenilenebilir enerji ve alternatif yakıt yatırımlarına hız vermiştir.

2025 yılında Marmara bölgesindeki kentsel dönüşüm, AKCNS sonuçlarına katkı sağlayacaktır. **AKCNS**'nin diğer rakiplerine kıyasla en önemli avantajı esnekliğidir. Şirket, talebe göre yurt içi ve yurt dışı satış kanalları arasında hızlı bir şekilde geçiş yapabilme kabiliyetine sahiptir bu da şirketin karlılığını arttırmasına katkı sağlamaktadır.

GAYRİMENKUL: Son konut satış verilerine bakacak olursak, Kasım ayında 153.014 konut satılarak bir önceki aya göre %76,1'lik artışın ardından %63,6'lık bir artış kaydedilmiştir. Buna göre, 12 aylık kümülatif konut satışları bir önceki ay 1.344 bin iken Kasım ayında 1.404 bine yükselerek Haziran 2024'te görülen en düşük seviyelerden kayda değer bir toparlanma işareti gösterdi. Birinci el konut satışlarının yıllık bazda %61,7 oranında artması, daha güvenli konut seçeneklerine olan talebe ve önceki yıllarda lansmanı yapılan konutların teslim edilmesine bağlanabilir. Toplam satışların %14,2'sini ipotekli satışlar oluşturduğundan, konut satışlarının büyük bir kısmının krediden ziyade nakit olarak yapıldığı görülmektedir. Yabancılara yapılan konut satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,2 azalarak 2.151'e gerilerken, toplam konut satışları içindeki payı Kasım 2023'te %2,5 iken Kasım 2024'te %1,4 olarak gerçekleşmiştir. Yüksek faiz oranlarına rağmen, kira fiyatlarındaki üç haneli büyüme nedeniyle kira çarpanı oranı son dönemde önemli ölçüde düşmüştür ve bu durum toplam satışlardaki artışın itici gücü olabilir.

Son konut verilerini yansıtabilecek şekilde, konut alımları için bir miktar iştah görüyoruz. Potansiyel faiz indirimleri de ileriye dönük ipotekli satışları destekleyecektir. Ancak Türkiye'deki konut görünümü 2025'ten ziyade 2026 için daha güçlü görünmektedir, çünkü konut kredisi faiz oranlarının 2026'da %1'in (psikolojik bariyer) altına düşme ihtimali daha yüksektir. Demografi ve değişen yaşam tarzlarına bağlı olarak doğal bir konut talebi olmasına rağmen, yüksek fiyatlar talebin yeterince karşılanmasına izin vermeyecektir. GYO'lar arasında, satılık konut sunmanın yanı sıra alışveriş merkezi ve otel işleten GYO'ları tercih ediyoruz. Bu nedenle kira ve otelcilik gelirlerinin toplam gelirler içindeki payının yüksek olduğu şirketleri beğeniyoruz. GYO'lar arasında **TRGYO**'yu tercih etmekteyiz. Torunlar GYO coğrafi ve tür olarak iyi çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyüne sahiptir.

GIDA: Enflasyon muhasebesi, tüketicilerin alım gücündeki erozyon, tüketicilerin fiyat artışlarına karşı temkinli duruşu, gıda perakendecilerinde artan rekabet ve reel TL'nin değer kazanması, önemli ölçüde ihracatı olan veya yurtdışında faaliyet gösteren operasyonları olanların operasyonel performans genel olarak zayıf kalmıştır. 9A24'te TATGD'nin satış gelirleri yıllık bazda %22, FAVÖK'ü ise %50 oranında daralmıştır. 9A23'teki 277mn TL'lik net kara karşılık 9A24'teki net zarar 545mn TL olmuştur. 9A24'te KRVGD'nin satış gelirleri ve FAVÖK'ü sırasıyla %1 ve %19 oranında daralmıştır. 9A23'teki 85mn TL'lik net kara karşılık 9A24'teki net zarar 96mn TL olmuştur. ULKER'in satış gelirleri 9A24'te yıllık bazda %3 artarken, FAVÖK %1 daralmıştır. Net kar ise azalan finansman giderlerinin desteğiyle yıllık %47 artışla 4,4 milyar TL'ye yükseldi. TATGD ve KRVGD son 12 ayda BIST100'ün sırasıyla %41 ve %18 altında performans gösterirken, ULKER endeksin %15 üzerinde performans göstermiştir.

HAVACILIK: 2024 yılı, Türk Havacılık Sektörü için, dış hat bilet fiyatlarındaki göreceli normalleşme, yakıt dışı birim maliyet üzerindeki enflasyonist baskılar ve TL'nin reel olarak değer kazandığı zorlu bir yıl olmuştur. Orta Doğu ve Doğu Avrupa'daki savaş, bölgesel ve küresel yolcu talebi dinamikleri üzerinde baskı oluşturmaya devam ederken, kargo ortamı (hem hacim hem de birim fiyat olarak) olumlu kalmaya devam etti. Uçak üreticilerinin uçak teslimatlarındaki gecikmeleri (motor sorunları da dahil olmak üzere) ve çeşitli Batılı taşıyıcıların Rus hava sahasından kaçınması, kapasite artışının sınırlı kalmasına yol açarak daha bilet fiyatlarındaki ekstra aşağı yönlü baskıyı limitlemiştir. Olumlu tarafta, yakıt fiyatları yıllık bazda bir miktar gerileyerek taşıyıcıların birim maliyetlerini bir nebze olsun rahatlatmıştır. TL'nin reel olarak değer kazanması (TL'nin Avro karşısında yıllık ortalama değer kaybı %38 iken ortalama TÜFE %59'dur) Türkiye'yi turistlerin gözünde rakiplerine kıyasla daha az cazip hale getirmiş olsa da, Türkiye'nin tesis kalitesi ve paket tatil fırsatları avantajlar sağlamaya devam etmiştir. Sıcaklıkların ortalamanın üzerinde seyretmesi sezonun uzamasına yol açmıştır ve destekleyicidir. 11A24'te Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı yıllık %7 artışla 50 milyon olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılında THY'nin ana aktarım merkezi İstanbul Havalimanı yıllık %5 artışla 80,0 milyon kişiye ev sahipliği yaparken, Pegasus'un ki olan Sabiha Gökçen Havalimanı (SAW) yıllık %13 artışla 41,5 milyon kişiye hizmet vermiştir. Kârlılıktaki sınırlı payına rağmen, yüksek sezon öncesinde devletin iç hat ücret tavanlarında yapılan enflasyon ayarlaması iç hat operasyonlarının kârlılığını desteğini artırmıştır.

Yolcuların bütçelerinin baskı altında kalmaya devam ettiği göz önüne alındığında, düşük maliyetli taşıyıcıların (Türkiye örneğinde özellikle PGSUS kolaylıkla kapasite ekleyerek ekstra avantaj sağlamaktadır), 11A2024 uluslararası yolcu büyümelerinin de (**PGSUS**'un %17, **THYAO** %3) işaret ettiği gibi daha fazla tercih edilme olasılığı yüksektir. Maliyet yönetimi önemli rol oynamaktadır ve daha fazla sayıda koltuk konfigürasyonuna sahip genç filo (şu anda terminal yönetimi açısından sıkıntılı SAW için olumlu) ve ayrıca yeni nesil uçaklar aracılığıyla yakıt optimizasyonu pozitifdir. THY'den farklı olarak Pegasus, uçak teslimatlarında büyük gecikmeler, motor sorunları yaşamamış, operasyonlarda ve kapasite artışlarında aksamalara neden olan Boeing Max serisine maruz kalmamıştır. SAW'daki iki pist 2024 yılında faaliyete geçmiştir ve terminalin yolcu taşıma kapasitesi ve mevcut terminaldeki alanın optimum kullanımı konusunda sorunlar olmasına rağmen ATM'lerde kademeli artış gerçekleşecektir. Yeni terminal için ihalenin yakında yapılması beklenmektedir. Ancak bundan önce havalimanındaki eski terminalin tadilatla kullanıma hazır hale getirilmesi olasıdır. 2025 yılının ortalarında hazır hale gelmesi göreceli bir rahatlama sağlayabilir. Kısa vadede, tamamı THY'ye ait olan Ajet'in uçak teslimatlarındaki sorunlar nedeniyle genişlemesine ilişkin yıkıcı bir rekabet beklemiyoruz.

HAVACILIK: 2025 yılı, yoğun jeopolitik haber akışı, Trump 2.0 dönemi ve reel TL'nin değer kazanmasına ilişkin birçok soru işareti ve endişeyle başlamıştır. Gelir maliyet yapısındaki döviz miksi nedeniyle, zayıf TL ve reel TL değer kaybı havacılık marjları için olumludur ve beklenen reel TL değerlenmesi risktir. Uçak teslimat sorunları kapasiteler üzerinde baskı oluşturmaya devam edecektir. Bilet fiyatları ve doluluk oranları yıllık bazda yatay seyredebilir. Suriye'deki gelişmeler ülkemiz ve Orta Doğu için önem arz edecektir. Ukrayna ve/veya Gazze'de somut bir çözüm olmadığı sürece, 2025'in turizm açısından çok güçlü bir yıl olması için majör bir neden görmüyoruz. Turizm otoritelerinin, %30'luk son asgari ücret artışından sonra güçlü TL'den daha fazla şikayetçi olduğu belirtilmektedir. Erken turizm rezervasyonları, trendin 2024 ile uyumlu olduğunu göstermektedir. 1Ç24 trafik bazının güçlü olduğu ve Ramazan'ın bu yıl tamamen Mart ayına kaymasının, reel TL değerlenmesi ortamında taşıyıcıların 1Ç yolcu dinamikleri ve faaliyet karlılığı üzerinde bir miktar baskı yaratabileceği unutulmamalıdır. Mevcut USD/TL ve EUR/TL seviyeleri bir yıl önceki seviyelerinin sırasıyla %18 ve %10 üzerindeyken, 2024 sonu yıllık TÜFE %44'tür.

Yakıt riskinden korunma açısından bakıldığında, THY ve Pegasus'un 2025 yılı riskten korunma oranları Brent USD73/varil ve USD70-81/varil seviyelerinde sırasıyla %50 ve %30'dur. Kapasite sorunları nedeniyle akaryakıt fiyatlarındaki önemli artışların (ana senaryomuz olmasa da) getirilerde de artışa neden olabileceği unutulmamalıdır. Halihazırda sektör otoriteleri yakıt fiyatlarının yıl genelinde sabit kalmasını olası görmektedir.

THYAO'nun 2024'te yıllık kapasite artışı yıllık bazda %8 olarak gerçekleşmiştir ve hizmet verilen yolcu sayısı yıllık %2 yükselişle 85,2 milyondur (yurt içi +%0,7, yurt dışı +%2,9) ve doluluk oranı yıllık bazda 39 puan düşüşle %82,2 olmuştur. Kargo hacmi yıllık bazda %21 artmıştır. Yolcu birim gelirleri altında kalmaya devam etmiş ve USD bazında yakıt dışı CASK 9A24'te yıllık bazda %10 artarken, yakıt CASK'ı %3 düşerek CASK artışı %6 olmuştur. THY'nin Mart ayı başına doğru sonuçlarını açıklaması ve 2025 görünümüne ilişkin detayları sonuçlara ilişkin telekonferansında paylaşması beklenmektedir. Uçak teslimatlarına bağlı olarak, THY'nin 2025 ASK büyümesi yıllık bazda %5-8 seviyesinde olabilir. Yolcu birim gelirleri ve doluluk oranları korunabilir. Yolcu ve kargo dinamiklerinin yanı sıra enflasyon ve maliyet kontrolleri odakta olacaktır. Personel giderlerinde toplu iş sözleşmesindeki enflasyon üstü artış ve ikramiyeler reel TL değerlenme ortamında diğer giderlerdeki kontrol mekanizmalarını ön plana taşıyacaktır. Pratt Whitney'den alınan tazminatın (motor sorunları nedeniyle yere indirilen uçaklarla ilgili) 2025 yılında da devam etmesi ve gider etkisini net kar karda sıfırlaması muhtemeldir. Motor sorunları sebebiyle THY'nin 2024 sonu 44 uçağı yere indirilmiştir ve bu sayının 2025'te 40-45 aralığında olacağı tahmin edilmektedir. THY'nin 2024 sonu filosu 492 uçak içermekteydi ve rakam yıl sonunda 530-540'a ulaşabilir. Trump 2.0 tarifesi global ticaret dinamiklerini kalıcı olarak bozmadıkça, büyümede bir miktar normalleşmeye rağmen kargo segmenti güçlü kalabilir. 2024 yılına kıyasla, yakıt dışı CASK cephesinde enflasyonist baskıların ve yıllık artışların nispeten sınırlı olması muhtemeldir. Akaryakıt fiyatlarının yatay seyretmesi beklenmektedir.

