

Aylık Strateji

Aralık 2024

Araştırma Bölümü
+90 (212) 334 33 33
arastirma@sekeryatirim.com

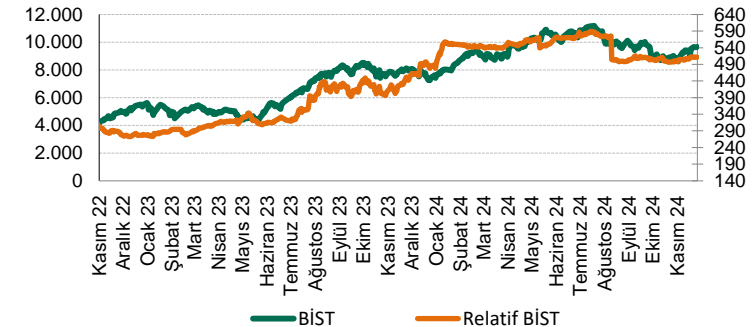
Eski ABD başkanı Trump güçlü bir şekilde geri döndü...

- 2021 yılında yapılan seçimi kaybeden Donald Trump, 5 Kasım 2024 seçimlerinde beklentilerin üzerinde oy alarak yeniden başkan seçilirken, Cumhuriyetçi Parti hem Senato'da hem de Temsilciler Meclisi'nde çoğunluğu elde etti. Yeni Başkan Trump'ın göreve gelmesi ile seçim kampanyasında verdiği sözler doğrultusunda yeni gümrük tarifeleri ile başta Çin olmak üzere ithalat fiyatlarını artırması, ABD'de enflasyon ile mücadele eden Fed'in işini zorlaştırması beklenmektedir. Eylül ayındaki 50 baz puanlık indirimin ardından Kasım ayında 25 baz puan ile indirimlere devam eden Fed'in gelecek verilere bağlı olarak Aralık ayında 25 baz puanlık indirim yapsa da 20 Ocak'ta yeni Başkan'ın göre başlaması ve politikalarını uygulamaya alması ile faiz indirimlerinde yavaşlayacağı beklentisi kuvvetlenmektedir. ABD'den daha zayıf makro verilere sahip Euro bölgesinde ise ECB'nin daha sık adımlar ile faiz indirimlerine devam etmesi beklenmektedir.
- Yurt içinde ise TCMB yılın son enflasyon raporunda 2024-2025-2026 yıl sonu enflasyon tahminlerini sırasıyla %44, %21 ve %12 seviyesine (öncekiler sırasıyla %38, %14 ve %9) yükseltirken tahminlerdeki sapmanın para politikasının etki alanında olmayan kelemlerden kaynaklandığı ifade edilmiştir. TCMB Kasım ayı toplantısında politika faizini beklentilere paralel %50 seviyesinde sabit tutarken toplantı metninde güvercin tona geçilerek talep ve maliyet enflasyonunda para politikası ile uyumlu hedeflere ulaşıldığı belirtilmiş ve Kasım ayı enflasyonunda bir sürpriz yaşanmaz ise faiz indirimlerine başlanabileceğinin sinyalini verilmiştir.
- Aralık ayında Global piyasaların yeni ABD Başkanı Trump'ın tarifeler ve kabine adaylarına yönelik yapacağı açıklamalar, makroekonomik veriler ve merkez bankalarının toplantılarıyla yön bulmaya devam etmesini bekliyoruz. Parasal gevşeme ile beraber resesyona girmeden yumuşak inişin gerçekleşeceğine ilişkin beklentileri fiyatlayan Global piyasalarda, makro verilerin bu temayı desteklemesi, risk alma iştahının gücünü koruması açısından önemli olmaya devam edecektir. Ayrıca, Ukrayna'nın Rusya'ya yaptığı uzun menzilli füze saldırıları ile artan gerginliğin ne şekilde evrileceği ve Ortadoğu'da devam eden gerginliğe yönelik gelişmeler de kış aylarına girilirken enerji fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk unsuru oluşturması nedeniyle piyasalar üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir.
- Aralık ayında, yurt içinde 3 Aralık'ta açıklanacak Kasım ayı enflasyon verisi ve diğer makro veriler, TCMB'nin Aralık ayında faiz indirimlerine başlayabilmesi ve piyasaların yönü açısından yakından takip edilecektir. Rasyonel politikalara geçişle birlikte dengelenme süreci devam eden makro verilerde enflasyondaki düşüş ve merkez bankasının faiz indirimlerine başlamasıyla reel sektör üzerinde oluşan baskının ne şekilde yönetileceği de piyasalar tarafından yakından takip edilecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	9.652	8,89%	29,2%
BIST - 100, USD	279	7,6%	10,0%
MSCI Turkey	300.068	7,2%	14,6%
MSCI EMEA	203	-1,8%	0,3%
MSCI EM	1.079	-3,7%	5,4%
Gösterge Tahvil	40,80%	-215bps	112bps
USD/TL	34,5794	1,17%	17,46%
EUR/TL	36,5473	-1,55%	12,20%
F/K			
BIST - 100	7,4		
Bankacılık	7,3		
Sanayi	11,0		
Demir&Çelik	10,8		
GYO	4,0		
Telekom	8,6		
2024T F/K	7,8		

*Kapanış 29 Kasım 2024

BIST & Portföy



TCMB Aralık ayında faiz indirimine kapıyı aradı...

- Kasım ayında 8.550 seviyelerinde dip yapma çabasını sürdüren Borsa İstanbul'da, 5 Kasım'da Donald Trump'ın yeniden ABD Başkanı seçilmesi ve 6 Kasım'da TCMB'nin yapmış olduğu yılın VI. Enflasyon sunumunda, bir sonraki toplantıda faiz indirimlerine başlayabileceğinin sinyalinin verilmesi ile bankacılık sektörü öncülüğünde başlayan tepki yükselişinin artan işlem hacminin desteğiyle genele yayılması sonrasında BIST 100 Endeksi ayı %8,89 yükseliş ile 9.652 puandan tamamladı. Sınai endeks ayı %5,69 artışla tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %17,12 yükselişle pozitif ayrıştı.
- Beklentilerin üzerinde gelen Ekim enflasyonu sonrasında 2025'e ötelenen faiz indirimi beklentilerinin, TCMB'nin 21 Kasım toplantısında karar metninde sergilediği güvercin tutum ile Aralık ayına çekilmesi, Ocak 2024 tarihindeki seviyelerine geri çekilen BIST'de tepki alımlarını beraberinde getirmiştir. Global piyasalarda devam eden parasal gevşeme süreci ile birlikte jeopolitik risklerde bir artış olmaması durumunda 2025 yılında faiz indirim sürecinde olacak Türkiye'de son düşüşle birlikte getiri potansiyeli artan BIST'e ilginin artarak devam edeceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede orta-uzun vadeli perspektifte yabancı girişinin artacağı beklentisinin de desteği ile olası geri çekilmelerde kademeli alımın uygun olacağı görüşümüzü sürdürüyoruz.
- Global piyasalarda büyük merkez bankalarının faiz indirim sürecine girmiş olmaları ile artan risk alma iştahı dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere artması beklenen para akışının ve kredi derecelendirme kuruluşlarından gelecek pozitif not değerlendirmelerinin de bu momentumla katkı sağlamasını bekliyoruz.
- Bu değerlendirmeler ışığında BIST 100 Endeksi için 12 aylık 13.000 puan olan hedefimizi ve hedef değerimizin cari endekse göre %35 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey endeksi 2024T 12.69x ve 1.69x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 52% ve 31% iskontolu işlem görmektedir.
- Bu ay model portföyümüzde değişikliğe gitmiyoruz.

Piyasa Riskleri

- Yeni Başkan Trump'ın küresel ticareti ve büyümeyi etkileyecek şekilde gümrük tarifelerinde agresif bir tutum sergilemesi,
- Yurt içinde uygulanan dezenflasyon sağlayıcı politikalara rağmen enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi,
- Yumuşak iniş beklentilerine rağmen özellikle major ekonomilerde resesyon riskinin belirgin hale gelmesi ve faiz indirimlerinin hızlanarak oynaklığın artması,
- Başta İsrail-Filistin-İran ve Rusya-Ukrayna olmak üzere jeopolitik risklerin yükselmesi,

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	60,85	70,14	15,3%	20,3%	10,4%
BIMAS.TI	473,50	743,00	56,9%	1,5%	-6,8%
ISCTR.TI	13,63	17,65	29,5%	15,9%	6,4%
MGROS.TI	483,25	685,00	41,7%	19,6%	9,8%
SAHOL.TI	90,50	146,55	61,9%	8,7%	-0,2%
SISE.TI	40,56	68,30	68,4%	3,6%	-4,8%
TAVHL.TI	274,25	355,00	29,4%	19,1%	9,4%
TCELL.TI	90,55	145,20	60,4%	6,8%	-1,9%
THYAO.TI	285,00	475,40	66,8%	4,6%	-4,0%
Ortalama				11,1%	2,0%

*Kapanış 29 Kasım 2024

Eklene

-

Çıkan

-

Değişmeyen

AKBNK

BIMAS

ISCTR

MGROS

SAHOL

SISE

TAVHL

TCELL

THYAO

Favori Sektörler

Bankacılık
Perakende
Turizm
Havacılık
Telekom
İnşaat
Çimento
Cam

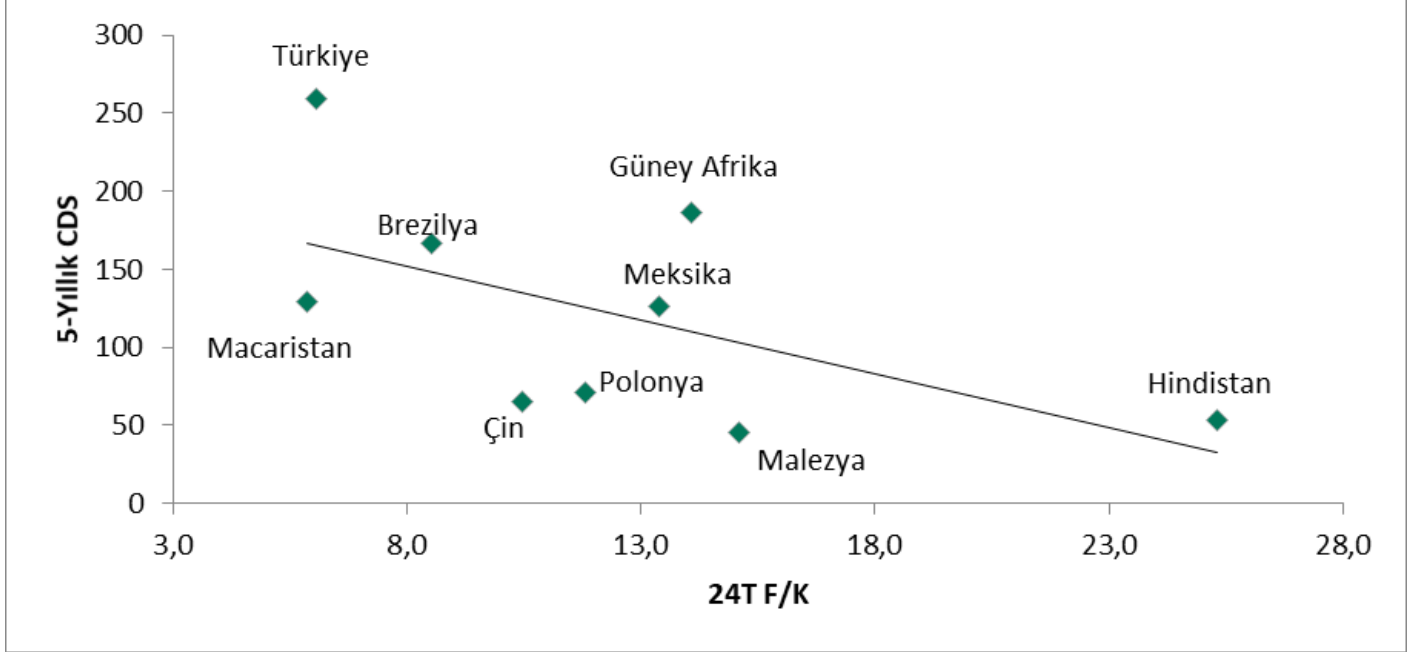
Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %7,0 yükseliş göstererek MSCI Gelişen Pazarlar endeksinin %2,1 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	7,2%	-5,1%	7,0%	14,6%
MSCI Gelişen Pazarlar	-3,7%	-1,9%	9,3%	5,4%
MSCI EMEA	-1,8%	-3,2%	5,6%	0,3%
MSCI Doğu Avrupa	-0,6%	-9,8%	0,8%	-5,5%
MSCI Dünya	4,5%	4,1%	26,0%	20,2%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	-10,1%	3,3%	2,1%	-8,0%
MSCI EMEA	-8,4%	2,0%	-1,3%	-12,4%
MSCI Doğu Avrupa	-7,3%	-5,0%	-5,8%	-17,5%
MSCI Dünya	-2,5%	9,6%	17,7%	5,0%