PGSUS'un 11A2024 yıllık AKK büyümesi yıllık bazda %15 olmuştur. Şirket, yıllık %17 artışla (yurt içi +%17,0, yurt dışı +%17,0) 34,4mn yolcuya hizmet vermiş ve doluluk oranı yıllık bazda 300 baz puan artışla %87,9 olarak gerçekleşmiştir. 9A24'te, yolcu birim gelirleri baskı altında kalırken, yan gelirler güçlü seyretmiş ve EUR bazında RASK yatay seyretmiştir. Yakıt hariç CASK 9A24'te yıllık bazda %10 artarken, yakıt CASK'ı yıllık bazda %4 azalmış ve CASK artışı %5 olarak gerçekleşmiştir. Düşük maliyetli taşıyıcının sonuçlarını 4 Mart'ta açıklaması ve 2025 görünümünü paylaşması beklenmektedir. Pegasus 2025 yılında filosuna net 9 uçak eklemeyi ve yıl sonunda 127 uçağı ulaşmayı planlamaktadır ki bu da çift haneli ASK artışa tekabül etmektedir. Sınırlı rakip kapasite akışı riski ile birim gelirlerin korunması kuvvetle muhtemeldir. Enflasyona bağlı olarak, yakıt dışı CASK orta ila yüksek tek haneli artabilir. Akaryakıt CASK'ı yıllık bazda yatay seyredebilir. Hükümetin bu yıl yurtiçi tavan ayarlamasına ilişkin kararı ve zamanlaması yurtiçi operasyonların karlılığı için önem taşıyacaktır. Ayrıca, THY'nin kapasite artırımı üzerindeki sınırlamalar (Ajet de bundan etkilenmektedir) taşıyıcı için olumlu olmaya devam etmektedir. Pegasus'un Avrupa, BDT ve Orta Doğu'yu kapsayan nispeten bölgesel ölçekli operasyonları nedeniyle Orta Doğu ve/veya Ukrayna'daki çözümün gerçekleşmesi halinde Pegasus için ekstra olumlu olacağını düşünüyoruz. Gelirlerde daha yüksek USD payı elde etmek (özellikle Orta Doğu ve BDT), güncel zayıf EUR/USD ortamında döviz gelir maliyet uyumsuzluğuna katkı sağlayabilir.

Havalimanı işletmecisi **TAVHL** ise 2024 yılında özellikle yurt dışı operasyonları kaynaklı güçlü yolcu büyümesinden faydalandı. TAV Havalimanları'nın işlettiği havalimanları yıllık %11 artışla (Türkiye'de +%8, yurtdışında +%16) 106,5mn yolcu ağırladı ve şirketin 2024 yılı için öngördüğü 100-110mn yolcu aralığında kaldı. TAV, Almatı Havalimanı yeni dış hatlar terminalini (226mn Avro yatırım harcaması) 1 Haziran 2024'te açtı. Antalya ve Ankara havalimanlarındaki yeni yatırımların sırasıyla 1Ç25 ve 2Ç25'te tamamlanması beklenmektedir. TAV 18 Şubat'ta sonuçlarını açıklayacaktır. 2025-2028 yılları arasında 150-300mn Avro yatırım harcaması içeren Almatı yatırım planının netleştirilmesi için yol gösterecek bilgileri içermesi ve 2025 öngörülerini için önemlidir. 2025'in operasyonel olarak performansı TL'nin reel olarak ne kadar değer kazanacağına, Türkiye'ye olan turist talebine, Almatı ve Gürcistan (imtiyaz 2027'de sona eriyor) gibi önemli FAVÖK sağlayıcıların performansına bağlı olacaktır. Ukrayna'da çözüme ulaşılması durumunda, Rusya ve Ukrayna'dan daha yüksek turist gelişi Türk havacılık sektörü için olumlu olacağından (terminal etkisi ve charter uçuşlarının yer hizmetleri şirketlerine sağladığı destek) TAV Türkiye operasyonları açısından olumlu olacakken, son yıllarda Rusya-Ukrayna savaşında kargo uçaklarındaki büyümeden yararlanan Almatı'nın büyümesini nispeten sınırlayabilir.

Son 12 aylık dönemde, TAVHL ve PGSUS BIST100'den sırasıyla %82 ve %18 daha iyi performans gösterirken, THYAO'nun performansı endeksin %5 gerisinde kalmıştır. TAVHL için Endekse Paralel Getiri, PGSUS ve THYAO için ise Endeks Üzeri Getiri tavsiyelerimiz bulunmaktadır. Reel TL değerlendirme beklentisi ile mevcut katalizör ortamında havacılık sektörünü cazip bulmuyoruz, ancak katalizör açısından PGSUS kapasite, yolcu büyümesi ve maliyet kontrolleri açısından nispeten daha avantajlı görünmektedir.

İÇECEK: 2024 yılı, meşrubat talebini baskılayan fiyat artışları, operasyonlarının olduğu ülkelerdeki makro zorluklar ve Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler (CCI'nin faaliyet bölgesindeki Müslüman nüfusun bazı ürünleri boykot etmesi) ve AEFES'in Rusya anlaşması ile ilgili olumsuz haber akışı ile içecek sektörü için inişli çıkışlı bir seyir izlemiştir. Son 12 ayda, AEFES ve CCOLA BIST100'den sırasıyla sadece %2 ve %1 daha iyi performans sergilemiştir.

2024 yılında CCOLA'nın Türkiye satış hacmi yıllık bazda sabit kalırken, uluslararası hacmindeki daralma %4'tür. Fiyat artışları, miks gelişmeleri ve riskten korunma sayesinde enflasyon muhasebesi öncesi faaliyet marjındaki düşüş sınırlı kalmıştır. Şirket, 2025 için Türkiye'de düşük-orta-tek haneli büyüme, uluslararası operasyonlarda orta-yüksek-tek haneli büyüme öngörmektedir. Şişeleme, Mart ayında mali sonuçlarını açıklayacak ve operasyonel beklentilerini paylaşacaktır. 2025 yılı için, CCI'nin satın alınabilirliğe odaklanacağını ve bunun da hacimleri destekleyebilecek enflasyonun altında fiyat artışlarıyla mümkün olabileceği görüşündeyiz. Uluslararası operasyonların hacimlerinde büyük bir sıçrama beklemiyoruz ancak hafif bir artış gösterebilir. Hammadde görünümü hali hazırda endişe verici durumda değildir ve şirket efektif olarak hedging yapmaktadır. Güçlü TL, enflasyon altı fiyat artışı sebebiyle enflasyon muhasebesi öncesi marjlarda hafif düşüş olası görünmektedir. Hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır. Orta Doğu'da çözüme ulaşılması halinde hisse muhtemelen en çok fayda sağlayan hisseler arasında yer alacaktır.

Bira tarafında, 9A2024 yılında AEFES'in uluslararası ve konsolide hacim büyümeleri sırasıyla yıllık %9 ve %8 olarak gerçekleşmiştir. Ortak girişim AB InBev Efes B.V.'nin Rusya operasyonlarının Aralık 2024 sonu geçici yönetim altına alınmasına ilişkin Rusya'dan gelen son olumsuz haberlerin ardından, AEFES'i incelemeye aldık ve işler netleştğinde tekrar değerlendireceğiz.

OTOMOTİV: 2023 yılında otomotiv satışlarında rekor seviyeye ulaşılmasının ardından 2024 yılında pazarda yıllık bazda güçlü baz etkisi sebebiyle daralma beklentisi vardı. Özellikle yılın ilk üç ayında ÖTV muafiyetli araçların satışlarının yoğunluğu ve GSR-II güvenlik yönetmeliklerinin yarattığı güçlü talep sayesinde araç satışları desteklendi. 2024 yılında toplam pazar yıllık bazda hafif artışla tarihin en yüksek seviyesi olan 1,238mn adet seviyesinde gerçekleşti. 2023 yılında binek araçların toplam pazardaki payı %78,5 iken 2024 yılında bu oran %79,1'e yükseldi. Her ne kadar otomotiv şirketlerinin finansallarında; enflasyon muhasebesi, güçlü TL ve fiyatlandırma zorlukları dolayısıyla aynı etkiyi göremesek de pazar satış adedi açısından 2024 yılı oldukça başarılı bir seviyede tamamlandı.

Faiz indirimi döngüsüne girilmesi sebebiyle, talebin 2025 yılında da yüksek olacağını ve sektörün yılı 1,1mn adet seviyesinde tamamlayacağı düşüncesindeyiz. Bu düşüncemizin temelinde araç yaşının artması, filoların araç yenilemeleri, düşen kredi faiz oranlarının talebi destekleyeceğini tahmin ediyoruz.

2024 yılında Türkiye otomotiv sektörüne hızlı giriş yapan Çinli markaların kısa bir sürede %10 pazar payına ulaştığı görüldü. Temmuz 2024'te yürürlüğe giren Çin'de üretilen ve ithal edilen otomobiller için uygulanan %40 oranında ilave gümrük vergisi sebebiyle bu markaların pazar paylarında düşüş yaşandı. Ocak 2025 itibarıyla ise gümrük vergisi %50'ye çıkarıldı. Yeni yılda, Çin menşeli markaların bu hamlelere karşı nasıl bir strateji izleyeceğini, açıklanan BYD ve potansiyeli bulunan Chery gibi markaların yatırım kararlarını yakından takip edeceğiz.

Otomotiv şirketlerinin ana ihracat pazarı olan Avrupa'da ise 11A24'te yeni otomobil tescilleri yıllık %0,4 ile hafif oranda artarak 9,7mn adede ulaştı. İspanya hariç tüm AB pazarında bu dönemde araç kayıtlarında yıllık hafif düşüş olduğu gözlemlendi. İspanya pazarı %5,1 büyürken, Fransa %3,7, Almanya %0,4 ve İtalya'da %0,2 yıllık daraldı. Birleşik Krallık'ta ise yıllık bazda %2,8'lik bir artış oldu. Avrupa ve İngiltere Merkez Bankalarının faiz oranlarını indirmesiyle otomotiv sektöründeki talebin hareketlenebileceği düşüncesindeyiz.

TOASO açısından zorlu ve belirsizliklerle geçen bir yıl olmasına rağmen Fiat toplam otomotiv pazarındaki ilk sırasını korumayı başardı. Öte yandan, yıl içinde Stellantis'in yerel dağıtım işinin Rekabet Kurulu engeline takılmasının ardından 2025 yılının başında Kurulun süreci değerlendirmek üzere tekrar toplanacağı açıklamalarını takip ettik. Şirketin Doblo üretiminin sona ermesinin ardından 2025 yılı itibarıyla üretilecek olan K0 hafif ticari üretim hacmini arttıracığını düşünsek de ilk sene yüksek verimlilikte bir üretim adedine ulaşacağını beklemiyoruz. Buna ek olarak, Egea/Tipo kontrat bitiminin 2025 yıl sonunda bitmesi sebebiyle satış adetlerine destek olması amacıyla olası dağıtım anlaşması Tofaş için hayati önem taşımaktadır.

Yüksek ihracat payı ve döviz bazlı gelir yapısı sayesinde yurt içi pazarın daralmasından en az etkilenecek olan **FROTO**'nun 2025 yılında otomotiv şirketleri arasında ayrışacağını düşünüyoruz. 2025 yılında üretim kapasitesinin 900 bin adedin üzerine çıkması, geniş ürün miksi ile elektrikli hafif ticari araç segmentinde öncü olması, faaliyet gösterdiği ihracat pazarlarındaki merkez bankalarının muhtemel faiz indirimleri araç satışlarını destekleyecektir.

DOAS'ın 2023 yılındaki olağanüstü karlılık seviyelerinin ardından 2024 yılında bir normalleşme olması beklentimiz dahilindeydi. Şirket, 2024 yılına ait muhafazakar olan Skoda hariç +125bin satış adedi beklentisinin oldukça üzerinde bir seviyede yaklaşık 140bin adet araç satışı gerçekleştirdi. 2024 yılında araç bulunabilirliğinin artması ve zayıflayan fiyatlandırma sebebiyle marjlarda daralma olduğu gözlemlendi. Buna ek olarak iştiraklerden elde edilen karlılığın da düşmesiyle net kar tarafında baskı yaşandı. 2025 yılında araç satış adetlerinde yıllık bazda önemli bir değişiklik beklemesek, Çinli otomobil markalarının piyasadaki ağırlığını ve rekabeti arttırması sebebiyle pazar payında ve karlılık tarafının baskı altında kalacağı düşüncesindeyiz.

PERAKENDE: Enflasyon muhasebesi, perakendecilerin (stok ve varlık yeniden değerlendirme etkisi) finansallarını anlamada ekstra karmaşıklığa neden olmuştur, ancak kurumsal ve şeffaflığa önem veren şirketlerin UMS29 öncesi sonuçlarını da özet olarak paylaşması, sonuçların nispeten daha iyi değerlendirilmesini sağladı. 2024 yılı gıda perakendecileri için yüksek enflasyon ve %49'luk asgari ücret artışının satın alma gücüne olumlu etkisi ile güçlü başladı. TÜFE 1Y24'te ortalama %70 iken 2Y24'te %50 olarak gerçekleşmiştir. Sektördeki rekabet ciddi oranda şiddetlenirken ve 2Y24'te mağaza açılışları hız kesti. Migros turizm bölgelerindeki hareketlilikten ekstra yararlandı. Sektörde personel değişim hızının artması indirim marketlerinin personeline yıl ortası %10 ücret artışı yapmasını gerekli kıldı. Asgari ücrete Aralık 2024 sonu yapılan %30'luk son zam, tüketicilerin karşı karşıya olduğu çoğu ürünlerdeki son fiyat artışları göz önüne alındığında tüketici bütçeleri için zayıf kalmaktadır. 2025'in ana zorluğu brüt marjlar üzerindeki baskı olabilir ve 1Y25 faaliyet marjları ücret artışları nedeniyle bir miktar baskı altında olabilir, ancak BIMAS ve MGROS'un talep güçlü kaldığı sürece bunlarla başa çıkmak için iyi donanımlı olduğunu düşünüyoruz.

Hem gıda perakendecisi MGROS hem de BIMAS için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır. BIMAS sektöründe en beğendiğimiz hissedir. BIMAS'ın satış alanı genişlemesinin MGROS'un üzerinde olmasını bekliyoruz. BIM'in geri alım programı SPK onaylar onaylamaz başlayacaktır.

Moda perakendecisi MAVI için de Endeks Üzeri Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır. Hissenin performansı büyük ölçüde tüketici duyarlılığına, tatil dönemlerinin canlılığına, mevsim normallerinden sapan hava sıcaklıklarının tüketici alışkanlıklarına etkilerine, pazar payı kazanımlarına ve trafiğe bağlıdır. 2025 yılı, sert rekabet, güçlü TL ve mevsim normalleri üzerindeki sıcaklıklar, Avrupa'daki ekonomik durum nedeniyle zorlu geçebilir. Ukrayna-Rusya savaşında barışın sağlanması durumunda, Avrupa'daki talebi desteklediği ve Mavi'nin Rusya'daki operasyonları için orta vadede olumlu olduğu sürece hisseyi destekleyecektir. Şirket, 2Ç25 bitmeden orta vadeli beklentilerini paylaşmayı planlamaktadır ve Amerika'daki yatırım planları için de önem arz etmektedir.

Son 12 aylık dönemde BIMAS ve MGROS'un performansları BIST100'ün sırasıyla %31 ve %19 üzerindeyken MAVI'nin performansı endeksin %2 gerisinde kalmıştır.

SAĞLIK: Sağlık turizmini sadece sağlık ihtiyaçlarının karşılanmasına olanak sağlayan bir sektör olarak düşünmemek gerekiyor. Türkiye'de ekonomik büyümeye de önemli ölçüde katkı sağlayan sektörlerin başında geliyor. Sağlık sektöründe yapılan reformların desteği ve medikal turizmin ilerlemesiyle son yıllarda Türkiye sektör açısından oldukça önemli bir merkez haline geldi. Nüfus artışı ile artan sağlık harcamaları sektörü canlı tutmaya devam ediyor. Buna ek olarak, her ne kadar 2024 yılında TL güçlü performans gösterse de yakın geçmişte TL'nin yabancı para birimlerine karşı değer kaybetmesi dolayısıyla yabancı hastaların Türkiye'ye olan ilgisini arttırarak sektöre olan ilgiyi artırıyor.

Sektörde önemli bir pazar payına sahip olan **MPARK**'ın yurt dışı dahil olmak üzere toplamda 35 adet hastanesi bulunuyor. Şirket, yakın geçmişte Kosova ve Dubai'de yer alan 2 adet hastaneyi bünyesine katarak global bir oyuncu olma yolunda emin adımlarla ilerliyor. 2025 yılında şirket bünyesine katılması planlanan 2 adet hastane bulunuyor. Sağlık Uygulamaları Tebliği'ndeki potansiyel artışlar, son dönemde yoğun ilginin olduğu tamamlayıcı sağlık sigortaları ve özel sağlık sigortalı sayısındaki yükseliş, şirketi pozitif etkilemeye devam edecektir. Orta vadede şirketin büyük şehirlerde açmayı/satın almayı planladığı yeni hastanelerle birlikte portföyünde hizmet veren hastane sayısının artacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte, orta-uzun vadede, tamamlayıcı sağlık sigortası hizmetlerinde büyümek için çok büyük bir alan olduğu için bizim görüşümüze göre özel hastanelerin marjlarını arttırmaları için uzun vadede hala yerinin olduğu düşüncesindeyiz. Başarılı geçen 2024 yılının ardından, 2025 yılında da reel anlamda gelir büyümesinin olduğu ve operasyonel karlılığın 2024 yılı seviyesinin hafif üzerinde tamamlanacağı bir yıl olmasını bekliyoruz. 2025 yılında hem sektör için hem de sağlıklı bilanço yapısına sahip, organik/ inorganik satış gelirlerini arttırabilen ve düşük borçluluk yapısına sahip olan Medikalpark için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz. İlaç pazarında, 11A24 döneminde kutu bazında yıllık %3'e yakın bir daralma yaşanırken TL bazlı %55 büyüme olduğu gözlemlendi. Sektörde, pazar payında lider olan **SELEC**'i sürdürülebilir karlılık oranı, güçlü net nakit pozisyonu, güncellenen ürün fiyatlandırması ve buna bağlı olarak Dönemsel EUR Değerindeki artış sebebiyle temel açıdan beğenmeye devam etsek de özellikle 2Y24'ten itibaren relatif %41'lik performansı dolayısıyla kısa vadede cazip bulmuyoruz.

SAVUNMA SANAYİİ: NATO'nun en büyük 2. ordusuna sahip olan Türkiye'nin yerli savunma sanayisini güçlendirmeye yönelik atılan adımları her sene büyüyerek devam ediyor. 2025 yılında, savunma ve güvenlik sektörü için rekor bir artışla 1,6 trilyon TL ödenek tahsis edileceği açıklandı. Strateji ve Bütçe Başkanlığı raporunda 2024 yılı savunma sektörü için bütçeden ayrılan tutar 1,1 trilyon TL seviyesindeydi. 2024 yılında ihracat tarafında ise NATO ve hizmet ihracatları dahil olmak üzere yıllık %29'luk bir artışla 7,1mlrUSD ile yeni bir rekora imza atıldı. Aselsan, 9A24 sonunda 535mnUSD tutar ile yurt dışından yeni iş almayı başardı. 2025 yılında, savunma sanayisine ayrılan bütçenin artmasıyla sipariş tutarlarının büyümesini ve devlet teşvikiyle desteklenerek yerlilik oranının artacağı görüşüdeyiz.

ASELS ve OTKAR, her yılın son çeyreğinde mevsimselliğin de etkisiyle birlikte genellikle güçlü finansallar açıklıyorlar. Bu geleneğin 2024 yılının son çeyreğinde de devam etmesini bekliyoruz. Aselsan, 9A24'te 3,2mlrUSD tutarında yeni ihaleler kazanarak, sahip olduğu iş miktarını güçlendirdi ve Eylül 2024 sonu itibariyle toplamda 12,6mlrUSD tutarında bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. 2024 yılında yeni alınan sipariş tutarının yaklaşık 5mlrUSD seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. 2024 yılında; Askeri Ekipman Tedariği, MİLGEM 9-12 Gemileri Savaş Sistemleri ve Faydalı Yükleri, Kent Güvenliği ve Elektronik Harp Sistemleri başta olmak üzere yüksek tutarlı büyük projelere ait ihale sözleşmeleri imzaladı. Aselsan'ın sahip olduğu bakiye sipariş tutarı, Türkiye'nin bulunduğu jeopolitik konumu, mevcut operasyonlarındaki bilgi birikimi ve potansiyel yeni iş alanlarını düşündüğümüzde, Aselsan'ın uzun vadede ciddi bir büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. Otokar, zayıf geçen 2024 yılı finansalların ardından yıl sonu açıkladığı büyük montanlı anlaşmayla 2025 yılı ve sonrasına ait umutları yeniden yeşertti. Şirket, dünyaca tanınan COBRA II 4x4 taktik tekerlekli zırhlı muharebe aracı, sınıfının en yüksek koruma seviyesi ve en yüksek atış gücü ile Türkiye'nin dünya kara sistemlerindeki yerini yeni bir noktaya taşıyacak. Şirket, Romanya Savunma Bakanlığı ile imzalanan ihracat sözleşmesinde 1,059 adetlik 4x4 taktik tekerlekli hafif zırhlı araç projesini 857mnEUR bedelle kazandığını duyurdu. Sözleşmede araçların ilk 278 adedi Türkiye'de, geri kalanı Romanya'da yerel olarak üretilecek. Teslimatların 4Ç25'te başlatılması ve 5 yıl içinde partiler halinde tamamlanması planlanıyor. 9A24 sonundaki bakiye sipariş tutarı ise 50mnUSD ve 153mnEUR'dan oluşan TL bazında toplamda 7,5mlrTL'ydi. 2025 yılında özellikle son çeyrekte yurt dışı otobüs ve zırhlı araç satışlarındaki artışın verdiği destek ile güçlü sonuçlar göreceğimizi düşünüyoruz.

SİGORTA VE EMEKLİLİK: Hayat ve emeklilik sektörüne gelince, hem hayat hem de emeklilik iş kollarının, artan emeklilik ve hayat primlerinin öncülüğünde önümüzdeki iki yıl boyunca karları destekleyeceğini öngörüyoruz. Eylül 24 itibarıyla GSYH'nin sadece %0,35'i seviyesinde olan hayat sigortası branşının Türkiye'de önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna inanıyoruz. Türkiye'de 2025 yılında kredi büyümesinde bir miktar hızlanma ve kredi bağlantılı hayat poliçesi satışlarında artış görmeyi bekliyoruz, bu da hem **AGESA** hem de **ANHYT**'de kar artış ivmesini destekleyecektir. Artan kamu bilinci ve otomatik katılım sistemi sayesinde 2025 yılında emeklilik katkı paylarının artması gerektiğini düşünüyoruz. İşveren katkısının zorunlu olacağı Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi 4Ç25'te devreye alınabilir. Bize göre bu durum, sistemden çıkışları azaltacak ve dolayısıyla sistemin varlık büyümesini artıracaktır. Sonuç olarak, hem AGESA hem de ANHYT'nin emeklilik varlıklarının, artan katılımcılar ve çok kanallı dağıtım ağı sayesinde 2025 yılında güçlü bir şekilde büyümesini bekliyoruz. %30 devlet katkısı, kısmi cayma izni ve bireysel emeklilik fonlarının bankalar tarafından kredi teminatı olarak kabul edilmesi, ileriye dönük varlık büyümesini desteklemektedir. Reşit olmayanların (18 yaş altı) katılımı dört yıldır aktiftir ve katılımcı sayısı artmaktadır. TÜİK'e göre, Türkiye'de 18 yaşın altında 23 milyon kişi bulunurken, bireysel emekliliğin tüm nüfusa oranı 9A24 itibarıyla %6,5 gibi düşük bir seviyede kalmıştır.

Hayat dışı sektörde ise, **ANSGR** ve **TURSG**'nin yüksek TL mevduat faizlerinden yatırım portföylerindeki yüksek getiriler yoluyla olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. 2025'teki olası faiz indirimlerine rağmen, mevduat ve para piyasası fonlarının sigorta şirketleri için cazip bir yatırım aracı olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda, 9A24 itibarıyla yaklaşık 50 milyar TL'lik yatırım portföyüne sahip olan Anadolu ve Türkiye Sigorta, 2025 yılında hem yüksek faiz oranlarından hem de tahvillerden elde edilecek potansiyel yatırım kazançlarından faydalanacaktır. Bizim görüşümüze göre, 2025 yılında sigortalama sonuçlarının ana itici gücü motor sigortaları olacaktır. Kaskonun potansiyel olarak daha yüksek poliçe satışları, vadesi gelen poliçelerin yüksek fiyatlarla yenilenmesi ve hasar sıklığındaki potansiyel azalma yoluyla 2025 yılında hayat dışı şirketlerin kar marjına daha fazla katkıda bulunacağına inanıyoruz. Zorunlu trafik sigortasında ise Ocak ayında fiyatlar bireysel araçlarda %5, ticari araçlarda ise %10 oranında artacak. 2025 yılı için asgari ücrete yapılan %30'luk zam da hem motor hem de motor dışı branşlarda fiyatların yükselmesine yol açacaktır. Yüksek fiyatların orta vadede marjlar üzerindeki olumsuz baskıların bir kısmını telafi etmesini bekliyoruz. Buna ek olarak, yabancı reasürans şirketlerinin son iki yılda Türkiye'de yaşanan doğal afetler nedeniyle yüklü tazminat ödemeleriyle karşı karşıya kalması nedeniyle ticari tarafta poliçe fiyatlarının artacağını öngörüyoruz. Sonuç olarak, kombine oranların 2025 yılında %100'e yakın seyredeceğini ve sigorta şirketlerinin karlarını destekleyeceğini öngörüyoruz.