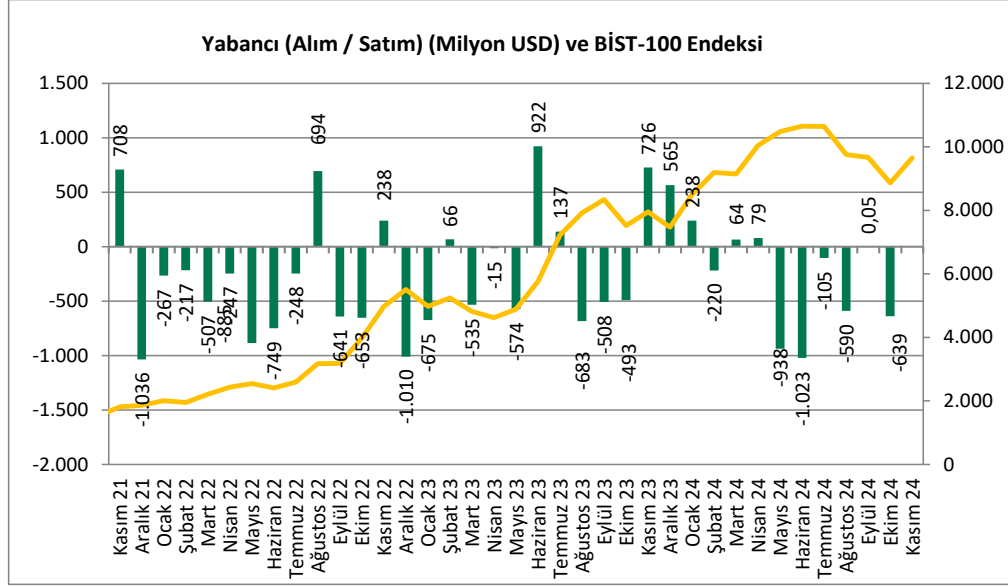
29 Kasım 2024 itibariyle

Benzer Ülkelerin 5 Yıllık CDS'leri ve 2024T F/K Oranları...

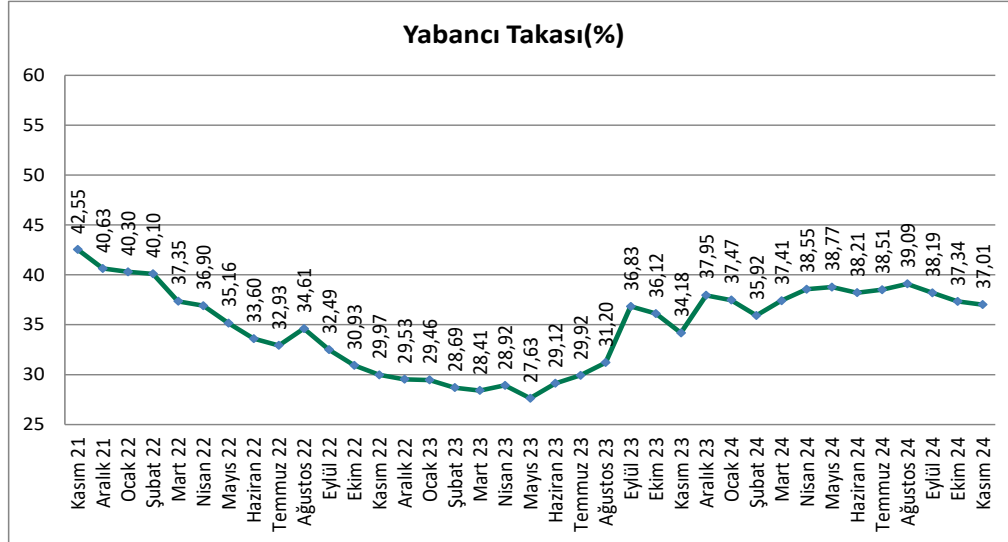


29 Kasım 2024 itibariyle

Yabancı payı...

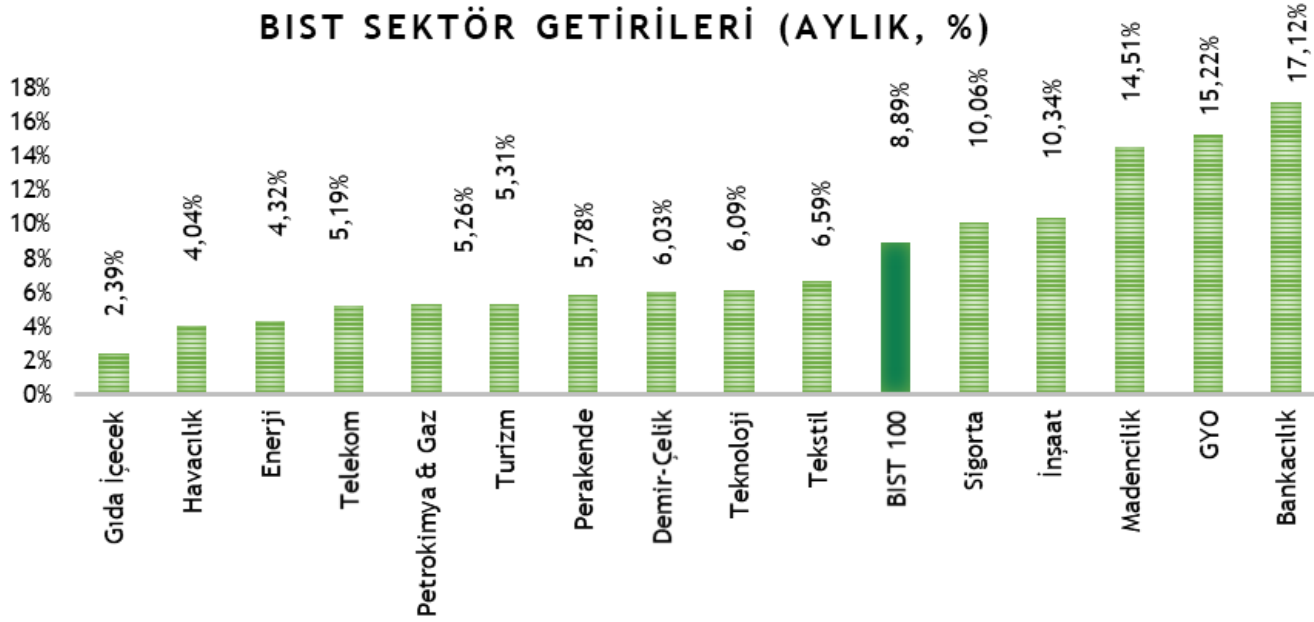


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2024 Kasım ayında toplamda 639 milyon dolar net satış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2024 Kasım ayında %37,01 seviyesinde gerçekleşti.

Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da Kasım 2024 itibariyle en çok yükseliş kaydeden sektör aylık %17,12 artışla Bankacılık sektörü olmuştur.

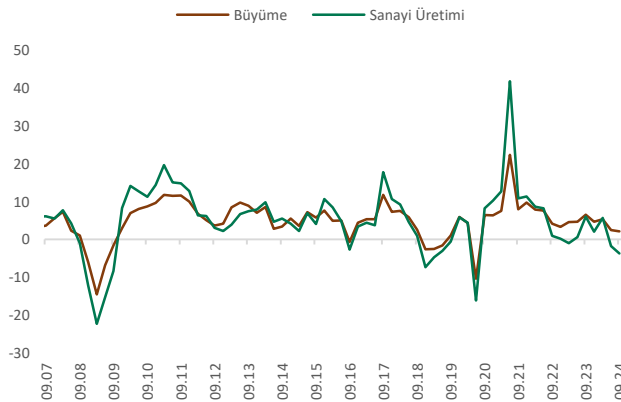
Makroekonomik Görünüm

Büyüme/2024 – 3.Çeyrek

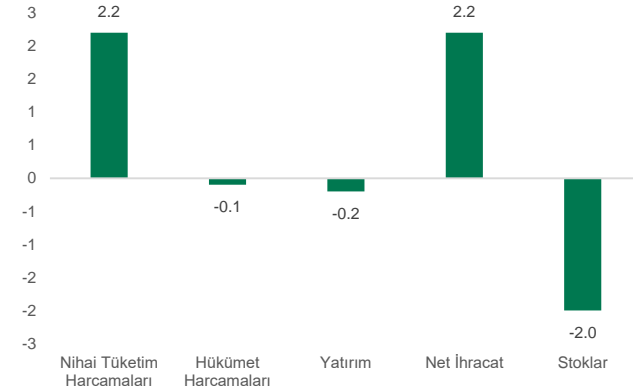
Türkiye ekonomisi yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %2.1 büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre %0.2 azaldı. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, 2024 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %1.9 arttı. 2024 yılının üçüncü çeyreğinde cari fiyatlarla bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %53.3 artarak 11 trilyon 893 milyar 252 milyon TL oldu. GSYH'nin üçüncü çeyrek değeri cari fiyatlarla ABD doları bazında 357 milyar 989 milyon olarak gerçekleşti. İşgücü ödemeleri, 2024 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %76.3 arttı. Net işletme artışı/karma gelir %45.7 arttı. İşgücü ödemelerinin cari fiyatlarla Gayrisafi Katma Değer içerisindeki payı geçen yılın üçüncü çeyreğinde %31.9 iken, bu oran 2024 yılında %36.4 oldu. Net işletme artışı/karma gelirin payı ise %47.8 iken %45.1 oldu

Sıkı para politikasının gecikmeli etkileri özellikle üretim göstergeleri üzerinde belirgin şekilde hissediliyor. İkinci çeyrek büyüme rakamlarında aşağı yönlü revizyona gidilmesi de gerçekleştirmelerin tahminlerin ötesinde olduğunu gösteriyor. Son iki çeyrekte üst üste daralan ekonomi teknik olarak resesyona girmiş durumda. Yıllıklandırılmış büyümenin 2025 ilk yarısında sifıra yakınsayacağını tahmin ediyoruz. Büyüme tablosunu daha da kötüleştiren durum ise yavaşlayan büyümeye rağmen çok daha katı seyreden fiyat dinamikleri. Sıkı para politikası üretim ve büyümeyi yavaşlatırken, enflasyonu aynı oranda aşağı çekme konusunda başarısız diyebiliriz. Burada atalet ve beklentiler kanalının önemini görüyoruz. Özellikle son dönemde on yıllık ortalamasının oldukça üzerine çıkan enflasyon görünümü, hem tüketim hem de yatırım kararlarında aşağı yönlü hareketleri sınırlıyor. Önceki para politikası kararları ve tahminlerinde de öngörüldüğü gibi çıktı açığı Haziran'daki -0.79 verisinin ardından Eylül'de de -2.3 ile negatif bölgede kalmaya devam etmiştir. Buradan talep yönlü enflasyonun belirgin şekilde geri çekildiğini söyleyebiliriz. Özellikle net ihracat görünümündeki belirgin iyileşme de para politikasındaki sıkılığın bir sonucudur. İthal talebi kredi politikasıyla kısımlarken, ihracat pazar farklılaşmasıyla toparlanmaya devam ediyor. Büyümenin sağlıklı, sürdürülebilir ve refah yaratıcı etkisini görebilmek için özellikle yatırım tarafında iyileşme gerekiyor. Makine-teçhizat yatırımlarındaki yavaşlama devam ederken, büyümenin istihdam etkisi de sınırlı kalıyor.