TELEKOMÜNİKASYON: Enflasyonist ortamın, telekom sektörünü diğer sektörlerden ayırıştıracağını 2024 yılı Strateji Raporumuzda değinmiştik. 2024 yılında telekom sektöründeki şirketlerin gelirlerinde reel güçlü büyüme gözlemlenirken sektör için pozitif görüşümüzü 2025 yılın için de sürdürüyoruz. Mevcut abone paketlerinin fiyat güncellenmesindeki yükseliş trendinin devam edeceğini düşünüyoruz. Geniş bant penetrasyonu da büyük olasılıkla artış trendini koruyacaktır. Bu nedenle, operasyonel figürlerde sürdürülebilir bir büyüme gösteren, güçlü serbest nakit akışı ve net kar yaratan telekom sektörünü tercih etmeye devam ediyoruz. Özellikle pandemiden itibaren başlayarak, dijitalleşmenin, daha yüksek veri kullanımının ve mobil penetrasyonun, mobilite konusunda çok daha fazla bilinçliliğin, son on yıla kıyasla gelecek yıllarda telekom oyuncularının daha güçlü büyüme ("enflasyonun bir miktar üzerinde büyüme" eğiliminden çok daha fazla) göstermesine olanak sağlayacağına inanıyoruz.

Operasyonel trend değişimlerine ek olarak, 2024 yılında çapraz satışlarda, mobil kullanıcı başına gelirlerde (ARPU) daha yüksek mobil cihaz/veri kullanımı desteğinin ve artan geniş bant abone tabanının olumlu etkilerini gördük. Faturalı abonelerdeki güçlü ARPU gelirleri dolayısıyla bu segmentteki abone kazanımları 2025 yılında takip edilmesi gereken bir veri olacaktır. Bu eğilimin önümüzdeki yıllarda da karlılık rakamlarını artıracak şekilde devam etmesini bekliyoruz. Ek olarak, abonelerin en önemli ihtiyaçlarından birinde bir kesinti ile karşılaşmamak için ödemelerine sadık kalması muhtemel olduğundan, yüksek rekabete rağmen telekomünikasyon şirketlerinde büyük bir kayıp oranı veya tahsilat sorunu görmeyi beklemiyoruz.

Telekom sektörünü yakından ilgilendiren imtiyaz sözleşmesi 2025 yılında şirketler nezdinde takip edilecek en önemli konulardan birisi olacak. **TTKOM**'un ikincil halka arzı, **TCELL**'in ise değerli iştiraklerinde potansiyel iş ortaklıkları ya da halka arzında yaşanacak gelişmeler de sektör açısından önem arz edecek. 2025 yılında, artan abone sayısı ve ARPU'daki reel büyüme ve marjları pozitif etkileyeceğini düşündüğümüz yenilenebilir enerji yatırımları sayesinde telekom şirketlerinin diğer sanayi şirketlerinin hisse performanslarına kıyasla pozitif ayrışacağını düşünüyoruz.

TRAKTÖR VE TARIMSAL EKİPMANLAR: Türkiye'de Traktör üretimi 11A24'te yıllık %20 azalışa 68,1bin adet seviyesinde tamamlandı. Bu dönemde, trafiğe kaydı yapılan traktör sayısı da üretim daralmasına benzer şekilde yıllık %18 düştü ve 51,8bin adede geriledi. Öte yandan, yurt dışı satış hacmi ise yıllık bazda %17 azalarak 19,4bin adet oldu. 2023 yılındaki tarihinin en yüksek satış adedi ve operasyonel karlılığına ulaşan **TTRAK**'ın, 11A24 döneminde adetsel bazda üretimi yıllık %13, toplam traktör satışları ise yıllık %14 düşüş gösterdi. İş makinesi ve biçerdöver satışlarında da traktör satışlarındaki daralmaya benzer bir beklentimiz mevcut. Şirket pazar payının 2025 yılında 2024 yılına benzer bir şekilde %46 seviyelerinde korunacağı düşüncesindeyiz. 2024 yıl sonunda açıklanan traktör kabin iskeletlerinin üretimi dolayısıyla yaklaşık 29mnEUR'luk yatırım kararı alınmasıyla orta – uzun vadede finansallara etkisinin olumlu olacağını tahmin ediyoruz.

2025 yılında tarımsal destek programlarının desteği devam etse de politika faizindeki yüksek seviye, kurak geçen dönem sebebiyle rekoltenin düşmesi, tarımsal girdi maliyetlerindeki yüksek seyir gibi etkenler göz önüne alındığında pazarda %2 daralma öngörüyoruz. Ziraat Bankası'nın sübvansiyon sonrası faiz oranı Eylül 2024 sonu itibarıyla %23 seviyesinde olduğunu hatırlatalım. 2023 sonu itibarıyla yurt içi satışların %3'ü TürkTraktör Finans kanalıyla yapılırken bu oran 9A24 sonu itibarıyla %50 seviyesinde yükseldi. Ziraat Bankası'nın piyasa faizlerine kıyasla sunduğu cazip faiz oranına rağmen TürkTraktör Finansman'nın bu kadar yüksek paya sahip olması bankanın kredi verirkenki kriterleri sıkılaştırdığı anlamına geliyor. Kredi faiz oranlarının 2025 yılında düşeceği beklentisinde olsak da reel faiz ortamının özellikle 1Y25'te yurt içi satışlar üzerinde baskı oluşturmaya devam edecektir.

Hisse Kodu	Şirket	Son Kapanış (TL)*	Hedef Fiyat (TL)	Yükseliş potansiyeli (TL)*	Piyasa Değeri (USDmn)*	3A Ort. İşlem Hacmi (USDmn)
SAHOL	Sabancı Holding	97.05	160.30	65%	5,769	47.3
BIMAS	BİM	524.00	798.00	52%	9,004	64.2
ISCTR	İşbank	14.14	20.55	45%	10,004	170.7
YKBNK	Yapı Kredi	29.86	46.80	57%	7,138	154.4
TCELL	Turkcell	94.65	140.00	48%	5,893	62.0
FROTO	Ford Otosan	914.00	1477.00	62%	9,077	31.6
ANSGR	Anadolu Sigorta	108.40	213.80	97%	1,534	5.5
ALBRK	Albaraka	6.67	10.80	62%	472	2.2
ASELS	Aselsan	78.80	110.00	40%	10,169	60.6
CIMSA	Çimsa	47.50	68.00	43%	1,271	15.4

Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, 13 Ocak 2025 kapanışlı veritabanı

Portföydeki Değişiklikler

Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık	Çıkarılanlar	Eklenenler	Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans*	Eklendiğinden bu yana relatif
SAHOL	10%	KCHOL	SAHOL	KCHOL	15%	-9.4%	-3.0%
BIMAS	10%	ISMEN	ASELS	BIMAS	15%	7.8%	45.9%
ISCTR	10%		CIMSA	ISCTR	10%	3.0%	19.0%
YKBNK	10%			YKBNK	10%	2.4%	36.0%
TCELL	10%			TCELL	10%	5.7%	71.6%
FROTO	10%			FROTO	10%	-6.9%	-6.9%
ANSGR	10%			ANSGR	10%	17.4%	56.8%
ALBRK	10%			ALBRK	10%	6.7%	33.4%
ASELS	10%			ISMEN	10%	2.0%	21.0%
CIMSA	10%						

Kaynak: OYAK YATIRIM, *02/12/2024- 13/01/2025

Portföyün Relatif Performansı

Hisse Performans	Abs Getiri*	Relatif*	Eklendiğinden Bu yana relatif
KCHOL	-8.9%	-9.4%	-3.0%
BIMAS	8.4%	7.8%	45.9%
ISCTR	3.5%	3.0%	19.0%
YKBNK	3.0%	2.4%	36.0%
TCELL	6.3%	5.7%	71.6%
FROTO	-6.4%	-6.9%	-6.9%
ANSGR	18.0%	17.4%	56.8%
ALBRK	7.2%	6.7%	33.4%
ISMEN	2.6%	2.0%	21.0%
PORTFÖY	3.3%	2.8%	
BİST 100	0.5%		

* 2 Aralık 2024- 13 Ocak 2025

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Yılbaşından 02/12/2024'ten beri	
BİST-100	17.5%	-20.5%	51.8%	-13.3%	26.4%	-17.6%	10.7%	47.6%	-21.0%	25.4%	29.1%	25.8%	196.6%	35.6%	31.6%	-1.0%	0.5%
Portföy	19.1%	-55.5%	96.2%	-0.3%	39.8%	-2.4%	13.8%	88.0%	-18.9%	49.5%	35.7%	35.2%	258.1%	47.0%	73.4%	-0.8%	3.3%
Relatif Getiri	1.4%	-44.0%	29.3%	15.0%	10.6%	18.5%	2.8%	27.4%	2.5%	19.3%	5.2%	7.5%	20.8%	8.4%	31.8%	0.2%	2.8%

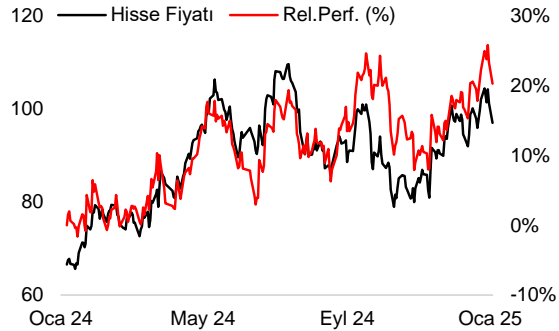
Kaynak: OYAK Yatırım

* 19 Ocak 2010 tarihinden itibaren

Hisse Önerileri*

** Hisseler portföydeki ağırlıklarına göre sıralanmıştır, tablolar 13 Ocak 2025 kapanışıyla hazırlanmıştır*

SAHOL	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	97.05			
Hedef Fiyat (TL)	160.30			
Yükseliş Potansiyeli	65%			
Piyasa Değeri (\$mn)	5,769			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	47			
Holding Solo Net Nakit (TLmn)	17,311			
FD (TLmn)	449,147			
TL mn	2021	2022	2023	9M24
Net Kar	12,032	39,421	6,343	-11,128
Özsermaye Karlılığı (%)	12.1	13.4	26.9	29.3
NAD İskontosu (%)	49.5	32.0	38.8	45.5
F/K	53.9	42.8	16.9	-
F/DD	3.96	0.94	0.68	0.74



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Sabancı Holding, bankacılık ve finansal hizmetler, enerji ve iklim teknolojileri, mobilite çözümleri, malzeme teknolojileri, dijital teknolojiler ve diğerlerini içeren oldukça çeşitlendirilmiş bir portföye sahip önde gelen holdinglerden biridir. Yabancı yatırımcıların Türkiye'ye ilgilerinin artmasıyla birlikte Sabancı Holding'in yatırım için en ideal hisselerden biri olacağına inanıyoruz.

Holding, regüle olmayan, döviz cinsi gelir yaratan ve net sıfır emisyon hedeflerine katkıda bulunan yeni ekonomi yatırımlarına odaklanmıştır. Hedef revizyonunda Sabancı Holding, Net Aktif Değeri'ni (NAD) iki katına çıkararak 20 milyar USD'ye çıkarırken, dijital teknolojilerin payını önemli ölçüde artırmayı hedeflediklerini açıkladı.

Enerjisa Üretim'in halka arzı, yatırımcılar tarafından uzun süredir bekleniyordu. Bu halka arzın 2025 yılında gerçekleşebileceğine inanıyoruz. Hesaplamalarımıza göre, halka arzın 850mnUSD büyüklüğünde olmasını bekliyoruz. Halka arz Sabancı Holding'in nakit pozisyonunu artıracak 850mn USD civarında olmasını bekliyoruz. 2024 yılı Sabancı Holding'in nakit pozisyonu açısından en güçlü yılı oldu. Holding 3Ç24'te 12,2mlrTL solo net nakit pozisyonu açıklamış olup, bu rakam iştiraklerin güçlü temettü gelirleri ve döviz yaratımının katkısıyla NAV'da son üç yıl ortalamasının %3,7 üzerinde bir paya sahiptir. Sabancı Holding'in yüksek nakit pozisyonunun yeni ekonomide yatırımların önünü açacağına inanıyoruz.

Son olarak, Sabancı Holding, %42.5'lik cari NAD iskontosu ile işlem görmesi nedeniyle hissenin cazip olduğunu düşünüyoruz.

Katalistler

Türk hisse senetlerine yabancı yatırımcıların ilgisinin artması, güçlü solo nakit pozisyonu, Enerjisa Üretim'in olası halka arzı

Riskler

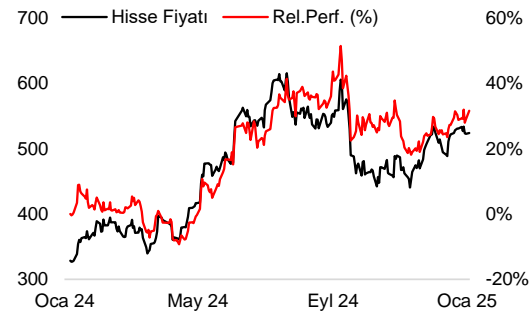
Değer azaltıcı yatırımlar veya satın almalar, ABD ve Avrupa'da tüketici talebinde artan zayıflık

Değerleme

160.30 TL/hisse hedef fiyatımız hisse için %65'lik bir yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Hisse için "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemiz bulunuyor.

BIMAS		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		524.00			
Hedef Fiyat (TL)		798.00			
Yükseliş Potansiyeli		52%			
Piyasa Değeri (\$mn)		9,004			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		64			
Net Borç (TLmn)		14,449			
FD (TLmn)		332,622			
TL mn	2022	2023	2024T	2025T	
Net Satışlar	147,716	267,036	481,126	727,407	
% büyüme	109%	81%	80%	51%	
VAFÖK	11,867	20,985	36,307	56,242	
% marj	8.0	7.9	7.5	7.7	
Net Kar	8,157	12,283	21,870	33,125	
% marj	5.5	4.6	4.5	4.6	
Özsermaye Karlılığı	50%	43%	52%	56%	
Temettü (TL - Brüt)	3,036	6,072	10,935	16,562	
Temettü Dağıtım Oranı	37%	49%	50%	50%	
Temettü Verimi	1.0%	1.9%	3.4%	5.2%	
F/K (x)	39.0	25.9	14.5	9.6	
FD/VAFÖK (x)	28.0	15.9	9.2	5.9	
PD/DD (x)	12.6	10.1	7.5	5.4	

Finansallar ve tahminler enf-muhasebesi öncesi



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Hissenin defansif yapısı nedeniyle piyasadaki daha iyi performans göstermeye devam edeceği görüşündeyiz. Makro ekonomik gerçekler ve enflasyonun 2024 sonunda %44 ile hala yüksek olması nedeniyle tüketicilerin bütçeleri baskı altında kalmayı sürdürmektedir. Asgari ücretteki son %30'luk artış, 1Y25'te daha yüksek faaliyet giderlerine dönüşmesine rağmen tüketicilerin alım gücünü sınırlı ölçüde destekleyecektir (BİM'de mavi yakalı ücretleri Temmuz ayında %10 yukarı yönlü revize edilmişti). Rekabet kuvvetli olmayı sürdürmektedir ve gıda perakendecilerinin özel markalı ürünleri arasındaki fiyat farklılıkları neredeyse ortadan kalkmıştır. Ayrıca, Türkiye'deki yaygın mağaza açılışları nedeniyle BİM'in inşaat sektöründe beklenen güçlenmeden (deprem bölgelerinin yeniden inşası ve Türkiye'deki kentsel dönüşümün ardından) faydalanmasının beklendiğini düşünüyoruz çünkü inşaat sektörü istihdamı da talep katalizörüdür.

Format ve coğrafya bazında 3Ç24 gelir dağılımına bakıldığında, BIM Türkiye, File, BIM Fas ve BIM Mısır'ın sırasıyla %87, %8, %4 ve %1'lik paylara sahiptir. FAVÖK tarafında ise uluslararası operasyonların konsolide 3Ç24'teki payı %4,6 olmuştur. 3Ç24'te özel markalı ürünlerin BIM Türkiye'deki payı %58'dir (markalı %32, spot %9 ve exclusive %1). Karşılaştırma yapmak gerekirse, BIM Türkiye'nin 3Ç23 satış miksinde %61 (markalı %30, spot %8 ve münhasır %1) olduğu, özel markalı ürün payının toplamda azaldığını ve markalı ve spot ürünlerin payının arttığını göstermektedir. Bu düşüş, temel kategorilerdeki enflasyonun diğer kategorilere kıyasla daha düşük olması nedeniyle satış karmasındaki değişimden kaynaklanmaktadır ve şirketin iş modelinde bir değişiklik bulunmamaktadır.

BİM'in 11 Mart'ta mali sonuçlarını açıklaması ve 2025 beklentilerini paylaşması beklenmektedir. Mağaza açılış hızında yavaşlama öngörmüyoruz. 2024 yılında işletme sermayesi yönetimiyle desteklenen ekstra yüksek brüt kar marjlarında göreceli normalleşme beklesek de operasyonel verimlilikteki olası iyileşme konusunda olumluuz.

Katalistler

Üç aylık sonuçlar, trafik ve sepet büyüklüğündeki gelişmeler, temettü beklentileri, geri alım programı

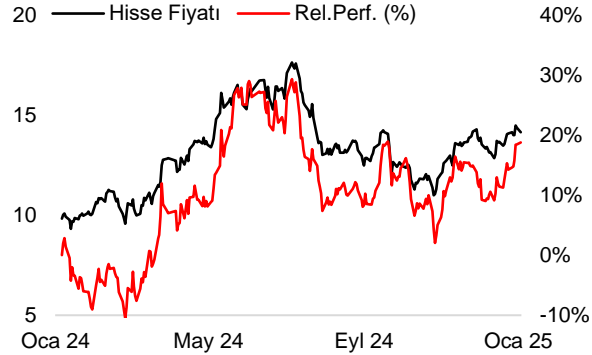
Riskler

Güçlü 1Ç24 bazı, zorlu rekabet, yüksek yatırım/ ciro, tüketici talebinde ciddi bozulma, afetler

Değerleme

Hisse için revize hedef fiyatımız hisse başına 798TL ile Endeks Üstü Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır. Tahminlerimize göre 2025T enf-muhasebesi öncesi F/K ve FD/FAVÖK sırasıyla 9,6x ve 5,9x değerlerinden işlem görmektedir.

ISCTR	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	14.14			
Hedef Fiyat (TL)	20.55			
Yükseliş Potansiyeli	45%			
Piyasa Değeri (\$mn)	10,004			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	170.7			
<i>TL mn</i>	2022	2023	2024T	2025T
Net Kar	61,538	72,265	44,103	65,552
% marj	356.9	17.4	-39.0	48.6
Özsermaye Karlılığı (%)	44.2	31.5	14.9	20.4
Temettü (TLmn)	9,230	7,226	4,410	6,555
Temettü Dağıtım Oranı	15%	10%	10%	10%
Temettü Verimi	3%	2%	1%	2%
F/K (x)	5.7	4.9	8.0	5.4
F/DD (x)	1.8	1.3	1.2	1.1



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yüksek döviz likiditesi ve geniş vadesiz mevduat tabanı, İş Bankası'na aktif pasif yönetiminde benzerlerine göre önemli bir avantaj sağlamaktadır. İş Bankası, Türkiye geneline yayılmış geniş şube ağı sayesinde düşük maliyetli uzun vadeli mevduata emsallerine kıyasla daha kolay ulaşabilmektedir. İş Bankası ılımlı bir kaldıraç oranına sahiptir ve TL kredi/mevduat oranı 9A24 itibarıyla %77 gibi emsallerine kıyasla düşük bir seviyededir ve bu da daha fazla büyüme için alan olduğunu göstermektedir. İş Bankası ayrıca, özel karşılıklarının TGA defterinin %73'ünü kapsaması nedeniyle benzerleri arasında en yüksek TGA karşılama oranına sahiptir ve bu da varlık bozulmasının karlar üzerindeki etkisini azaltmaktadır.

İş Bankası'nın, iştiraklerinden elde ettiği güçlü kazançlar, etkin aktif-pasif yönetimi ve iyi yönetilen aktif kalitesi ile desteklenen yüksek kar artış ivmesi sayesinde 2025 yılında benzerlerinden daha iyi performans göstermesini bekliyoruz.

Katalistler

Ocak 2024 bankacılık verileri hisse için önemli bir katalizördür. 2025-26 yıllarında İş Bankası'nın tüm iştiraklerini kapsayan bir holding yapısının kurulması ihtimali de hisse için bir katalizör olarak adlandırılabilir.

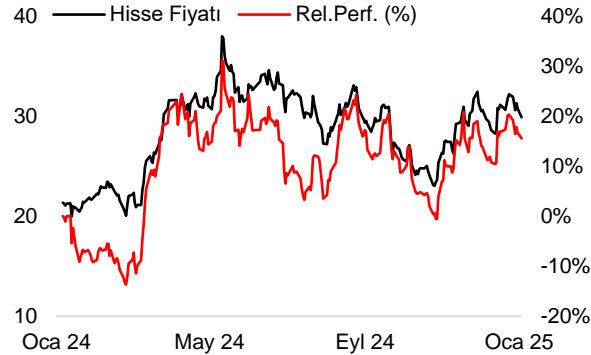
Riskler

Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani yükselişler ve TL'de hızlı değer kaybı değerlememiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz oran) ve daha iyi makro ortam yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

İş Bankası 1,1x 25T F/DD ve 5,4x 25T F/K ile cazip bir şekilde işlem görürken, 25T sermaye getirisi %20 olarak gözükmemektedir. İş Bankası için uzun vadede %36 özkaynak karlılığı öngördüğümüzden, hisselerin en az defter değerinin 1,8 katından işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

YKBNK		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		29.86			
Hedef Fiyat (TL)		46.78			
Yükseliş Potansiyeli		57%			
Piyasa Değeri (\$mn)		7,138			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		154.4			
TL mn	2022	2023	2024T	2025T	
Net Kar	52,745	68,009	29,618	45,699	
% marj	402.8	28.9	-56.4	54.3	
Özsermaye Karlılığı (%)	55.6	44.6	14.9	18.7	
Temettü (TLmn)	7,911	10,201	2,962	4,570	
Temettü Dağıtım Oranı	15%	15%	10%	10%	
Temettü Verimi	3%	4%	1%	2%	
F/K (x)	4.8	3.7	8.5	5.5	
F/DD (x)	2.0	1.4	1.3	1.0	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yapı Kredi'nin karlılığı, hem artan kredi getirileri ve iyi yönetilen mevduat maliyetleri sayesinde genişleyen spreadler hem de TÜFE bağlantılı kredilerden elde edilecek potansiyel kazançlar ile desteklenmelidir. Yapı Kredi, kârlı TL ticari kredilerde büyümeye ve yüksek getirili ihtiyaç ve kredi kartı kredilerinde pazar payı kazanmaya devam etmektedir. Yapı Kredi, 9A24 itibarıyla vadesiz mevduatın toplam mevduat içindeki payı (%45'e karşı %37) ile benzerleri arasında en yüksek paya sahiptir. Yapı Kredi'nin 25E kazançlarının, 24E'deki %56'lık yıllık daralmanın ardından yıllık bazda %54'lük bir artış göstereceğini öngörüyoruz. Yapı Kredi için uzun vadede (2024-30E) %35 özkaynak karlılığı öngörüyoruz.

Genişleyen krediler, düşen faiz oranları, enflasyondaki potansiyel düşüş ve depremle ilgili tek seferlik maliyetlerin olmaması nedeniyle net ücretlerin 2025 yılında faaliyet giderlerinin %86'sını, 2024 yılında ise %96'sını karşılamasını öngörüyoruz. Aktif kalitesi risklerine gelince, Yapı Kredi 9A24 itibarıyla benzerleri arasında en düşük CoR'a sahiptir ve CoR'un 2025 yılında 58bps olan 24E'nin en düşük seviyesinden yükselerek 180bps civarında olmasını öngörüyoruz. Ancak, halihazırda yüksek olan karşılık tamponları kazançları potansiyel aktif kalitesi risklerinden korumaktadır.

Katalistler

Ocak 2025 bankacılık verileri hisse için önemli bir katalizördür.