Büyüme ve Sanayi Üretimi (yıllık % değişim)



Büyüme Kaynakları

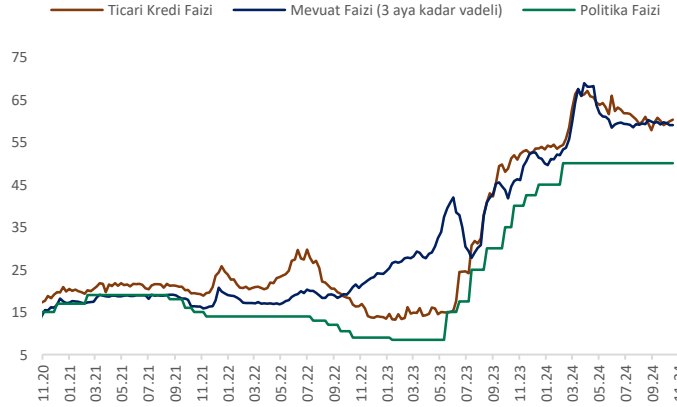


Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı/Kasım

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini beklentilere paralel %50 seviyesinde sabit tuttu. Karar metninin genelinde güvercin bir tonlama tercih edilmiştir. Talep enflasyonunun istenilen seviyelere gerilediği açık şekilde vurgulanmıştır. Öte yandan son çeyreğe ötelenen hizmet enflasyonundaki iyileşmenin de cari durumda belirginleştiği ifade edilmiştir. Mal enflasyonundaki düşük seyir devam ederken, işlenmemiş gıdada arz koşullarına bağlı olarak yüksek seyir devam etmektedir. Enflasyon beklentileri iyileşmekle birlikte, risk unsuru olmaya devam etmektedir. Politika metnindeki en kritik bölümlerden birinin, maliye politikası ile eşgüdümün önemine ilişkin yapılan vurgu olduğunu düşünüyoruz. TCMB burada üstü kapalı şekilde para politikası kontrol alanındaki değişkenlerin istenilen düzeye geldiğini, enflasyonla mücadelenin bundan sonraki kısmında maliye politikasına daha büyük görevler düştüğünü ima etmiştir. Enflasyon görünümünde bozulma olması durumunda, parasal sıkılaştırma yerine para politikası araçlarının etkili şekilde kullanılacağı tekrar vurgulanmıştır. Metne eklenen önemli kısımlardan biri de para politikasındaki sıkılığın hem enflasyon gerçekleşmesi hem de beklentileri dikkate alınarak ayarlanacağı hususudur. Burada faiz indiriminin bir diğer sinyali görülmektedir. Mevcut enflasyon yüksek seyretse de beklenen enflasyondaki iyileşme, faiz indirimlerine kapı aralayabilecektir. Bu nedenle hem enflasyon beklentisi anketlerinin hem de Kasım ayı enflasyon gerçekleşmesinin TCMB Aralık kararında en önemli iki unsur olacağını düşünüyoruz. Beklentilerde kötüleşme yaşanmaz ve Kasım enflasyonu yukarı yönlü sürpriz yapmazsa, Aralık faiz indirimi yüksek ihtimal olarak görünüyor. TCMB, kredi ve mevduat piyasasında beklenmedik gelişmeler olması durumunda ise makroihtiyati tedbirlerle parasal aktarımı destekleyeceğini yinelemiştir. Likidite koşullarının yakından izlendiği ve sterilizasyon araçlarının etkin şekilde kullanılmaya devam edileceği ifade edilmiştir.

Politika Faizi, Mevduat ve Ticari Kredi Faiz Oranları (%)

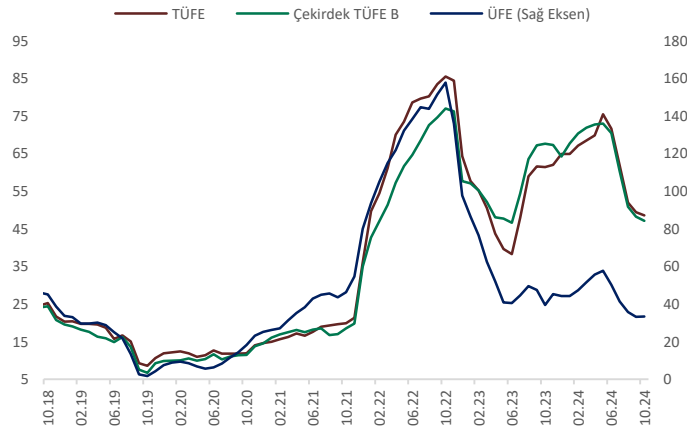


Makroekonomik Görünüm

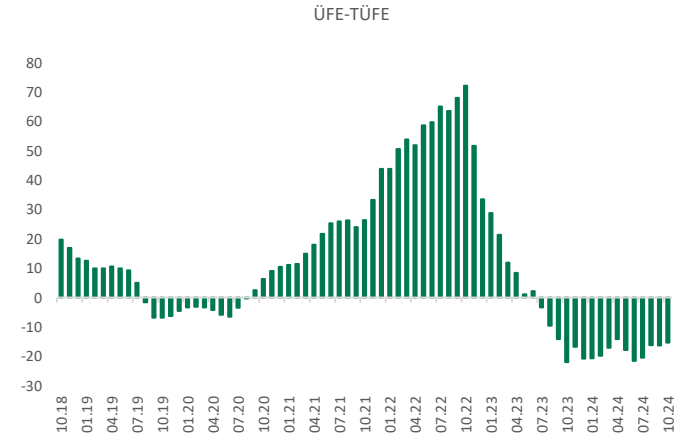
Enflasyon – Ekim

TÜFE Ekim’de bir önceki aya göre %2.88 artarken yıllık enflasyon %48.58 seviyesine geriledi (önceki %49.38). Piyasa beklentisi enflasyonun aylık %2.53 ve yıllık %48.07 artış yaşayacağı yönündeydi (Şeker Yatırım beklentisi aylık %2.6 ve yıllık %48.58). Piyasa beklentisinden daha yüksek bir enflasyon tahminimiz vardı. Bizim beklentilerimizin de üzerinde seyreden enflasyon rakamları, dezenflasyon sürecinin yavaş ve zamana yayılan bir patika izleyeceğini gösteriyor. Endekste %56.5 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %50.48 yükseldi. Hane halkının temel giderlerindeki enflasyon hala yüksek seyrediyor. Aynı dönemde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %2.69 olurken yıllık enflasyon %47.1 düzeyinde gerçekleşti. Hem çekirdek hem de manşet rakamlardaki seyir TCMB tahmin patikasının üst bandına yakın seyrediyor. Üretici fiyatları ise Ekim’de aylık %1.29 artarken ÜFE’deki yıllık değişim %32.24 seviyesinde gerçekleşti. ÜFE’de alt endekslere baktığımızda ana sanayi gruplarının yıllık değişimleri ara mallarında %31,79 artış, dayanıklı tüketim mallarında %39,17 artış, dayanıksız tüketim mallarında %41,48 artış, enerjide %14,54 artış ve sermaye mallarında %33,84 artış olarak gerçekleşti. Üretici fiyatlarında uzun süredir devam eden sakin seyir, maliyet kaynaklı tüketici enflasyonunu sınırlıyor. Diğer taraftan hizmet enflasyonundaki baskı, üretici ve tüketicilerin fiyatlama davranışlarını değiştiriyor. Mevcut sıkı para politikası altında dahi tüketici enflasyonundaki seyir hedeflenen düzeyde değil. Fiyat istikrarı için aylık enflasyon düzeyinin önce %2 seviyesinin altında ve kademeli olarak %1.2-1.5 bandında dengelenmesi gerekiyor. TCMB tarafından bu hafta yayımlanacak olan yılın son enflasyon raporu, son çeyrek ve 2025 için para politikası duruşu ile beklentiler adına yakından takip edilecektir. Gerçekleşen enflasyon düzeyi dikkate alındığında ve para politikası duruşu için aylık enflasyon gelişmelerinin en önemli kriter oluşu birlikte değerlendirildiğinde, faiz indiriminin son çeyrekte gelmesi çok düşük bir ihtimal. 2025 için faiz indiriminin hangi dönemde başlayacağı ve ne sıklıkta devam edeceği ise Kasım-Aralık enflasyon gelişmelerine bağlı olacaktır.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

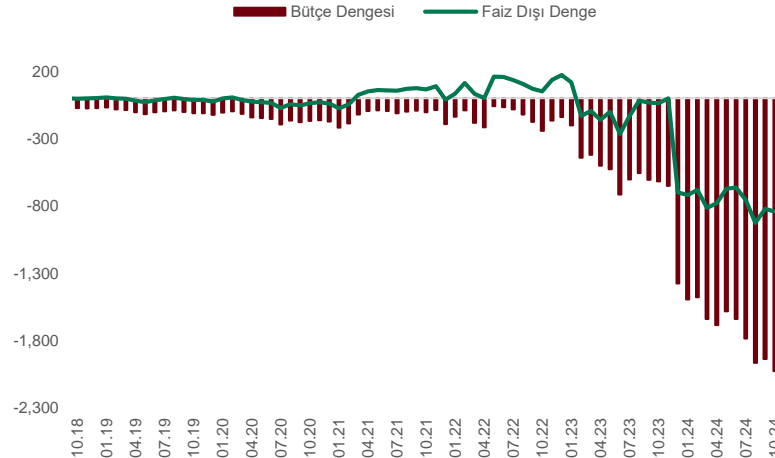


Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Ekim

Ekim ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 769.3 milyar TL, bütçe giderleri 955.5 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 819.3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 186.3 milyar TL olurken faiz dışı denge 50 milyar TL açık vermiştir. Cari transferler son üç yıllık seyri değerlendirildiğinde, mevcut seviyeler %300 artışa işaret ediyor. Burada enflasyonun bütçe üzerine yansımaları da gözden kaçırmamak gerekiyor. Fakat bu eğilim devam ederse bütçede mali disiplini sağlamak neredeyse imkânsız hale gelecektir. Personel giderleri ve cari transferlerdeki artışı karşılayabilecek bir vergi tahsilatı politikası 2025 ajandasında en hayati konulardan birini oluşturacaktır. Emeklilik sisteminde yapılan değişiklik, deprem felaketi ve süregelen enflasyon bütçe üzerindeki baskıları arttırıyor. On iki aylık birikimli bütçe açığı iki trilyon lirayı aşmış durumda, son on yıl ortalamasının yaklaşık dokuz katı bir seviye. Vergi tahsilatındaki düzenlemelere rağmen bütçe giderlerindeki katılık ve alınan tedbirlere rağmen artan harcamalar, kronik bir bütçe açığına evrilmiş durumdadır. Maliye politikasında henüz istenilen sıkılık düzeyine erişilemediğini ve bütçe açığından enflasyona ek baskı gelebileceğini hatırlatmak isteriz. Para politikası odaklı ilerleyen ekonomi yönetimi, son dönemde maliye politikası tedbirlerini arttırmış durumda. Para politikasının tek başına fiyat istikrarı getirmesinin mevcut konjunktürde zaman alacağını ve maliye politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Özellikle para politikası sonucu bozulan enflasyon görünümünün diğer makro göstergelere de zamanla yansımaları kaçınılmaz bir sonuçtu. Hem enflasyon hem de yüksek giderlerin etkisiyle mali disiplin uzun süredir negatif bir görünüme sahip... Vergi tahsilatlarında mevsimsel etkilerle iyileşme yaşansa da genel trend bozulma eğilimini devam ettiriyor. Bu kapsamda son dönemde alınan tasarruf tedbirlerinin kararlılıkla uygulaması maliye politikasının istikrarı için kritik önem taşıyor. Para politikası sayesinde enflasyon seviyesi %30 düzeyine çekilse de buradan sonraki yapısal kırımların para politikası dışında ek tedbirlere ihtiyacı olacaktır.

Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (12 ay birikimli, milyar TL)

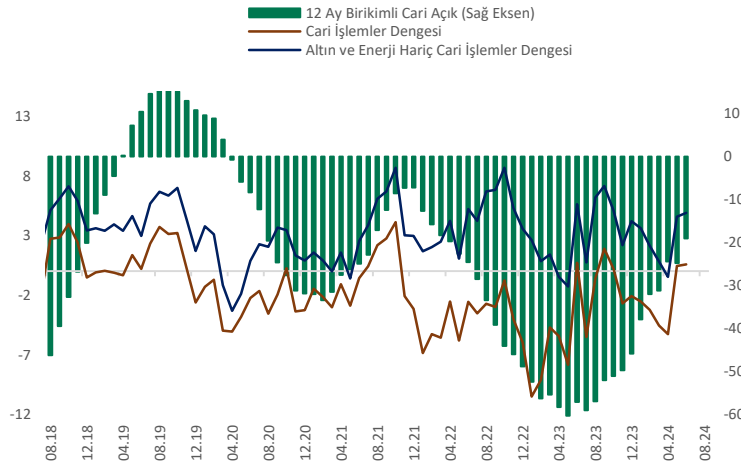


Makroekonomik Görünüm

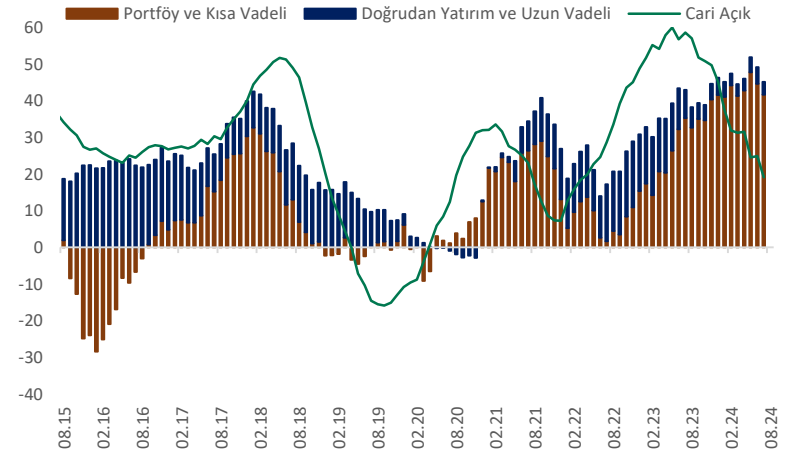
Ödemeler Dengesi / Eylül

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre eylül ayı cari işlemler dengesi 2.988 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 9.652 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (önceki 11.250 milyon). Piyasa beklentisine paralel gerçekleşen aylık cari denge rakamları yıllık veriyi Ocak 2022 seviyelerine çekmiştir. Bu gelişmede, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının 3.112 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin 7.390 milyon ABD doları gerçekleşmesi etkili olmuştur. 12 Aylık birikimli dış ticaret açığı, Haziran 2023 sonrası başlayan sıkılaştırma adımlarıyla 78.2 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir (Mayıs 2023 zirvesi 122 milyar USD). Hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin mevsimsel etkileri de dikkate alındığında belirgin şekilde iyileştiğini görüyoruz. Öte yandan yerelde sıkı para politikası ve Avrupa bölgesindeki faiz indirimlerinin bileşik etkisiyle dış ticaret dengesi cari dengeye pozitif katkı yapmaya devam ediyor. Turizm ve hizmetler dengesindeki pozitif havanın ekim ayına kadar devam edeceğini tahmin ediyoruz. Son çeyrekte ödemeler dengesindeki iyileşmenin azalarak devam etmesini bekliyoruz. Özellikle faiz indirimine yönelik beklentinin güçleneceği 2024 yılsonundan itibaren iç talep ve ekonomik aktivitedeki canlanma ithal talebi destekleyecektir. Bu kapsamda yurtdışı kaynaklı taleplerin de iyileşmesi dış ticaret öncülüğünde cari dengeye katkı sağlayacaktır. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 9.014 milyon ABD doları fazla vermiştir. Eylül sonu itibarıyla petrol fiyatlarında yaşanan yukarı yönlü hareket yılın son çeyreğinde devam ederse, manşet ve çekirdek cari denge arasında ayrışma belirgin hale gelebilir. Döviz kurlarındaki sakin seyre rağmen ithal talebin para politikası ile sınırlanması, kurlarda yaşanacak gevşeme ile birlikte cari dengeye görece pozitif katkı sağlayacaktır.

Cari Açık, Enerji ve Altın Hariç Cari Denge, 12 ay birikimli Cari Açık (Milyar USD)



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

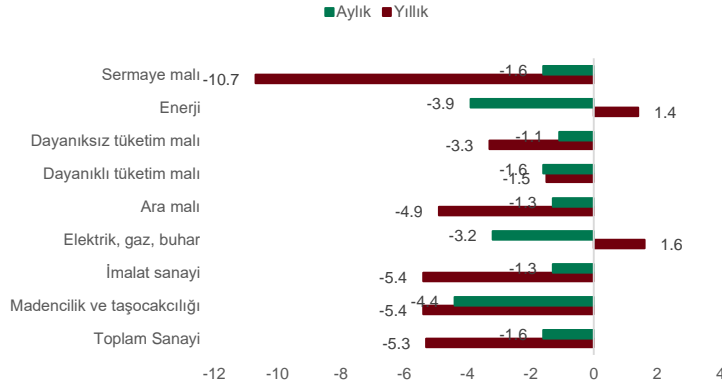


Makroekonomik Görünüm

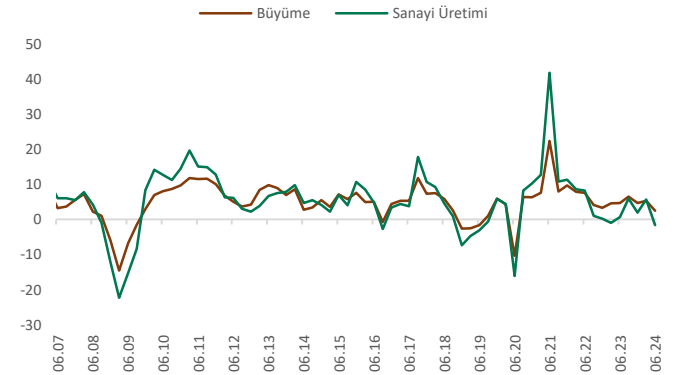
Sanayi Üretimi - Ağustos

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim ağustosta bir önceki aya göre %1.6 düşüş kaydetti. Böylece yıllık üretim daralması da %5.3 seviyesinde gerçekleşti (önceki %4 daralma). Piyasa beklentilerinden (%-2) daha düşük bir üretim beklentimiz (%-2.15) vardı. Bizim beklentilerimizin de altında kalan üretim verisi alarm veriyor. Mevcut verilerle yılbaşında yapılan tahminler yılın ikinci yarısında çıktı açığına negatif bir seyre işaret ediyordu. Fakat mevcut eğilimin devamı halinde çıktı açığı tahminlerin üzerinde daralabilir. Sıkı para politikasından ödün vermeden ekonomik aktivitedeki yavaşlamayı gözeten uygulamalar, meyve vermeye başladı diyebiliriz. Hem enflasyon göstergesindeki yıllık seyir hem de üretim ve iç talepteki yavaşlama bunun bir göstergesi. Aylık trendler oynak bir görünüm sergilese de, aşağı yönlü eğilim tüm göstergelerde baskın hale gelmiştir. Fiyatlama davranışları ve beklentiler her ne kadar enflasyonun TCMB tahminlerinin üzerinde kalacağını gösterse de, gecikmeli etkilerin zamanla beklentileri aşağı çekeceğini düşünüyoruz. Özellikle üretim tarafındaki bu seviyelerde bir yavaşlama, enflasyon dinamiklerini belirgin şekilde etkileyecektir. Buradan hareketle, Türkiye ekonomisinde pek alışıktığımız yüksek enflasyon ve potansiyel altı düşük büyüme yaşanabilir. Üretim göstergelerindeki gelişmelerin finansal piyasalara yansımaları ise nispeten daha negatif. Para politikasındaki mevcut uygulamaların ne zaman sonlanacağına yönelik endişeler, üretim ve siparişten tedarik zincirine kadar tüm ekonomik faaliyetlere yansımış durumda. Son gelen enflasyon verisi faiz indirimlerini kısa süreli ötelese de baz senaryomuza göre, 2025 ilk aylarından itibaren enflasyon beklentilerindeki seyre göre faiz indirimleri gündeme gelebilir.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef Fiyat: 70,14 TL)

Getiri Potansiyeli: %17

Pazar payı kazanımları ve verimlilik artışı

Banka son iki yılda müşteri kazanımlarının yardımıyla dönüşüm ve verimlilik artışı ile öne çıkmaktadır ve çekirdek bankacılık gelirlerindeki güçlü seyri korumada avantajlı pozisyonadadır. Güçlü sermaye yapısı, dinamik bilanço yönetimi, karlılık odaklı kredi büyümesini gözönünde bulundurarak AL olan tavsiyemizi koruyoruz.

Güçlü sermaye tamponu ve yüksek iç sermaye üretimi kapasitesi ile elverişli konum. %20,5 seviyesindeki güçlü sermaye yeterlilik oranı ile piyasa payı kazanımlarını sürdürmek için elverişli bir konumdadır.

Banka 3Ç24 solo finansal sonuçlarında beklentilere paralel 9,031 milyon TL net kar açıklamış ve 2024 yılı bütçesinde değişikliğe gitmemiştir. Özkaynak karlılığı, net faiz marjı, TGA rasyosu beklentilerinde aşağı yönlü risk bulunmaktadır. 70,14 TL olan hedef fiyatımızın %17 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 3,2x F/K ve 0,90x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine %1 primli) ve %31,8 ortalama özkaynak karlılığı ile işlem görmektedir.

Karlılık odaklı kredi büyümesi, bireysel kredilerde güçlü pazar payı kazanımları. Banka bireysel kredilerdeki 190 baz puan pazar payı kazanımı ile güçlü konumdadır. Bu stratejinin marjları desteklemesini öngörüyoruz. Tüfe endekli tahvillerin özkaynaklara oranı %80 seviyesinde olup marj gelişiminin enflasyona duyarlılığı yüksektir.

Kredi-mevduat makasında hafif toparlanma, repo fonlama maliyetleri baskısı ile marjlarda sınırlı zayıflama. Eylül 2024 itibariyle kümülatif net faiz marjı %2,2 olup bütçe beklentisi olan ~%3 seviyesinin altındadır. Marjların 4Ç24'den başlayarak toparlanması beklenmektedir. Vadesiz mevduatların ağırlığı ise %30 seviyesinde ve sektör ortalamasının altındadır.

Ücret ve komisyon gelirleri artışında ödeme sistemlerinin önemli katkısı ile öne çıkıyor. Yıllık bazda artış %148 olup ödeme sistemlerinde yıllık bazda artış çok kuvvetlidir. Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı 2Ç24'deki %80'den %84 seviyesine yükselmiştir.

Aktif kalitesi yönetiminde güçlü performans. Kredi riski maliyeti (net) Kur etkisinden arındırıldığında da 47 baz puandan 87 baz puan seviyesine yükselmiştir ve bütçe beklentisi olan ~100 baz puan seviyesinin altındadır.

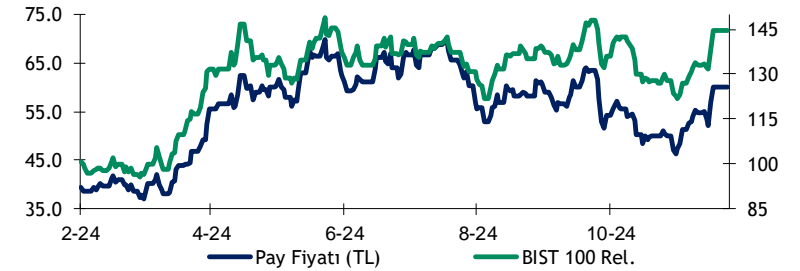
Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	312,520	Beta (12A)	1.37
Piyasa Değeri (USD mn)	9,072	Ort. Günlük Hacim	4,104
Kapanış	60.10	Yabancı Payı	47.6%
12 Ay Yüksek	70.75	Halka Açıklık (%)	52.0%
12 Ay Düşük	29.55	Ağırlık	6.14%

(TL Mn)	2022A	2023A	2024T	2025T
Net faiz geliri	76,872	63,547	74,197	120,655
% Fark, Yıllık	236.6%	-17.3%	16.8%	62.6%
Net ücret ve komisyon geliri	10,316	30,832	69,373	104,059
% Fark, Yıllık	97.1%	198.9%	125.0%	50.0%
Net kar	60,023	66,479	60,360	96,839
% Fark, Yıllık	395.0%	10.8%	-9.2%	60.4%

Rasyolar	2022A	2023A	2024T	2025T
TGA Oranı	3.0%	2.4%	3.0%	3.3%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	0.5%	0.7%	1.1%	1.5%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	8.8%	5.5%	3.0%	5.7%
Ortalama aktif getirisi	6.7%	4.6%	2.8%	3.4%
Ortalama özkaynak getirisi	52.3%	36.4%	25.6%	31.8%

Değerleme Çarpanları	2022A	2023A	2024T	2025T
F/K	1.7	2.9	5.2	3.2
F/DD	0.66	0.90	1.20	0.90



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	20.4	0.9	-9.3	103.1
US\$ Getiri (%):	19.5	-0.8	-15.3	69.5
BIST 100 Relatif Getiri (%):	12.4	5.8	4.4	71.3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

BİM (AL, Hedef Fiyat: 743,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 57%

Sağlam finansal yapısı ve mağaza ağı büyümesi ile güçlü görünüm devam ediyor...