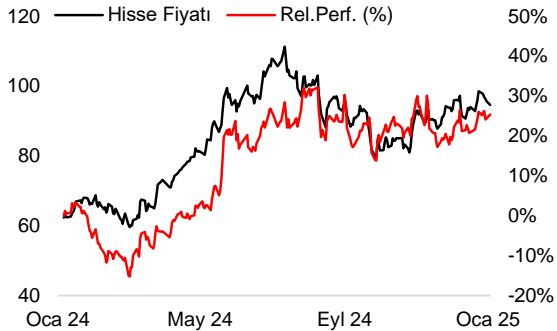
Riskler

Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani yükselişler ve TL'de hızlı değer kaybı değerlememiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz oran) ve daha iyi makro ortam yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Yapı Kredi 1,0x 25T F/DD ve 5,5x 25T F/K ile cazip bir şekilde işlem görürken, 25T sermaye getirisi %19 olarak gözükmemtedir. Yapı Kredi için uzun vadede %35 özkaynak karlılığı öngördüğümüzden, hissenin en az defter değerinin 1,8 katından işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

TCELL		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		94.65			
Hedef Fiyat (TL)		140.00			
Yükseliş Potansiyeli		48%			
Piyasa Değeri (\$mn)		5,893			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		62			
Net Borç (TLmn)		19,038			
FD (TLmn)		227,268			
TL mn	2022	2023	2024T	2025T	
Net Satışlar	90,206	139,886	167,583	224,347	
% büyüme	-	55%	20%	34%	
VAFÖK	39,829	63,927	69,069	91,933	
% marj	44.2	45.7	41.2	41.0	
Net Kar	6,880	17,056	25,698	19,274	
% marj	7.6	12.2	15.3	8.6	
Özsermaye Karlılığı	10%	25%	49%	27%	
Temettü (TL - Brüt)	2,260	6,277	10,279	8,673	
Temettü Dağıtım Oranı	33%	37%	40%	45%	
Temettü Verimi	1.1%	3.0%	4.9%	4.2%	
F/K (x)	30.3	12.2	8.1	10.8	
FD/VAFÖK (x)	5.7	3.6	3.3	2.5	
PD/DD (x)	1.9	7.7	3.9	2.9	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

2024 yılı için hazırladığımız Strateji Raporumuzda enflasyonist ortamın telekom şirketlerine pozitif etki edeceğinden bahsetmiştik. Yüksek enflasyon döneminde, kullanıcıların uzun vadeli taahhütler yapması ve başarılı fiyatlandırma uygulamaları sayesinde satış gelirlerinde güçlü reel büyüme olduğu gözlemlendi. 2025 yılı için de kurum olarak %33,5 olan ortalama enflasyon beklentimizin 2024 yılı kadar olmasa da ciro büyümesine katkı yapacağı beklentisindeyiz. Mobil faturalı abone payındaki artış, güçlü pazar payı, başarılı fiyat düzeltmeleri, techfin segmentinin güçlü performansı, ARPU'daki reel büyüme ve marjları pozitif etkileyeceğini düşündüğümüz yenilenebilir enerji yatırımları sayesinde hisselerin 2025 yılında da pozitif ayrışacağını düşünüyoruz. Abonelerin en önemli ihtiyaçlarından birinde bir kesinti ile karşılaşmamak için ödemelerine sadık kalması muhtemel olduğundan, yüksek rekabete rağmen telekomünikasyon şirketlerinde büyük bir kayıp oranı veya tahsilat sorunu görmeyi beklemiyoruz.

Ukrayna operasyonlarının satılmasından elde edilen gelirle şirketin borçluluk oranı 2023 yıl sonu 32,3mırlTL seviyesinden 9A24 sonu itibariyle yaklaşık 9,4mırlTL'ye geriledi. Net borç/ FAVÖK çarpanı ise 0,1x ile oldukça sağlıklı bir seviyede tamamlandı. 2025 yılında borçluluk oranında önemli bir değişiklik beklemekten Net borç/ FAVÖK rasyonun 0,3x seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Operasyonel karlılık açısından ise 2024 yılına benzer güçlü marj beklentimiz mevcut.

2025 yılında sektör açısından takip edilmesi gereken en önemli konu 5G ihalesi olacaktır. TL'de güçlü ve istikrarlı performans beklentimizin yanı sıra yatırım harcamalarının döviz bazında olması da TCELL için göz ardı edilmemesi gereken başka bir önemli katalisttir.

Katalistler

Enflasyonist fiyatlandırma, cazip çarpanlar, güçlü TL, değerli iştiraklerin halka arzı ve yenilenebilir enerji yatırımları

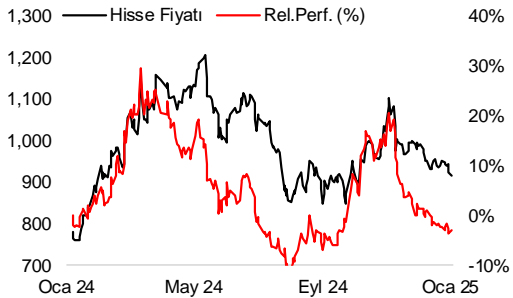
Riskler

Fiyatlandırma zorluğu, TL'de yaşanacak hızlı değer kaybı ve yüksek abone kayıp oranı

Değerleme

TCELL için hedef fiyatımız 140,00TL/hisse (önceki: 135,00TL) ve önerimiz ise "Endeks Üzeri Getiri" şeklindedir. 2025T'ye göre 10,8x F/K ve 2,5x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

FROTO		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		914.00			
Hedef Fiyat (TL)		1477.00			
Yükseliş Potansiyeli		62%			
Piyasa Değeri (\$mn)		9,077			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		32			
Net Borç (TLmn)		99,196			
FD (TLmn)		419,928			
TL mn	2022	2023	2024T	2025T	
Net Satışlar	322,556	559,615	616,919	852,436	
% büyüme	-	73%	10%	38%	
VAFÖK	31,981	58,026	46,443	72,442	
% marj	9.9	10.4	7.5	8.5	
Net Kar	27,730	66,647	34,339	48,106	
% marj	8.6	11.9	5.6	5.6	
Özsermaye Karlılığı	90%	89%	26%	26%	
Temettü (TL - Brüt)	15,444	20,195	17,547	24,582	
Temettü Dağıtım Oranı	56%	30%	51%	51%	
Temettü Verimi	4.8%	6.3%	5.5%	7.7%	
F/K (x)	11.6	4.8	9.3	6.7	
FD/VAFÖK (x)	13.1	7.2	9.0	5.8	
PD/DD (x)	6.3	3.2	2.4	1.8	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yurt içi ve yurt dışı satış adetlerindeki güçlü performansı, artan üretim kapasitesi, elektrikli araç üretiminde öncü olması, ihracat pazarlarındaki faiz indirimlerinin talebe pozitif katkısı, sağlıklı bilanço yapısına sahip olması, mevcut temettü politikası, döviz bazlı gelir ve maliyet artı uygulamalarına istinaden Ford Otosan'ı beğenmeye devam ediyoruz.

Şirketin, VW için 1 tonluk yeni orta ticari aracı da üreteceğini ve 2025 yılına kadar da tüm araç modellerinin elektrikli versiyonlarını da piyasaya sunacaklarını belirtelim. Ford Otosan'ın toplam satış hacminin 2024 yılı tahminimiz olan 650 bin seviyesinden 2025 yılında 790 bine ve 2026 yılında da yaklaşık 800 bin adede yükseleceğini tahmin ediyoruz. Diğer yandan, merkez bankalarının faiz indirimi ihracat pazarlarında talebi olumlu etkileyecektir. İhracatta tek karşı tarafın Ford Motor Company olması ve ihracat anlaşmalarının EUR bazlı olması Ford Otosan'ı korumaktadır. Ancak Ford'un Avrupa'daki Pazar performansı açısından özellikle İngiltere ve Almanya'daki makroekonomik gelişmeler önem arz etmektedir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu küresel enflasyonist ortamından kaynaklı merkez bankalarının politika faizlerinin ilerleyen dönemde kademeli olarak aşağı geleceğini ve talebin canlanacağını düşünüyoruz. 2025T FAVÖK marjının ise yıllık 20bps artışla %8,5 seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Katalistler

Taşıt kredi faizlerinde yaşanacak düşüş, kapasite artışı, TL'nin diğer para birimlerine karşı değer kaybı, yurt içi ve ihracat pazarlarındaki güçlü talep

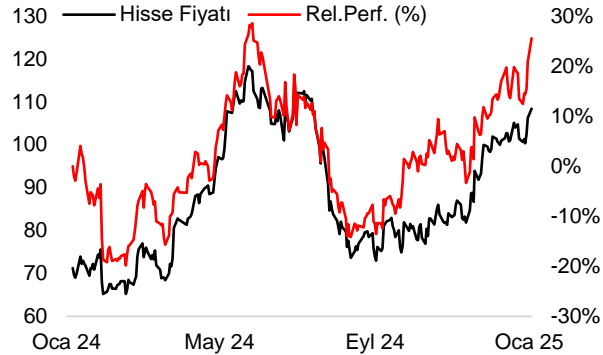
Riskler

Talebi olumsuz etkileyecek makroekonomik gelişmeler, Çinli otomobil markalarının ticari segmentinde ağırlığını agresif bir şekilde arttırması, yeni model geçişlerinde ortaya çıkacak olası üretim problemleri, elektrikli araçlara geçiş sürecinin yavaşlaması ve şarjlı araçlara istinaden altyapı yetersizlikleri, güçlü TL ve sıkı maliye politikası sebebiyle karlılığı baskılaması

Değerleme

Ford Otosan için hedef fiyatımız 1,477TL/hisse ve önerimiz ise "Endeks Üzeri Getiri" şeklindedir. 2025 tahminlerimize göre 6,7x F/K ve 5,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

ANSGR		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					108.40
Hedef Fiyat (TL)					213.80
Yükseliş Potansiyeli					97%
Piyasa Değeri (\$mn)					1,534
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					5.5
TL mn	2022	2023	2024T	2025T	
Net Kar	1,133	5,909	10,420	14,165	
% marj	117.2	421.5	76.3	35.9	
Özsermaye Karlılığı (%)	24.5	58.4	34.5	34.3	
Temettü (TLmn)	0	0	3,141	4,265	
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	30%	30%	
Temettü Verimi	0%	0%	6%	8%	
F/K (x)	47.8	9.2	5.2	3.8	
F/DD (x)	9.0	3.8	1.8	1.3	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Motor branşı, Anadolu Sigorta'nın sigortacılık performansının en önemli itici güçlerinden biridir. Kasko (Kasım'24 itibarıyla %13,1 pazar payı) marjları fiyat artışları ve azalan hasar frekansı sayesinde şimdiden toparlanırken, Zorunlu Trafik Sigortası (Kasım'24 itibarıyla %5,7 pazar payı) fiyatları Ocak ayında bireysel araçlarda %5 ve ticari araçlarda %10 artacaktır. 2025 yılı için asgari ücrete yapılan %30'luk zam da hem motor branşında hem de motor dışı branşlarda fiyatların yükselmesine yol açacaktır. Yüksek fiyatların orta vadede marjlar üzerindeki olumsuz baskıların çoğunu telafi etmesini ve karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Karın 2024T'deki 10,4 milyar TL'den 2025'te 14,2 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Üç yıllık (22-25T) bileşik hisse başı kar büyümesi %132 gibi yüksek bir seviyede bulunurken, Anadolu Sigorta için uzun vadeli (2024-30T) %43 sermaye getirisi öngörüyoruz.

Anadolu Sigorta'nın 9A24 itibarıyla 50 milyar TL civarında bir yatırım portföyü bulunmakta olup, vadeli mevduat, tahvil ve fonlar toplam portföyün yaklaşık %88'ini oluştururken, hisse senetleri portföyünün yaklaşık %12'sini oluşturmaktadır. Yatırım gelirlerinin 2025-26T karlılığın ana itici gücü olmasını bekliyoruz, çünkü yüksek getirili varlıklarla çeşitlendirilen portföyün getirisinin güçlü olacağını düşünüyoruz. Portföy büyüklüğünün 2024 yıl sonu itibarıyla 55 milyar TL'ye (yıllık +%68) ve 2025 yıl sonu itibarıyla 77 milyar TL'ye (yıllık +%42) ulaşmasını öngörüyoruz.

Katalistler

Motor branşında potansiyel olarak daha yüksek pazar payı kazanımları ve olası fiyat artışları.

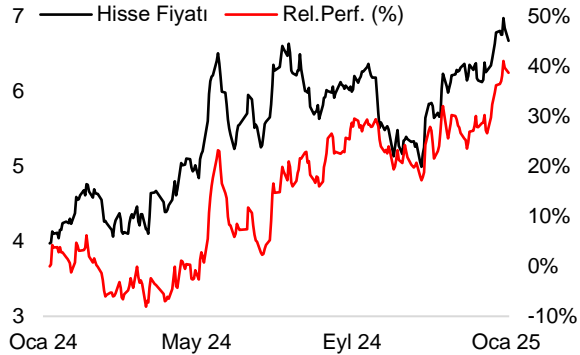
Riskler

Beklenenden daha düşük GSYH büyümesi, daha az tüketim, daha yavaş yatırım ve bankacılık faaliyetleri aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır. Anadolu Sigorta, özkaynak yöntemiyle konsolide ettiği Anadolu Hayat'ın (ANHYT) %20 hissesine sahiptir. ANHYT'nin piyasa değerindeki potansiyel artış, değerlememiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Değerleme

Anadolu Sigorta, %132'lik üç yıllık (22-25T) bileşik hisse başı kar büyümesi ve %34'lük 25T sermaye getirisi ile 3,8x 25T F/K ve 1,3x F/DD ile cazip bir şekilde işlem görmektedir. Hissenin en azından defter değerinin 2,8 katından işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Hisse senedi için %30 temettü ödeme oranı varsayımıyla 25T %8,1 temettü verimi hesaplıyoruz.