➤ **Şirket için hedef pay fiyatımız 743.00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 29 Kasım 2024 kapanışı baz alınarak Bim'in getiri potansiyeli %57'ye işaret etmektedir.**

➤ **Yıl başından bu yana güçlü performans gösteren gıda perakendeciliği sektöründe öne çıkmayı başaran şirketlerden biri olan Bim için 2024 yılının görünümünün olumlu olduğunu düşünüyoruz. Özel markalı ürün portföyü, mağaza açılışlarındaki kuvvetli seyir, enflasyonist ortamın tüketici alışkanlıklarında yol açtığı değişiklik sonucu mağaza sepet hacmindeki yükseliş ve yüksek enflasyonun da olumlu etkisiyle artan mağaza başı satış gelirlerinin Bim'in 2024 yılında da güçlü performans sergilemesindeki temel unsurlar olacağını düşünüyoruz.**

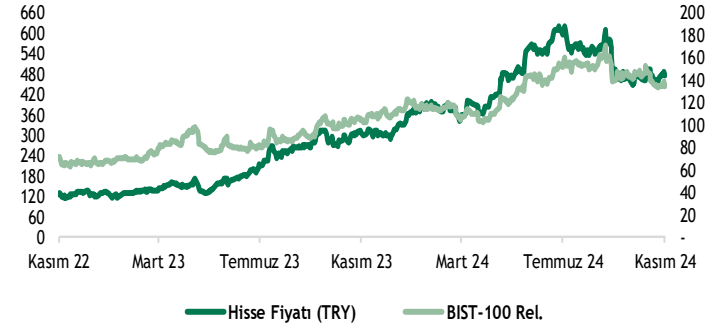
➤ **Kuvvetli mağaza açılışlarıyla Şirket, 3Ç24'te yurt içinde 11.952 (3Ç23: 10.817 mağaza) BİM Türkiye mağazası, 272 de FILE (3Ç23: 223 mağaza) mağazası olmak üzere toplamda 12.224 adet mağaza sayısına ulaşmış (3Ç23: 11.040 mağaza); yurt dışında ise 759 BİM Fas (3Ç23: 668 mağaza) ve 394 BİM Mısır (3Ç23: 338 mağaza) mağazasıyla 1.153 mağaza sayısını yakalamıştır. Şirket'in 3Ç24 sonunda toplamda mağaza sayısı büyüklüğü ise 13.377 mağaza (3Ç23: 12.046 mağaza) olarak gerçekleşmiştir.**

➤ **Güçlü organik büyümesi ve sağlam finansal yapısı ile BİM, takdir ettiğimiz şirketler arasında yer almaktadır. Net kârda sürdürülebilir büyüme ve hedeflenen FAVÖK seviyelerinin korunması, yurt dışı operasyonların katkısı, yurt içi ve yurt dışında artan büyüme iştahı ve başarılı iş modeline paralel olarak Bim hisselerini olumlu değerlendiriyoruz. Borçsuz finansal yapısı, döviz riski taşımaması ve güçlü nakit akışına sahip olması nedeniyle BİM için "AL" önerimizi koruyoruz. Ayrıca; güçlü pazar payı performansının sürdürülmesi, FILE operasyonlarının hem fiziki hem de online kanallardan büyümeye katkısı, Şirket'in kendi markalı ürünlerinin satış içerisindeki payının yüksek olması ve makroekonomik konjonktürlerin hala gıda perakendeciliği sektörünü destekleyici hava yaratması Şirket için pozitif beklentilerimizin devam etmesinde önemli unsurlardır.**

➤ **Enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişler, artan enerji maliyetleri ve kurlarda meydana gelebilecek dalgalanmalar sebebiyle yükselebilecek mağaza inşaat maliyetlerinin, Şirket için aşağı yönlü riskler olduğunu da ekliyoruz.**

➤ **YS2024 beklentileri:** Şirket, TMS 29 etkileri hariç 2024 yılı için -%75 (±%5) civarında satış büyümesi beklemektedir. Bim'in FAVÖK marjı beklentisi ise TFRS-16 etkileri dâhil %7,5-%8,0 aralığındadır. Şirket, yatırım harcamalarının satışlara oranını ise %3,0 - %3,5 olarak beklemektedir. Şirket, 2024 yılında Fas'ta +100 mağaza açılışı, Mısır'da +70 mağaza açılışı hedeflemiştir.

Kod	BIMAS.TI/IS	Kapanış	473,50	
Piyasa Değeri (Mn TL)	287.509	Son 12 Ay En Yüksek	625,78	
Piyasa Değeri (Mn \$)	8.314	Son 12 Ay En Düşük	286,37	
Firma Değeri (Mn TL)	301.958	Beta	0,97	
Firma Değeri (Mn \$)	8.738	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	54,0	
Halka Açıklık Oranı (%)	71,80	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	51,45	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	9A23	9A24
Satış Gelirleri	379.394	446.222	330.891	367.459
Büyüme (%)		17,6%		11,1%
FAVÖK	18.521	25.382	16.456	14.671
FAVÖK Marjı (%)	4,9%	5,7%	5,0%	4,0%
Net Kar (Mn TL)	22.548	28.501	13.300	13.854
Pay Başına Kar	9,89	6,25	21,90	22,82
Temettü Verimi	2,0%	1,5%		
Net Borç / FAVÖK (x)	0,93	0,71		0,53
Net Borç / Özsermaye (x)	0,22	0,15		0,14
Ort. Özsermaye Karlılığı		28,9%		25,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		15,2%		14,6%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	9A24	
F/K	12,8	10,1	9,5	
FD/FAVÖK	2,3	11,9	11,2	
FD/Satışlar	0,1	0,7	0,7	
F/DD	5,0	3,1	2,9	
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	0,2	-11,6	59,3	55,1
\$ Getiri (%)	-0,9	-13,1	35,5	29,5
BIST-100 Relatif (%)	-7,2	-9,9	23,3	28,7



Kaynak: Bim, KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 9A24'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

İş Bankası (AL, Hedef Fiyat: 17,65 TL)

Getiri Potansiyeli: %31

Güçlü vadesiz mevduatlar

Güçlü vadesiz mevduat tabanı, disiplinli maliyet yönetimi, yüksek getirili ticari krediler ağırlıklı kredi portföyü ve elverişli TL likiditesini gözönünde bulundurarak AL tavsiyemizi koruyoruz.

Banka %18,0 seviyesindeki güçlü sermaye yeterlilik oranı ile yeni piyasa payı kazanımları için elverişli bir konumdadır.

Banka 3Ç24'de beklentilerin altında 5,534 milyon TL net kar açıklamış ve 2024 yılı bütçesinde değişikliğe gitmemiştir. ~%30 özkaynak karlılığı ve ~2% net faiz marjı beklentisi için aşağı yönlü, komisyon gelirleri büyümesi beklentisi için yukarı yönlü risk bulunmaktadır. 17,65 TL olan hedef fiyatımızın %31 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 3.5x F/K ve 0,84x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %6 iskontolu) ve %26,6 ortalama maddi özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

Vadesiz mevduat tabanında güçlü konum. Net faiz gelirleri %88 çeyreklik daralma ile rekor düşük 1 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Vadesiz mevduatların ağırlığı %40,8 seviyesinde kuvvetli, TL mevduatların ağırlığı da %55 seviyesinde görece düşüktür ve yüksek faiz ortamında korunaklı bir yapı sağlamaktadır. Marjların 2025 yıl başında %2,0-%3,0 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Likidite tarafında TL kredi-mevduat rasyosu %86 oranında rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir. Tüfe endekslili tahvillerin özkaynaklara oranı %48 olup görece düşük seviyededir ve marj gelişiminin enflasyona duyarlılığı görece sınırlıdır.

Yüksek getirili kredi portföyü. Kredilerin %12,6'sı taksitli ticari kredilerden oluşmakta olup özel bankalar arasındaki en yüksek seviyededir ve yüksek faiz ortamında getirisi yüksek bir kredi portföyüne işaret etmektedir.

Ücret ve komisyon gelirlerinde güçlü artış. Yıllık artış %155 oranında, rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir. Ancak ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %77,6 olup rakip ortalamasının altındadır.

Etkin maliyet yönetimi. Yüksek enflasyon ortamında faaliyet giderlerindeki yıllık artış %62 oranında rakipleri arasındaki en düşük seviyededir.

Sınıfının en iyisi üçüncü aşama karşılık oranı. Üçüncü aşama beklenen zarar karşılık oranı %73,2 olup, özel bankalar arasındaki en yüksek seviyedir.

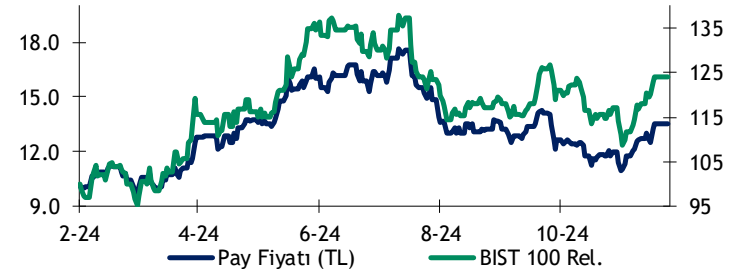
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	337,250	Beta (12A)	1.25
Piyasa Değeri (USD mn)	9,790	Ort. Günlük Hacim	4,934
Kapanış	13.49	Yabancı Payı	26.6%
12 Ay Yüksek	17.77	Halka Açıklık (%)	31.0%
12 Ay Düşük	8.12	Ağırlık	3.95%

(TL Mn)	2022A	2023A	2024T	2025T
Net faiz geliri	75,203	67,073	45,610	77,537
% Fark, Yıllık	143.1%	-10.8%	-32.0%	70.0%
Net ücret ve komisyon geliri	16,147	42,438	89,120	133,680
% Fark, Yıllık	111.9%	162.8%	110.0%	50.0%
Net kar	61,538	72,265	57,508	95,584
% Fark, Yıllık	356.9%	17.4%	-20.4%	66.2%

Rasyolar	2022A	2023A	2024T	2025T
TGA Oranı	3.0%	2.1%	2.4%	2.7%
Kredi riski maliyeti	0.6%	1.0%	1.6%	2.4%
Net faiz marjı (Swap dahil)	7.4%	3.7%	0.3%	2.5%
Ortalama aktif getirisi	5.3%	3.7%	2.0%	2.4%
Ortalama maddi özkaynak getirisi	44.5%	31.6%	19.7%	26.6%

Değerleme Çarpanları	2022A	2023A	2024T	2025T
F/K	2.1	3.2	5.9	3.5
F/DD	0.67	0.87	1.06	0.84



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	16.2	0.0	-14.4	63.2
US\$ Getiri (%):	15.3	-1.8	-20.1	36.2
BİST 100 Relatif Getiri (%):	8.5	4.8	-1.5	37.7

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Migros (AL, Hedef Fiyat: 685,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 42%

Net nakit pozisyonu & pazar payı gelişimiyle olumlu bakış açımızı koruyoruz...

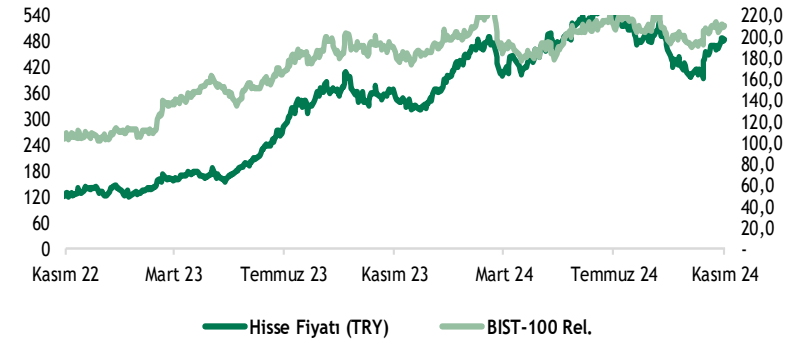
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 685,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 29 Kasım 2024 kapanışı baz alınarak Migros'un getiri potansiyeli %42'ye işaret etmektedir.

➤ Şirket'in FMCG Pazar payı gelişimine bakıldığında; fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern FMCG pazarında Şirket 9A24'te %16,9'luk (9A23: %16,3), toplam FMCG pazarında ise %9,8'lik (9A23: %9,4) pazar payına sahip olmuştur. Ek olarak; Şirket'in net mağaza sayısı 9A23'e göre 345 adet artış göstererek 9A24'te 3.550 adet olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak Şirket'in satış alanı 9A24'te yıllık %5,7'lik yükseliş göstermiştir. Artan mağaza sayısı & bunun sağladığı destekle satış alanlarının büyümesi ve kuvvetli mağaza trafiği, e-ticaret kanallarının net satışlar üzerindeki pozitif katkısının (tütün & alkol hariç 3Ç24'te toplam satışlardaki payı: %18,2), 2024 yılında da Şirket operasyonlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

➤ Şirket'in borçluluk tarafına bakıldığında; operasyonlardan yaratılan güçlü nakit akışı sayesinde net borç pozisyonunda önemli ölçüde iyileşme sağlayan Migros'a olan olumlu bakışımızı korumaya devam ediyoruz. Şirket'in 9A24 sonunda 9A23'e göre toplam finansal borcu (TMS-29 Etkisi dahil, TFRS-16 etkisi hariç) yıllık %61 düşüş göstererek 1.585mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir (9A23: 4.015mn TL). 9A24 sonu itibarıyla da Şirket net nakit pozisyonu artış göstermiş olup yıllık %18 yükseliş göstererek 21.325mn TL seviyesine ulaşmıştır (TRFS 16 etkisi hariç). Şirket'in serbest nakit akımları da 3Ç24 sonunda enflasyon muhasebesi etkisi dahil 6.612mn TL'ye ulaşmıştır (3Ç23: 4.480mn TL).

➤ Migros, 2024 yılında TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri dahil %10-%12'lik reel satış büyümesi beklemektedir. Şirket, TMS-29 dahil %5,0 aralığında FAVÖK marjı beklemektedir. Şirket'in TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri hariç satış büyümesi beklentisi +%76-%78 olup FAVÖK marjı beklentisini ise -%9,0 aralığındadır. Migros, aynı zamanda 2024 yılı sonundaki yeni mağaza açma hedefini -350 mağaza olarak korumuş olup yatırım harcaması beklentisini ise -8.000mn TL'dir (TMS-29 hariç). Şirket'in yüksek enflasyon ortamında rekabetçi pazar koşullarına rağmen FMCG pazar payını yükseltebilmesini olumlu buluyoruz. Migros'un operasyonel olarak faaliyet yapısını beğenmekte; net nakit pozisyonunu sürdürmesinin de önemli bir gelişme olduğunu hesaba katmaktayız. Online kanalları oldukça etkin şekilde kullanabilen Migros'un çeşitli iştirakleriyle yaratmış olduğu iş kollarının da ilerleyen dönemlerde katkılarının artarak devam edeceğini düşünüyoruz. Enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişlerin, sektörde artan rekabet dolayısıyla yaşanabilecek pazar payı kaybının ve artan enerji maliyetlerinin Şirket için aşağı yönlü riskler olabileceğini de ekliyoruz.

Kod	MGROS.TI/IS	Kapanış	483,25	
Piyasa Değeri (Mn TL)	87.494	Son 12 Ay En Yüksek	580,29	
Piyasa Değeri (Mn \$)	2.530	Son 12 Ay En Düşük	315,69	
Firma Değeri (Mn TL)	83.077	Beta	0,96	
Firma Değeri (Mn \$)	2.401	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	23,4	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	42,78	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	9A23	9A24
Satış Gelirleri	190.857	246.823	184.998	206.300
Büyüme (%)		29,3%		11,5%
FAVÖK	5.109	5.945	4.323	10.081
FAVÖK Marjı (%)	2,7%	2,4%	2,3%	4,9%
Net Kar (Mn TL)	12.417	16.296	10.912	5.278
Pay Başına Kar	5,45	3,57	60,27	29,15
Temettü Verimi	0,0%	0,7%		
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,27	3,05		-0,58
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,04	0,15		-0,08
Ort. Özsermaye Karlılığı		20,9%		15,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		10,3%		8,7%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	9A23	9A24
F/K	7,0	5,4		4,8
FD/FAVÖK	1,8	14,0		10,9
FD/Satışlar	0,0	0,3		0,3
F/DD	3,2	1,8		1,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	16,5	0,4	47,4	34,8
Ş Getiri (%)	15,2	-1,4	25,3	12,6
BIST-100 Relatif (%):	8,0	2,3	14,1	11,9



Kaynak: Migros, KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 9A24'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Sabancı Holding (AL, Hedef Fiyat: 146,55 TL) Getiri Potansiyeli: %62

Sabancı Holding (SAHOL) hissesi için pay başına 146,55 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Hedef fiyatımız 29 Kasım 2024 kapanış fiyatına göre %62 yükseliş potansiyeli taşırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

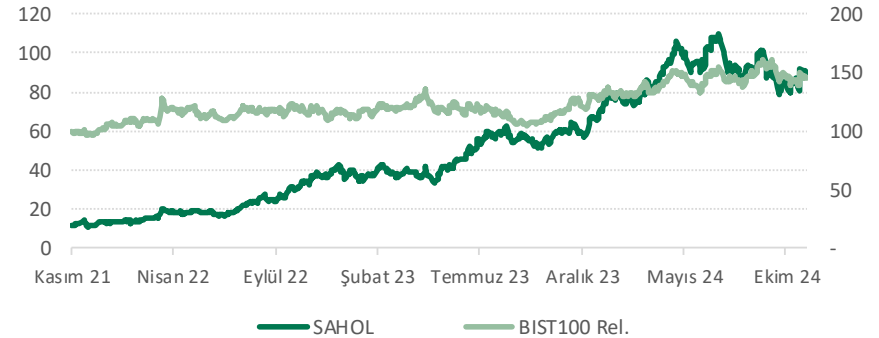
Sabancı Holding (SAHOL) 3Ç24'de, enflasyon muhasebesi uygulanmış haliyle (TMS-29) 3.156mn TL konsolide zarar açıkladı. Bu çeyrekte malzeme teknolojileri, enerji ve finansal hizmetler segmentleri net kara pozitif katkıda bulundu. Başta 2.833mn TL'lik zarar pozisyonu ile bankacılık segmenti olmak üzere mobilite çözümleri, dijital ve diğer segmentleri de konsolide zarar kaydedilmesinde etkili oldu. Sabancı Holding 3Ç24'de bankacılık dahil 215.375mn TL satış geliri elde etti. Bu çeyrekte 12.302mn TL FAVÖK elde edildi.

Holding solo net nakit pozisyonu, Holding solo net nakit pozisyonu, 2Ç24 sonundaki 12 milyar TL'den 12,2 milyar TL'ye hafifçe yükseldi. Net Borç/FAVÖK oranı 1,1x olarak gerçekleşerek Holding'in orta vadeli maksimum 2,0x hedefinin oldukça altında kalmayı sürdürdü.

Sabancı Holding, önümüzdeki 5 yıl yatırımlarının %75'inin iklim teknolojileri, ileri malzeme teknolojileri ve dijital teknolojiler alanlarına yapılmasını hedefliyor. Yatırımların %25'lik kısmının ise ana iş kollarına yönelik olacağı öngörülüyor.

Güçlü nakit pozisyonu, son dönemde odaklandığı yatırım alanları, döviz gelirini artırma hedefi ve bu bağlamda atılan adımlar ve düzenli temettü politikasının hisse performansı üzerinde katalist görevi göreceğini düşünüyoruz.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	90.50		
Piyasa Değeri (Mn TL)	190,084	Son 12 Ay En Yüksek	111.00		
Piyasa Değeri (Mn \$)	5,497	Son 12 Ay En Düşük	56.83		
Firma Değeri (Mn TL)	229,191	Beta	1.11		
Firma Değeri (Mn \$)	7,219	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	61.1		
Halka Açıklık Oranı (%)	51.00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	30.3%		
Anahtar Rakamlar (Mn TL)		2022A*	2023A*	9A 23	9A 24
Satış Gelirleri (banka dışı)	167,914	186,141	139,060	135,557	
Büyüme		10.9%		-2.5%	
Konsolide Net Kar (Mn TL)	53,558	20,960	2,746	-11,128	
Pay Başına Kar	26.25	10.27	1.35	-5.30	
Temettü Verimi	1.5%	2.6%			
Net Borç / Özsermaye (x)	0.08	0.06		0.21	
Ort. Özsermaye Karlılığı		7.0%		2.5%	
Ortalama Aktif Karlılığı		0.7%		0.2%	
Değerleme Çarpanları		2022A*	2023A*	9A 24	
F/K	3.5	9.1		26.8	
FD/FAVÖK	0.2	1.2		1.8	
FD/Satışlar	0.2	1.3		1.4	
F/DD	0.9	0.6		0.7	
Getiri		1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	8.5	-2.7	53.3	49.4	
\$ Getiri (%)	7.2	-4.6	30.3	24.6	
BIST-100 Relatif (%):	8.5	-2.7	53.3	49.4	



Kaynak: KAP, Fınnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 9A24'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Şişecam (AL, Hedef Fiyat: 68,30 TL)

Getiri Potansiyeli: %68

Şişecam, global soda külü pazarında daha güçlü bir konuma ulaşmayı hedefliyor...

Şişecam'ın enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre Şirket, geçen yılın aynı dönemindeki 659 milyon TL'lik net zarara karşılık 3Ç24'te 795 milyon TL net kar açıkladı. 3Ç24'te parasal kazanç pozisyonu ve ertelenmiş vergi geliri net kara geçilmesinde etkili oldu. Buna karşılık, zayıf operasyonel performans ile birlikte artan maliyet baskıları sonucunda marjlardaki erozyon ve yüksek finansman gideri net karı baskıladı.

Zayıf talep koşulları ve düşen fiyatların etkisiyle 3Ç24'te satış gelirleri %7,2 azalarak 42.867 milyon TL oldu. (3Ç23: 46.186 milyon TL). Mimari Cam segmenti gelirleri %2'lik hacim büyümesine rağmen, 3Ç24'te ürün fiyatlarındaki düşüş ve kurun negatif etkisiyle yıllık bazda %5 daralarak 9.538 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Cam ambalaj segmenti en iyi performansı göstererek yıllık bazda %10 artarak 10.259 mn TL oldu. Diğer taraftan, enerji segmenti satış hacim daralması hem de zayıf fiyatlandırma etkisiyle en zayıf işkolları arasında yer aldı. Şişecam'ın konsolide soda külü üretimi, Wyoming tesisindeki planlı bakım çalışmaları nedeniyle, düşük bazın etkisiyle yıllık bazda %1 artarken, çeyrek bazda %6 artış gösterdi. Çin'deki ekonomiyi canlandırmak için uygulanan teşvik paketleri soda külü fiyatlarında dalgalanmalara neden olsa da, soda külü arzının fazla olması ve buna bağlı olarak artan stoklar nedeniyle marjlar baskı altında kalmaya devam etti.

Şişecam, global soda külü pazarında daha güçlü bir konuma ulaşmayı hedefliyor. Yönetim Kurulu'nun 29 Kasım 2024 tarihli kararıyla, Şişecam, Ciner Grubu'nun Şişecam Wyoming LLC şirketindeki %20,4 dolaylı paylarının ve Pacific Soda LLC şirketindeki %40 ortaklık paylarının, iş geliştirme bedeli dahil toplam 285 milyon 389 bin ABD doları bedel karşılığında devralınması için görüşmelere başlama kararı aldı.

Şirketin satış gelirlerinin coğrafi dağılımında, 3Ç24'te Türkiye'de, 9A24'te ise yurtdışı pazarlarda daralma yaşandı. 3Ç24'te satış gelirleri %7,2 azalarak 42.867 milyon TL oldu. (3Ç23: 46.186 milyon TL). 3Ç24'te Avrupa ve Amerika'daki satışlar sırasıyla %4 ve %7 azalırken, Türkiye'de %16 daralma yaşandı. 9A24'te satış gelirleri %14 azalarak 136.312 milyon TL'ye geriledi. 9A24'te Avrupa ve Amerika'daki satışlar sırasıyla %13 ve %19 azalırken, Türkiye'de %14 düşüş yaşandı.