ALBRK	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	6.67			
Hedef Fiyat (TL)	10.79			
Yükseliş Potansiyeli	62%			
Piyasa Değeri (\$mn)	472			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	2.2			
<i>TL mn</i>	2022	2023	2024T	2025T
Net Kar	1,365	3,429	4,345	6,316
% marj	1,207.9	151.1	26.7	45.4
Özsermaye Karlılığı (%)	21.4	31.9	22.4	24.6
Temettü (TLmn)	0	0	435	632
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	10%	10%
Temettü Verimi	0%	0%	3%	4%
F/K (x)	12.2	4.9	3.8	2.6
F/DD (x)	2.1	1.2	0.9	0.6



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Albaraka'nın 2025 karlılığı, yüksek kredi getirileri ve karlı bireysel ve ticari kredilere yönelik seçici büyüme yönelimi ve güçlü TGA kapsamı ile iyi yönetilen varlık kalitesi sayesinde artan net faiz marjı ile desteklenmelidir. Albaraka, potansiyel riskler için 9A24 itibarıyla 5,2 milyar TL serbest karşılık tamponuna sahiptir ve bu rakam 2024 yıl sonuna kadar 5,7 milyar TL'ye ulaşacaktır. Albaraka'nın satış gelirleri, ortak girişim projelerinden elde edilen yeniden değerlendirme kazançlarından olumlu etkilenmektedir ve bize göre 2025 yılı için yaklaşık 1,5 milyar TL olarak gerçekleşebilir. Ticari hat, özel sermaye yatırımlarının yeniden değerlendirilmesi yoluyla da karı desteklemektedir. Tüm bunları yansıtarak, Albaraka'nın 2025 karının yıllık %45, 2024 karının ise yıllık %27 artacağını öngörüyoruz. Albaraka için uzun vadeli (2024-30T) %27 özkaynak karlılığı öngörüyoruz.

Albaraka'nın provizyon öncesi gelirleri, iyileşen komisyon üretimi, daha iyi maliyet ve varlık kalitesi yönetimi sayesinde önümüzdeki iki yıl boyunca ortalama %32 artacaktır. Aktif insan kaynakları yönetimi ile maliyetleri kontrol altına alma ve şube ağını kullanarak komisyonları artırma çabaları sayesinde net komisyonların 2024 yılında faaliyet giderlerinin %41'ini, 2025 yılında ise %49'unu karşılayacağını öngörüyoruz.

Katalistler

Ocak 2025 bankacılık verileri hisse için önemli bir katalizördür. Daha yüksek verimliliğin ve karlı büyümenin ileriye dönük sermaye getirisi artışıyla sonuçlanacağına inanıyoruz. 10 yıllık tahvil getirilerinde (risksiz faiz oranı) olası düşüş, daha iyi makro ortam ve katılım bankacılığını destekleyen düzenlemeler yukarı yönlü risk oluşturuyor.

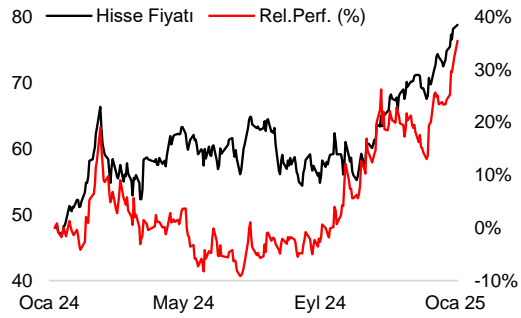
Riskler

Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani yükselişler ve TL'de hızlı değer kaybı değerlerimiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Değerleme

Albaraka 0,7x 25T F/DD ve 2,7x 25T F/K ile cazip bir şekilde işlem görürken, 25T sermaye getirisi %25 olarak gözükmektedir. Hissenin en az defter değerinde işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

ASELS		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		78.80			
Hedef Fiyat (TL)		110.00			
Yükseliş Potansiyeli		40%			
Piyasa Değeri (\$mn)		10,169			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		61			
Net Borç (TLmn)		29,788			
FD (TLmn)		390,502			
TL mn	2022	2023	2024T	2025T	
Net Satışlar	66,860	73,593	121,947	149,680	
% büyüme	-	10%	66%	23%	
VAFÖK	14,040	16,027	29,661	36,753	
% marj	21.0	21.8	24.3	24.6	
Net Kar	1,282	7,290	12,521	17,484	
% marj	1.9	9.9	10.3	11.7	
Özsermaye Karlılığı	2%	7%	10%	12%	
Temettü (TL - Brüt)	400	510	626	874	
Temettü Dağıtım Oranı	31%	7%	5%	5%	
Temettü Verimi	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	
F/K (x)	280.3	49.3	28.7	20.6	
FD/VAFÖK (x)	27.8	24.4	13.2	10.6	
PD/DD (x)	4.5	3.0	2.7	2.4	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Son dönemde hızla artan bakiye sipariş tutarı, geniş ürün yelpazesi, jeopolitik artan tansiyon ve küresel savunma sanayi harcamalarındaki yükseliş, savunma sanayindeki yerli ve millileşmeye istinaden verilen teşvikler ve artan ihracat gelirleri dolayısıyla marjların pozitif etkilenmesini beklediğimiz için Aselsan'ı beğenmeye devam ediyoruz.

Katalistler

9A24 döneminde 3,2mlrUSD tutarında yeni iş alınmasının ardından 3Ç24 sonunda toplamda 12,6mlrUSD ile rekor bakiye sipariş tutarına ulaşıldı. Bu dönemde imzalanan Güdüm Sistemleri, MİLGEM 9 – 12 Gemileri Savaş Sistemleri ve Faydalı Yüklerine ek olarak son dönemde yerli uçak olan KAAN, stratejik yüksek savunma sistemi olan Çelik Kubbe projesine yönelik olası yeni anlaşmalar bakiye sipariş tutarını destekleyecektir. 2025 yılında 5mlrUSD'lik yeni sipariş imzalamasını bekliyoruz. Amerika'daki seçimlerin sonuçlanmasının ardından yeni başkanın NATO'ya dahil ülkelerin savunma sanayi harcamalarının GSYH'sinin %2'sine ulaşmamasına istinaden sitemde bulunmuştu. Üye ülkelerin, savunma bütçelerini arttırması gündemde olup Aselsan için yeni sözleşme imzalanması muhtemeldir. İhracat sözleşmelerindeki karlılığın daha yüksek olması ilerleyen dönemde operasyonel marjlara olumlu katkı yapabilir. Borçlulukta azalma olması beklenirken 2024 yıl sonundaki finansal sonuçlarda Net borç/ FAVÖK rasyosunun 1.0x'ın hafif altında olacağını tahmin ediyoruz.

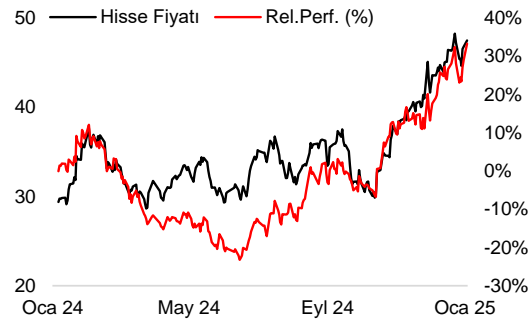
Riskler

Tahsilat tarafında yaşanılacak aksaklıklardan dolayı yüksek işletme sermayesi ihtiyacı, yeni ihale kazanımında yavaşlama ve güçlü TL

Değerleme

ASELS için hedef fiyatımızı 110,00TL/hisse (önceki: 62,45TL) olarak güncellerken ve önerimiz ise "Endeks Üzeri Getiri" şeklindedir. 2025T'ye göre 20,6x F/K ve 10,6x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

CİMSA		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		47.50			
Hedef Fiyat (TL)		68.00			
Yükseliş Potansiyeli		43%			
Piyasa Değeri (\$mn)		1,271			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		15			
Net Borç (TLmn)		3,150			
FD (TLmn)		54,838			
TL mn	2022	2023	2024T	2025T	
Net Satışlar	20,820	20,505	26,048	34,384	
% büyüme	-	-2%	27%	32%	
VAFÖK	2,133	4,972	4,689	6,736	
% marj	10.2	24.2	18.0	19.6	
Net Kar	4,077	3,384	4,734	6,456	
% marj	19.6	16.5	18.2	18.8	
Özsermaye Karlılığı	44%	16%	16%	18%	
Temettü (TL - Brüt)	400	1,000	1,399	1,908	
Temettü Dağıtım Oranı	10%	30%	30%	30%	
Temettü Verimi	0.9%	2.2%	3.1%	4.2%	
F/K (x)	11.0	13.3	9.5	7.0	
FD/VAFÖK (x)	25.7	11.0	11.7	8.1	
PD/DD (x)	2.8	1.8	1.5	1.2	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Çimsa 1.7mn ton beyaz çimento kapasitesi ile dünyanın en büyük 2. üreticisi ve 130bin ton kapasite ile CAC pazarının en büyük 3. üreticisi konumundadır. Şirket ayrıca 3Ç24'te Mannok'un satın alınmasıyla gri çimento kapasitesini 4,8mn tona çıkarmıştır. Ayrıca şirketin ABD'de 300bin tonluk beyaz çimento fabrikası, 4Ç25'te faaliyete geçmesi beklenen 700bin tonluk gri çimento öğütme tesisi ve satışlarını kolaylaştırmak için çeşitli ülkelerde limanları bulunmaktadır.

Mannok'un satın alınmasının Çimsa'nın sonuçlarına en az 3 çeyrek boyunca inorganik bir büyüme yaratmasını bekliyoruz. Mannok 3Ç24 ve 3Ç23 arasında 258mnEUR net satış ve 57mnEUR FAVÖK açıklamıştır. Ayrıca bu satın alma, Çimsa'nın hem beyaz hem de gri çimentoyu İngiltere pazarına dağıtmak için İrlanda'daki limanı kullanacak olması nedeniyle stratejik bir katkı sağlayacaktır.

Şirket, yenilenebilir enerji yatırımlarına ve alternatif yakıtların kullanımına öncelik vermektedir. Çimsa, gelecekteki yatırımları ile 2030 yılında hem yenilenebilir enerji hem de alternatif yakıt payını %40'a çıkarmayı hedeflemektedir. Mannok satın alımı da şirketin %55'lik alternatif yakıt kullanım oranına sahip olmasıyla bu hedefe paralel yatırımlardan biridir. Bu yatırımlarla beraber Türkiye'de önümüzdeki yıllarda hayata geçmesi beklenen karbon vergisi uygulamasında Çimsa'nın avantajlı bir konumda olacağına inanıyoruz.

Katalistler

Yurtdışında satın almalar ile gerçekleşen kapasite artışlarının yaratacağı inorganik büyüme, düşük ve istikrarlı enerji fiyatları, yenilenebilir enerji ve alternatif enerji yatırımlarının mevcut enerji ihtiyacının bir kısmını karşılaması ve olası bir karbon vergilendirmesi açısından avantaj sağlaması ve Suriye'nin yeniden inşasındaki çimento ve beton talebi için konum avantajı

Riskler

Kahramanmaraş deprem bölgesinde devam eden fiyat baskısı, yabancı rakiplerin rekabetçi fiyatları, elektrik ve petrokok fiyatlarında yapılabilecek düzeltmeler, hammadde fiyatlarındaki artış ve yurtdışı yatırımlardaki beklenmeyen maliyetler

Değerleme

CİMSA için 68,00 TL/hisse olan hedef fiyatımız hisse için %43 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Hisse için "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemiz bulunmaktadır. CİMSA, 2025 tahminlerimize göre 8,1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

BIST-100 hedefimiz olan 14.541 olup %49 gibi büyük bir yukarı potansiyele karşılık geliyor... İNA modellerimizde kullandığımız makroekonomik varsayımlarımızdaki değişikliklere bağlı olarak takibimizdeki şirketlerin tahmin ve hedef fiyatlarında revizyonlar yaptık. Finans ve sanayi şirketlerinin sırasıyla %40 ve %50 hisse başı kazanç büyümesi kaydetmesini beklediğimiz 2025 yılında, takibimizdeki tüm şirketler için ortalama %45 hisse başına kar büyümesi öngörüyoruz. Risksiz faiz oranı varsayımımızı değiştirmeyerek %21'de bıraktık. Değerleme güncellemelerimiz 12 aylık BIST100 hedefini 14.541 olarak gösteriyor ve bu da mevcut seviyelerden %49 yukarı yönlü potansiyel anlamına geliyor. Bu raporla birlikte **ASELS** ve **PGSUS** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz. Öte yandan, **SELEC** ve **TRGYO** için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz.