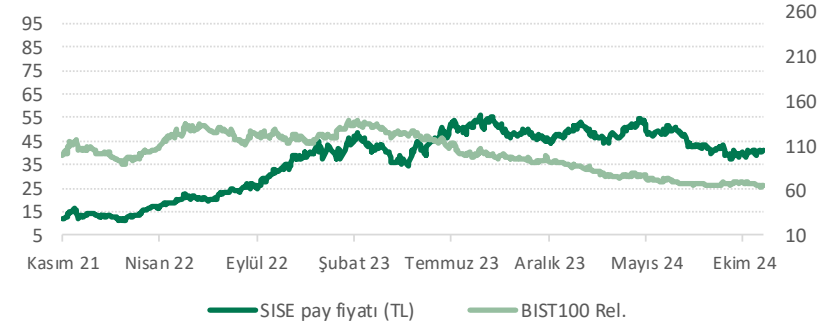
Marjlar artan operasyonel maliyetler nedeniyle daraldı. Şirketin TMS-29 etkisi de dahil olmak üzere FAVÖK'ü 3Ç23'teki 6.680 milyon TL'ye kıyasla %55 azalarak 3.037 milyon TL'ye geriledi. Şirketin 3Ç23'te %30,05 ve %14,46 olan Brüt ve FAVÖK marjları 3Ç24'te sırasıyla %23,15 ve %7,08'e geriledi.

Net borç pozisyonundaki artış devam etti. Net borç pozisyonu 9A24'te 76.251mn TL'ye (TMS-29 etkisi dahil 1Y24: 71.448mn TL) yükseldi.

Şişecam'ın yeni hat ve fırın yatırımlarına ek olarak Amerika'da devam eden doğal soda külü yatırımları bulunmaktadır. Dolayısıyla tüm bu yatırımların talepte iyileşme ve sektörde toparlanma oluştığı takdirde orta ve uzun vadede hisse performansına olumlu etki yaratabileceğini öngörmekteyiz.

İndirgemiş nakit akımları (İNA) analizine %70 oranında ve karşılaştırılabilir uluslararası benzer şirket çarpanları değerlendirilmesine %30 oranında ağırlık vererek Şişecam için 68,30 TL seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve 'AL' olan önerimizi koruyoruz. 29 Kasım 2024 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımızın %68 kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	SİSE.IS	Kapanış	40,56	
Piyasa Değeri (Mn TL)	124.244	Son 12 Ay En Yüksek	55,64	
Piyasa Değeri (Mn \$)	3.593	Son 12 Ay En Düşük	37,48	
Firma Değeri (Mn TL)	200.496	Beta	0,98	
Firma Değeri (Mn \$)	5.828	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	48,1	
Halka Açıklık Oranı (%)	49,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	30,3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	9A 23	9A 24
Satış Gelirleri	231.853	206.500	158.992	136.312
Büyüme		-10,9%		-14,3%
FAVÖK	45.890	38.258	24.099	9.294
FAVÖK Marjı	19,8%	18,5%	15,2%	6,8%
Net Kar (Mn TL)	30.893	31.603	10.952	6.163
Pay Başına Kar	13,55	6,93	3,58	2,01
Temettü Verimi	0,9%	1,3%		
Net Borç / FAVÖK (x)	0,87	0,47		1,91
Net Borç / Özsermaye (x)	0,21	0,15		0,43
Ort. Özsermaye Karlılığı		20,2%		27,6%
Ortalama Aktif Karlılığı		10,6%		16,1%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	9A 24	
F/K	4,0	3,9	3,7	
FD/FAVÖK	1,1	5,2	5,0	
FD/Satışlar	0,2	1,0	0,9	
F/DD	0,9	0,6	0,7	
Getiri	1A	3A	Y BB	12A
TL Getiri (%)	5,0	-5,2	-8,6	-14,4
Ş Getiri (%)	3,8	-7,0	-22,3	-28,7
BIST-100 Relatif (%):	-3,4	-0,7	-29,3	-28,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 9A24'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Genişleyen portföy TAV için katalizör olmaya devam ediyor...

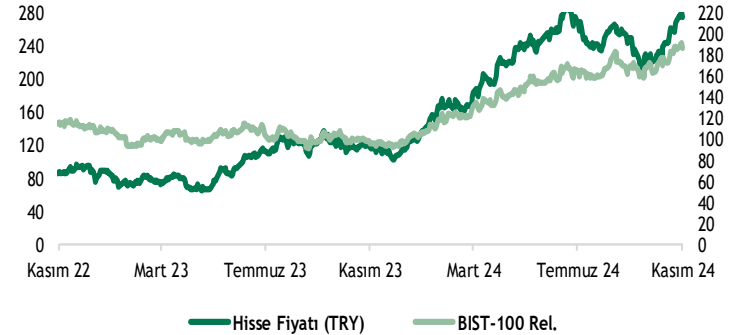
➤ Almatı operasyonlarının güçlü performansı, ileriye dönük inorganik büyüme fırsatları ve 2024'te de havacılık sektörü beklentilerinin pozitif görünümü sayesinde TAV hisselerinin sağlıklı performans göstermeye devam edeceğine inanıyoruz. Grubun genişleyen portföyünün hisseleri için katalizör görevi görmesini bekliyoruz.

➤ **2024 & 2025 yılına ilişkin beklentiler:** Şirket'in 2024 yılı için satış gelirleri beklentisi €1.500-1.570m'dur. Şirket, 2024 için toplam yolcu trafiğinin 100-110mn aralığında gerçekleşmesini beklerken dış hat yolcu trafiğinin 67-73mn yolcu aralığında gerçekleşmesini beklemektedir. Şirket'in 2024 yılsonunda €430-490mn aralığında FAVÖK rakamı beklentisi bulunmaktadır. Şirket, yılsonunda Net Borç/FAVÖK oranının 3.5-4.5 aralığında gerçekleşmesini beklemektedir. Şirket'in 2024 için yatırım harcaması beklentisi €260-300mn'dur. Şirket'in, 2025 yılında (Yeni Ankara (2025+)) Esenboğa imtiyazını da içeren net satış gelirlerinde %14-18 aralığında BYBO (2022-2025), toplam yolcu trafiğinde ise %10-%14 BYBO elde etmeyi beklemektedir. Şirket'in 2025 yılında 2022'de elde edilen FAVÖK marjının üzerinde (>%30,6) FAVÖK marjı beklentisi bulunmaktadır. Şirket, 2025 sonunda Net Borç/FAVÖK oranının 2.5-3.0 aralığında gerçekleşmesi beklentisine sahiptir. Şirket 2025 yılı için %14-20 aralığında BYBO (2022-2025) ile FAVÖK rakamı elde etmeyi beklemektedir. Şirket 2025 için €90-110mn yatırım harcaması olan beklentisini €140-€160mn+ olarak yukarı yönlü revize etmiştir. TAV, 2025 yılına ilişkin Almatı dışı yatırım harcaması beklentisinin, çoğunlukla BTA'nın Antalya'ya yatırımı ve Havaş'ın İstanbul Havalimanı'nda yapacağı antrepo yatırımı nedeniyle yukarı doğru revize edildiği ifade etmiştir. Şirket, havayollarının kış sezonu için koltuk arz planlarının kuvvetli görüldüğünü, seyahat için ılıman kış mevsiminden faydalanmak isteyen turistler nedeniyle de 4Ç yolcu büyümesinin 3Ç yolcu büyümesinden daha yüksek gerçekleşmesini beklemektedir.

➤ **TAV'ın yapılacak olan yeni yatırımlarla birlikte operasyonlarının güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz** - Şirket, Antalya Havalimanı yeni terminalinin yolcu trafiğine 1Ç25'te açılmasını beklerken yapılan yatırımlar sonucunda 65mn yolcuya hizmet verebilecek büyüklüğe ulaşacak. TAV, Ankara Esenboğa Havalimanı projesinin 2Ç25'te tamamlanmasının planlandığını belirtmiştir. Şirket, 2025 yılında Ankara'nın cirosunun yaklaşık €100mn olmasını beklemektedir. Şirket, 2025 Şubat'ta yönetim kurulunda kesinleştirmek istediği "Almatı Yatırım Planı"na başlanıldığını duyurmuştur. TAV, Almatı Yatırım Planı'nın 2025-2028 arasında 3-4 yıla yayılmış şekilde €150-300mn arasında olmasını beklemektedir. Şirket, tarife artışı görüşmelerinden olumlu sonuçlar alınmasını, yatırım büyüklüğü için önemli bir etken olacağını ifade etmiştir. Yatırımın, Holding'den özkaynak hissedar kredisiz gerekmeden, Almatı'nın faaliyetlerinden yarattığı nakitle ve Almatı'nın proje finansmanı yatırım kredisi limitinden finanse edilmesini beklenmektedir. TAV, Almatı'daki mevcut tarifelerin emsal havalimanlarına kıyasla çok düşük seviyelerde olduğunu düşünüyor. Bu doğrultuda; TAV Havalimanları'nın baz senaryo tarife teklifi kabul edilirse, 2025'in ikinci yarısından başlayarak Şirket, Almatı'da %13-15 oranında kalıcı bir FAVÖK artışı bekliyor. Şirket, bunun yanı sıra Bodrum ve İzmir'de güneş paneli yatırımlarına başladığı ve Ankara'da da yakın zamanda başlamayı hedeflemektedir. Üç santralin, 9A24'te €6mn elektrik gideri olan bu havalimanlarının toplam elektrik tüketiminin %30'unu karşılaması beklenmektedir. BTA'nın da Antalya Havalimanı'na yatırım yapacağı ve Havaş'ın İstanbul Havalimanı'na depo yatırımının yapılacağı da Şirket tarafından belirtilmiştir.

➤ Almatı'nın pozitif katkısı, işletilen havalimanlarının iç ve dış hat yolcu sayısında artış yukarı yönlü risklerdir. Finansmana erişim zorlukları, herhangi salgın olayı, jeopolitik riskler Şirket için aşağı yönlü risklerdir.

Kod	TAVHL.TI/IS	Kapanış	274,25	
Piyasa Değeri (Mn TL)	99.630	Son 12 Ay En Yüksek	294,75	
Piyasa Değeri (Mn \$)	2.881	Son 12 Ay En Düşük	99,95	
Firma Değeri (Mn TL)	140.407	Beta	1,04	
Firma Değeri (Mn \$)	4.076	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	17,5	
Halka Açıklık Oranı (%)	48,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	72,92	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	9A23	9A24
Satış Gelirleri	24.874	46.781	23.817	43.440
Büyüme (%)		88,1%		82,4%
FAVÖK	7.492	13.857	8.244	14.318
FAVÖK Marjı (%)	30,1%	29,6%	34,6%	33,0%
Net Kar (Mn TL)	2.580	10.230	5.370	6.627
Pay Başına Kar	1,13	2,24	14,78	18,24
Temettü Verimi	0,0%	0,0%		
Net Borç / FAVÖK (x)	3,57	1,31		2,62
Net Borç / Özsermaye (x)	0,85	0,15		0,67
Ort. Özsermaye Karlılığı		13,6%		10,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,4%		5,8%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	9A23	9A24
F/K	38,6	9,7		8,2
FD/FAVÖK	3,6	10,1		9,0
FD/Satışlar	1,1	3,0		2,6
F/DD	4,3	2,2		1,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	22,7	9,7	155,1	134,2
\$ Getiri (%)	21,3	7,8	116,9	95,6
BIST-100 Relatif (%)	13,7	11,8	97,4	94,3



Kaynak: TAV Havalimanları Holding, KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 9A24'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Turkcell (AL, Hedef Fiyat: 145,20 TL)

Getiri Potansiyeli: %60

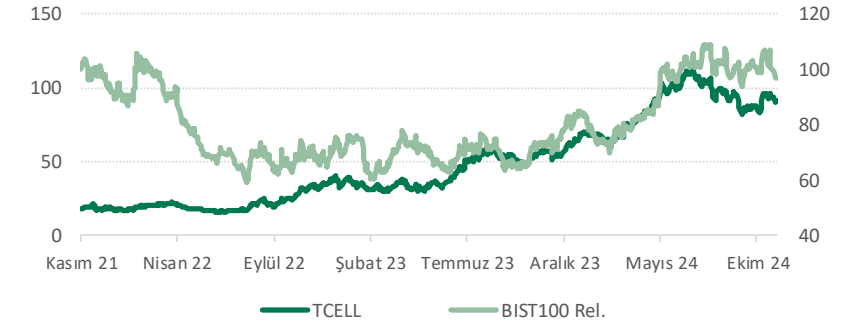
Turkcell (TCELL) hissesi için pay başına 145,20 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Hedef fiyatımız 29 Kasım 2024 kapanış fiyatına göre %60 yükseliş potansiyeli taşırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Başarılı fiyat ayarlamalarıyla beraber turizm sezonunun etkisiyle artan mobilitenin ve kullanıcı sayısının mobil segmenti, daha düşük süreli kontrat stratejisinin sabit genişbant segmentini destekleyeceğini düşünüyoruz. Telekomünikasyon sektörünün enflasyonist süreçte korunaklı sektörlerden biri olmasını ve dezenflasyon başlasa da kontratlar yenilendikçe zamların devreye girmesiyle ARPU büyümesinin enflasyon üzerinde artış göstermesini bekliyoruz.