Hisse	Kapanış		Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P.	Satışlar ('24T)			Satışlar ('25T)			FD/FAVÖK ('24T)			F/K ('25T)		
	(TL)	Eski	Yeni	Eski	Yeni	%		FAVÖK ('24T)	Net Kar ('24T)	Satışlar ('25T)	FAVÖK ('25T)	Net Kar ('25T)	FD/FAVÖK ('24T)	F/K ('24T)	FD/FAVÖK ('25T)	F/K ('25T)			
AKBNK	62.80	EP	EP	68.12	85.09	35%			45,091						7.2			4.9	
ALBRK	6.67	EÜ	EÜ	8.63	10.79	62%			4,345						3.8			2.6	
GARAN	127.40	EP	EP	150.30	171.40	35%			96,413						5.5			4.4	
ISCTR	14.14	EÜ	EÜ	18.03	20.55	45%			44,103						8.0			5.4	
YKBNK	29.86	EÜ	EÜ	38.65	46.78	57%			29,618						8.5			5.5	
AGESA	140.10	EÜ	EÜ	153.00	196.00	40%			2,633						9.6			6.6	
ANSGR	108.40	EÜ	EÜ	213.80	213.80	97%			10,420						5.2			3.8	
TURSG	16.25	EÜ	EÜ	19.00	23.00	42%			12,874						6.3			5.2	
AKCNS	181.90	EP	EP	195.00	222.80	22%	20,434	4,086	1,905	25,070	4,992	2,346	8.4	18.3	6.9			14.8	
ARCLK	131.90	EP	EP	175.00	180.00	36%	429,783	22,349	-7,822	532,744	34,628	2,770	9.0	n.m.	5.8			32.2	
ASELS	78.80	EP	EÜ	62.45	110.00	40%	121,947	29,661	12,521	149,680	36,753	17,484	13.2	28.7	10.6			20.6	
BIMAS*	524.00	EÜ	EÜ	714.00	798.00	52%	481,126	36,307	21,870	727,407	56,242	33,125	9.2	14.5	5.9			9.6	
CCOLA*	55.40	EÜ	EÜ	90.00	90.00	62%	131,810	26,676	11,141	172,903	33,089	13,952	6.7	13.9	5.4			11.1	
CIMSA	47.50	EÜ	EÜ	50.50	68.00	43%	26,048	4,689	4,734	34,384	6,736	6,456	11.7	9.5	8.1			7.0	
DOAS	193.80	EP	EP	405.00	260.53	34%	197,622	17,898	9,017	202,431	20,787	8,763	3.0	4.7	2.6			4.9	
EUREN	4.57	EÜ	EÜ	8.06	8.06	76%	5,179	917	946	9,944	2,428	2,316	10.8	10.1	4.1			4.1	
FROTO	914.00	EÜ	EÜ	1477.00	1477.00	62%	616,919	46,443	34,339	852,436	72,442	48,106	9.0	9.3	5.8			6.7	

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veri Tabanı, 13/01/2025 Kapanış, * Enflasyon muhasebesi hariç

Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

Hisse	Kapanış	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P.	Satışlar ('24T)	FAVÖK ('24T)	Net Kar ('24T)	Satışlar ('25T)	FAVÖK ('25T)	Net Kar ('25T)	FD/FAVÖK ('24T)	F/K ('24T)	FD/FAVÖK ('25T)	F/K ('25T)
	(TL)	Eski	Yeni	Eski	Yeni	%										
KCHOL	177.20	EÜ	EÜ	342.30	321.80	82%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KOZAL	22.12	EP	EP	22.00	26.00	18%	10,682	3,205	1,602	13,020	5,208	2,604	18.5	44.2	11.4	27.2
MAVI*	74.55	EÜ	EÜ	140.00	120.00	61%	32,746	7,288	4,092	45,015	9,744	5,468	3.8	7.2	2.8	5.4
MGROS*	533.50	EÜ	EÜ	730.00	770.00	44%	259,244	23,366	7,025	384,939	29,929	8,702	3.9	13.7	3.1	11.1
MPARK	392.75	EP	EP	400.00	535.00	36%	39,565	9,790	5,437	49,081	13,113	5,811	8.1	13.8	6.1	12.9
OTKAR	429.25	EP	EP	700.00	614.00	43%	28,546	209	-841	55,484	396	-1,588	331.4	n.m.	174.9	n.m.
PGSUS*	210.30	EP	EÜ	291.00	320.00	52%	111,084	30,243	10,193	152,992	39,926	13,137	6.8	10.3	5.2	8.0
SAHOL	97.05	EÜ	EÜ	132.90	160.30	65%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
SISE	39.32	EP	EP	70.00	53.00	35%	189,822	12,908	7,593	242,909	21,862	12,145	17.4	15.9	10.3	9.9
TAVHL*	273.50	EP	EP	300.00	360.00	32%	55,542	17,568	6,388	76,400	24,582	9,259	9.1	15.6	6.5	10.7
TOASO	212.90	EP	EP	350.00	295.00	39%	132,178	10,178	6,501	284,309	19,902	11,177	10.3	16.4	5.3	9.5
TRGYO	58.80	EÜ	EP	75.66	75.66	29%	7,201	3,456	350	10,348	7,738	14,352	15.0	168.0	6.7	4.1
TCELL	94.65	EÜ	EÜ	135.00	140.00	48%	167,583	69,069	25,698	224,347	91,933	19,274	3.3	8.1	2.5	10.8
THYAO*	289.75	EÜ	EÜ	458.00	458.00	58%	759,627	152,862	104,000	996,716	187,053	160,000	4.5	3.8	3.6	2.5
TTKOM	45.06	EP	EP	61.70	63.50	41%	156,744	55,973	6,775	213,897	81,843	15,744	3.8	23.3	2.6	10.0
TTRAK	687.00	EP	EP	1085.00	872.00	27%	67,902	11,467	6,799	86,541	14,614	9,409	6.2	10.1	4.8	7.3

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veri Tabanı, 13/01/2025 Kapanış, * Enflasyon muhasebesi hariç

Temettü Beklentileri

OYAK YATIRIM

Kod	Şirket Adı	NET KAR (TLmn)						Temettü (TLmn)						DAĞITIM ORANI (%)						PİYASA DEĞERİ (TLmn)	TEMETTÜ VERİMİ 2024E	HİSSE BAŞI TEMETTÜ	
		2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T			2024E - (TL)	2025E - (TL)
DOAS	Doğuş Otomotiv	1,037	2,332	15,613	26,659	9,017	8,763	0	600	1,250	4,150	4,508	4,381	0%	26%	8%	16%	50%	50%	42,636	10.6%	20.49	19.92
ANSGR	Anadolu Sigorta	461	522	1,133	5,909	10,420	14,165	135	160	0	0	3,141	4,265	29%	31%	0%	0%	30%	30%	54,200	5.8%	6.28	8.53
FROTO	Ford Otosan	4,195	8,801	27,730	66,647	34,339	48,106	1,095	3,576	6,562	15,444	17,547	24,582	26%	41%	24%	23%	51%	51%	320,732	5.5%	50.00	70.05
TTRAK	Türk Traktör	776	1,322	4,310	12,692	6,799	9,409	100	850	1,200	2,100	3,399	4,704	13%	64%	28%	17%	50%	50%	68,746	4.9%	33.97	47.01
TCELL	Turkcell	4,237	5,031	6,880	17,056	25,698	19,274	812	2,586	1,258	2,260	10,279	8,673	19%	51%	18%	13%	40%	45%	208,230	4.9%	4.67	3.94
MAVI*	Mavi Giyim	5	400	1,439	2,887	4,092	5,468	0	30	120	429	1,228	1,640	0%	8%	8%	15%	30%	30%	29,615	4.1%	3.09	4.13
BIMAS*	Bim	2,607	2,932	8,157	12,283	21,870	33,125	1,518	2,429	1,822	3,036	10,935	16,562	58%	83%	22%	25%	50%	50%	318,173	3.4%	18.01	27.28
TURSG	Türkiye Sigorta	1,153	1,058	941	6,155	12,874	15,688	0	493	530	156	2,575	3,060	0%	47%	56%	3%	20%	20%	81,250	3.2%	0.52	0.61
CIMSA	Çimsa	176	1,017	4,077	3,384	4,734	6,456	0	0	200	400	1,399	1,908	0%	0%	5%	12%	30%	30%	44,916	3.1%	1.48	2.02
ALBRK	Albaraka Turk	255	104	1,365	3,429	4,345	6,316	0	0	0	0	435	632	0%	0%	0%	0%	10%	10%	16,675	2.6%	0.17	0.25
AGESA	Agesa	291	448	834	1,374	2,633	3,804	160	160	0	150	527	951	55%	36%	0%	11%	20%	25%	25,218	2.1%	2.93	5.28
AKCNS	Akçansa	115	304	1,935	3,222	1,905	2,346	46	105	92	250	680	837	40%	35%	5%	8%	36%	36%	34,824	2.0%	3.55	4.37
MGROS*	Migros	-403	359	2,570	5,954	7,025	8,702	0	0	0	472	1,756	2,176	0%	0%	0%	8%	25%	25%	96,592	1.8%	9.70	12.02
GARAN	Garanti Bank	6,238	13,601	58,509	87,332	96,413	122,858	0	624	1,307	8,776	9,641	12,286	0%	5%	2%	10%	10%	10%	535,080	1.8%	2.30	2.93
CCOLA*	Coca-Cola İçecek	1,233	2,271	4,331	8,306	11,141	13,952	450	501	600	750	2,785	3,488	37%	22%	14%	9%	25%	25%	155,014	1.8%	1.00	1.25
AKBNK	Akbank	6,267	12,126	60,024	66,479	45,091	66,373	0	626	1,212	8,996	4,509	6,637	0%	5%	2%	14%	10%	10%	326,560	1.4%	0.87	1.28
YKBNK	Yapı Kredi Bank	5,080	10,490	52,745	68,009	29,618	45,699	0	500	1,000	7,911	2,962	4,570	0%	5%	2%	12%	10%	10%	252,229	1.2%	0.35	0.54
TOASO	Tofaş Otomobil Fab.	1,784	3,281	9,374	20,492	6,501	11,177	1,200	1,500	3,200	3,000	650	1,118	67%	46%	34%	15%	10%	10%	106,450	0.6%	1.30	2.24
SISE	Şişecam	2,138	9,040	22,739	23,261	7,593	12,145	320	500	1,250	2,100	456	729	15%	6%	5%	9%	6%	6%	120,446	0.4%	0.15	0.24
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	294	5,746	16,883	18,097	350	14,352	0	0	0	200	175	7,176	0%	0%	0%	1%	50%	50%	58,800	0.3%	0.18	7.18
ASELS	Aselsan	4,449	7,131	1,282	7,290	12,521	17,484	335	400	460	400	626	874	8%	6%	36%	5%	5%	5%	359,328	0.2%	0.14	0.19
ARCLK	Arçelik	2,848	3,065	6,285	10,417	-7,822	2,770	0	1,500	1,500	1,800	0	0	0%	49%	24%	17%	0%	0%	89,129	0.0%	0.00	0.00
EUREN	Europen Endüstri İnşaat	51	115	557	864	946	2,316	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	9,597	0.0%	0.00	0.00
KOZAL	Koza Altın	1,810	3,004	-3,305	552	1,602	2,604	0	0	2,676	1,281	0	0	0%	0%	-81%	232%	0%	0%	70,839	0.0%	0.00	0.00
MPARK	MLP Sağlık Hizmetleri	65	290	4,742	5,856	5,437	5,811	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	75,020	0.0%	0.00	0.00
OTKAR	Otokar	618	1,042	2,018	2,674	-841	-1,588	200	400	500	0	0	0	32%	38%	25%	0%	0%	0%	51,510	0.0%	0.00	0.00
PGSUS*	Pegasus	-1,965	-1,972	7,100	20,908	10,193	13,137	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	105,150	0.0%	0.00	0.00
TAVHL*	Tav Airports	-2,283	468	1,899	7,530	6,388	9,259	392	0	0	0	0	0	-17%	0%	0%	0%	0%	0%	99,357	0.0%	0.00	0.00
THYAO*	Turkish Airlines	-5,588	8,213	47,429	163,003	104,000	160,000	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	399,855	0.0%	0.00	0.00
TTKOM	Türk Telekom	3,178	5,761	6,910	22,310	6,775	15,744	602	1,873	4,955	0	0	0	19%	33%	72%	0%	0%	0%	157,710	0.0%	0.00	0.00
KCHOL	Koç Holding	9,273	15,193	72,662	54,425	n.a.	n.a.	531	1,484	2,334	4,395	n.a.	n.a.	6%	10%	3%	8%	n.a.	n.a.	449,361	n.a.	n.a.	n.a.
SAHOL	Sabancı Holding	4,768	12,032	39,421	6,343	n.a.	n.a.	673	714	1,530	3,571	n.a.	n.a.	14%	6%	4%	56%	n.a.	n.a.	203,841	n.a.	n.a.	n.a.

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veri Tabanı, şirketler 13/01/2025 tarihli kapanışı itibariyle 2024T temettü dağıtım oranına göre sıralanmıştır, * Enflasyon muhasebesi hariç

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisseler için ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisseler için ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisseler için öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştiremeyebilir.

Uyarı Metni

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

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.