Turkcell, enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 3Ç24 döneminde 14.280mn TL net kar elde etti (3Ç23: 4.495mn TL zarar). Devredilen Ukrayna operasyonlarından yansıyan tek seferlik 11.214mn TL gelir yüksek net karın ana sebebi oldu. Şirket'in TMS-29 etkisi dâhil satış gelirleri geçen yıla göre %7 artışla 40.171mn TL oldu. Bu çeyrekte net abone kazanımı 322bin olurken, genişleyen abone tabanı ve güçlü ARPU büyümesi satış gelirlerini destekleyerek reel büyümenin temellerini oluşturdu. ARPU (kullanıcı başına gelirler), başarılı fiyat ayarlamaları ve abonelerin paketlerini yükseltme konusundaki performansı mobil segmentte yıllık %6,9, sabit bireysel fiber tarafta %15,1 arttı. Gelire oranla azalan arabağlantı giderleri ve maliyetler FAVÖK iyileşmesine katkı sağladı. TMS-29 etkisi dahil FAVÖK, 3Ç23'deki 16.091mn TL'ye kıyasla %10 artışla 17.757mn TL seviyesine ulaştı. FAVÖK marjı %44,2 oldu (2Ç23: %42,8).

2024 yılı gelir beklentisi revize edildi: Değişen enflasyon beklentisi sonucu şirket 2024 yılı için düşük çift haneli gelir büyümesi beklentisini yaklaşık %7 reel büyüme olarak revize etti. Yaklaşık %42 FAVÖK marjı ve yaklaşık %23 seviyesinde operasyonel harcamalar/gelir gerçekleşmesi beklentileri korundu.

Kod	TCELL.IS	Kapanış	90.55	
Piyasa Değeri (Mn TL)	199,210	Son 12 Ay En Yüksek	115.30	
Piyasa Değeri (Mn \$)	5,761	Son 12 Ay En Düşük	51.22	
Firma Değeri (Mn TL)	218,248	Beta	0.98	
Firma Değeri (Mn \$)	6,319	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	64.6	
Halka Açıklık Oranı (%)	54.00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	30.3%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)				
	2022A*	2023A*	9A23	9A24
Satış Gelirleri	127,012	197,715	108,295	114,592
Büyüme		55.7%		5.8%
FAVÖK	49,736	59,611	44,485	49,031
FAVÖK Marjı	39.2%	30.2%	41.1%	42.8%
Net Kar (Mn TL)	9,348	17,056	-5,707	20,555
Pay Başına Kar	4.25	7.75	-2.59	9.34
Temettü Verimi	1.4%	1.6%		
Net Borç / FAVÖK (x)	1.04	0.58		0.30
Net Borç / Özsermaye (x)	0.35	0.21		0.11
Ort. Özsermaye Karlılığı		10.8%		25.4%
Ortalama Aktif Karlılığı		6.5%		16.3%
Değerleme Çarpanları				
	2022A*	2023A*	9A23	9A24
F/K	21.3	11.7		4.6
FD/FAVÖK	1.2	3.7		3.4
FD/Satışlar	0.5	1.1		1.1
F/DD	1.8	1.2		1.1
Getiri				
	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	5.9	-9.1	62.0	58.4
Ş Getiri (%)	4.7	-10.8	37.7	32.0
BIST-100 Relatif (%):	-2.5	-4.8	25.4	31.7



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 9A24'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: TRY 475,40) Getiri Potansiyeli: 67%

Kuvvetli operasyonel faaliyetlerin ve güçlü yolcu trafiğinin devam edeceğini düşünüyoruz...

➤ Türk Hava Yolları'nın hem güçlü & operasyonel filo yapılanmasını hem de ilerleyen dönemlerde filoya dahil olacak uçaklarla birlikte önemli bir büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz. Kargo operasyonlarının THY'nin operasyonel yapısını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket'in bölgesel gelir dağılımının, kurlardaki oynaklığa karşı THY'ye doğal hedging görevi sağlamakta olduğunu ve şirket gelirleri açısından destekleyici olduğunun altını çiziyoruz. AKK'nın 2024 yılında %10,4'lük büyüme kaydedebileceğini hesaplıyoruz. Şirket payları için İNA ve yurt dışı benzerlerine görece değerlemelerini sırasıyla %60 ve %40 ağırlıklar ile kullandığımız değerlememiz, 12 aylık 475,40 TL hedef fiyata karşılık gelmektedir.

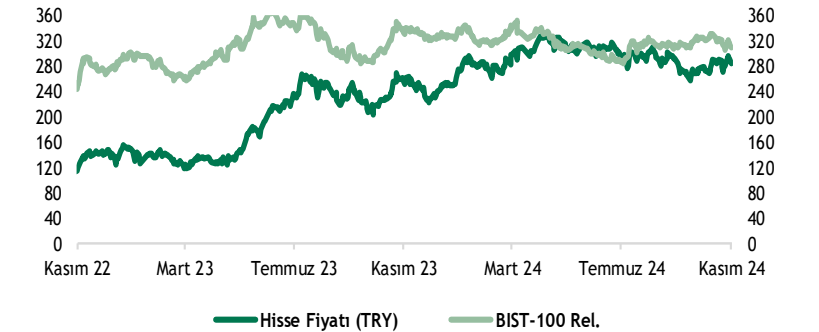
➤ Şirket, Ekim 2023'e kıyasla Ekim 2024'te toplam yolcu sayısında yıllık %2,9'luk düşüş kaydetmiştir. THY'nin Ekim 2024'teki toplam yolcu sayısı 7.15mn olarak gerçekleşmiştir. Bunu yanında, Ekim 2024'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %65,8'e ulaşmıştır. THY, Ekim 2024'te yıllık bazda %1,7 düşüşle 4.7mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %5,1 oranında düşerek 2.44mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Ekim 2024'te yıllık bazda yatay seyrederek %82,7 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Ekim 2024'te yıllık bazda %4,7 artış göstermiştir.

➤ Geride kalan çeyreklerdeki baskılanmış uçuş talebinin 2023'te güçlü toparlanma eğilimiyle telafi edilmesi ve yolcu sayısında özellikle dış hatlarda kuvvetli iyileşmenin etkisiyle Türk Hava Yolları'nın operasyonel olarak başarılı sonuçlarının 2024 yılında da sürmesini beklemekte ve yolcu talebinin ilerleyen süreçlerde görece olarak güçlü seyretmesini beklemekteyiz. Yolcu trafiği, satış gelirleri ve FAVÖK'ün 2024 yılında da yükseliş trendini koruyacağını öngörüyoruz.

➤ Şirket, THY markası altındaki uçak sayısının 2033 yılına kadar 800'ü geçmesini beklerken yolcu sayısının ise 2033 yılında 170mn üstüne çıkmasını beklemektedir. THY, net borç/FAVÖK rakamının 2023 yılında 1-1,5x aralığında gerçekleşmesini, 2033 yılında ise bu rakamın 2-2,5x aralığında olabileceğini öngörmektedir. THY, ayrıca 2023-2033 yıllarını kapsayan Stratejik Planı çerçevesinde 230 adet kesin sipariş ve 125 adet satın alma hakkı bulunan uçağı, toplamda 355 adet uçağı satın alınmasına karar vermiştir.

➤ **Riskler:** COVID-19 ya da farklı bir virüs salgını, doğal afet ve jeopolitik risklerin artması trafik, karlılık tahminlerimizi ve değerlememizi olumsuz etkileyebilecektir. Jet yakıt fiyatlarında hızlı bir artış/azalış da tahminlerimizi ve değerlememiz üzerinde olumsuz/olumlu etkili olabilecektir.

Kod	THYAO.TI/IS	Kapanış		
Piyasa Değeri (Mn TL)	393.300	Son 12 Ay En Yüksek	285,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	11.374	Son 12 Ay En Düşük	332,00	
Firma Değeri (Mn TL)	675.494	Beta	221,60	
Firma Değeri (Mn \$)	19.644	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	1,05	
Halka Açıklık Oranı (%)	50,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	282,7	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	9A23	9A24
Satış Gelirleri	422.755	685.277	358.781	551.928
Büyüme (%)		62,1%		53,8%
FAVÖK	106.900	156.779	93.325	108.653
FAVÖK Marjı (%)	25,3%	22,9%	26,0%	19,7%
Net Kar (Mn TL)	64.437	221.456	69.503	88.866
Pay Başına Kar	28,26	48,57	50,36	64,40
Temettü Verimi	0,0%	0,0%		
Net Borç / FAVÖK (x)	2,23	0,12		1,78
Net Borç / Özsermaye (x)	0,97	0,15		0,46
Ort. Özsermaye Karlılığı		121,3%		184,1%
Ortalama Aktif Karlılığı		44,7%		107,1%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	9A24	
F/K	6,1	1,8		1,8
FD/FAVÖK	1,8	4,3		4,3
FD/Satışlar	0,5	1,0		1,0
F/DD	2,2	0,9		0,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	2,5	-5,2	24,7	11,8
\$ Getiri (%)	1,4	-6,8	6,0	-6,6
BIST-100 Relatif (%)	-5,0	-3,4	-3,5	-7,3



Kaynak: Türk Hava Yolları, KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* 2022 ve 2023 finansalları 9A24'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

Tavsiye Listesi...

Şeker Yatırım

Tavsiye Listesi

2 Aralık 2024

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	60,85	70,14	316.420	364.734	15,3%	6,57	1,37
GARAN	AL	120,50	166,46	506.100	699.139	38,1%	5,23	1,67
HALKB	TUT	16,25	21,44	116.753	154.046	31,9%	8,79	0,85
ISCTR	AL	13,63	17,65	340.750	441.146	29,5%	6,21	1,17
TSKB	AL	12,68	18,18	35.504	50.893	43,3%	3,92	1,22
VAKBN	TUT	23,18	26,43	229.851	262.078	14,0%	6,17	1,14
YKBNK	AL	29,64	36,44	250.371	307.810	22,9%	6,00	1,31
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	200,50	308,72	508.448	782.891	54,0%	11,73	1,00
SAHOL	AL	90,50	146,55	190.084	307.801	61,9%	26,83	0,69
TAVHL	AL	274,25	355,00	99.630	128.965	29,4%	11,34	1,64
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	164,70	210,60	31.531	40.319	27,9%	16,24	1,72
AKSEN	AL	35,56	55,00	43.609	67.450	54,7%	8,40	1,13
ARCLK	AL	142,90	267,50	96.562	180.760	87,2%	108,31	1,28
ASELS	AL	69,45	72,00	316.692	328.298	3,7%	34,62	2,55
BIMAS	AL	473,50	743,00	287.509	451.148	56,9%	13,35	2,85
CCOLA	AL	53,20	76,60	148.858	214.340	44,0%	7,37	2,78
CIMSA	AL	40,50	41,94	38.296	39.658	3,6%	8,32	1,54
DOAS	AL	214,00	347,00	47.080	76.340	62,1%	4,51	0,92
EREGL	AL	25,78	33,42	180.460	233.926	29,6%	9,66	0,80
FROTO	AL	967,00	1.320,00	339.330	463.200	36,5%	6,64	3,35
KRDMD	AL	27,44	39,15	21.409	30.544	42,7%	13,10	0,65
MGROS	AL	483,25	685,00	87.494	124.022	41,7%	13,75	1,62
PETKM	AL	18,34	26,00	46.481	65.902	41,8%	2,39	0,75
PGSUS	AL	217,80	328,00	108.900	164.001	50,6%	4,70	1,44
SELEC	TUT	80,60	84,50	50.053	52.475	4,8%	37,58	2,40
SISE	AL	40,56	68,30	124.244	209.210	68,4%	6,73	0,70
TCELL	AL	90,55	145,20	199.210	319.441	60,4%	4,60	1,14
THYAO	AL	285,00	475,40	393.300	656.051	66,8%	2,16	0,64
TOASO	AL	198,00	341,90	99.000	170.950	72,7%	8,23	2,24
TTKOM	AL	46,04	69,05	161.140	241.691	50,0%	6,28	1,19
TUPRS	AL	147,20	238,46	283.624	459.470	62,0%	4,50	1,17
VESBE	AL	17,06	30,55	27.296	48.887	79,1%	17,16	0,96
ZOREN	TUT	4,24	4,80	21.200	23.990	13,2%	1,48	0,35

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. 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.

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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 rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekilde ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. - Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com