

# 2025 GÖRÜNÜM RAPORU

## 'BİLMECE BİR YIL DAHA'

Tacirler Yatırım

Araştırma ve İçerik Yönetimi

[arastirma@tacirler.com.tr](mailto:arastirma@tacirler.com.tr)

**TACİRLER**  
YATIRIM

## Bilmece bir yıl daha

**2025 yılına birçok bilinmeyenin gölgesinde zorlu bir başlangıç yapıyoruz.**

**Birkaç başlık altında özetlersek:**

**i) ABD’de** Trump döneminde izlenecek politikaların küresel çapta ekonomik ve siyasi sonuçları ölçülebilir olmaktan çok uzak ve bu durum halen iyimser kalınan değerlemeleri baskı altına alabilir. Gevşeme imkânı ve hareket alanı daralan Fed ve para politikalarının, mali politikalarda beklenen rahatlatıcı adımlarla ne derece dengelenebileceği ve küresel ilişkiler ABD’de 2025’in en önemli piyasa başlığı olacak. Ayrıca, blok-zincir altyapıları, yapay zeka vb. yeni teknolojilere olan ilginin de artarak süreceğini düşünüyoruz.

**ii) Avrupa’da** bölgenin lider ülkeleri Almanya ve Fransa başta olmak üzere siyasi tıkanma noktasına gelinen bütçe ve dış politika belirsizlikleri, Rusya ile ilişkiler ve büyümeyi destekleme çabaları izlenecek.

**iii) Asya’da** yılların örnek ülkesi G. Kore’nin şaşırtan istikrar kaybı ve devam eden süreçte yaşanacaklar izlenecek. Ülkenin gelişmekte olan ülke statüsü devam ederken, küresel GOÜ portföylerinde %10 civarındaki ağırlığının azaltılmasına yönelik tercihlerin yaygınlaşması halinde bunun diğer GOÜ varlıklarına pozitif etkisi görülebilir. Çin’de ise 2024’te atılan teşvik adımlarının büyüme ve finansal istikrara yansımaları izlenirken, teşviklerin 2025’te de devamı bekleniyor.

**iv) Ortadoğu’da** çözüm bekleyen köklü sorunların çeşitlenerek devam ettiği bir gündemle 2025’e başlıyoruz. Suriye’nin parçalanma riskleri de içeren yeniden yapılanma süreci, İsrail’in bölgedeki operasyonları ve çevre ülkelerin izleyeceği politikalar, enerji ve değerli metaller başta olmak üzere emtia fiyatlarının bölgedeki gelişmelerden ne oranda etkileneceği piyasaların takibinde olacaktır.

**v) Türkiye’de ise,** yakın coğrafyamızda cereyan eden tarihi süreçlere ek olarak, içeride erken seçim, yeni anayasa tartışmaları paralelinde devam eden dezenflasyon süreci, ivme kaybeden büyüme performansı ve hem para hem de maliye politikalarında beklenen adımların etkileri izlenecek.

**Piyasalar açısından,** 2025 yılına, bütün bu belirsizliklere ve risklere karşın hisse senedi piyasaları açısından değerlemelerin sunduğu cazip potansiyellerin morali ile başlıyoruz. ABD ve Avrupa borsa endekslerine dair dolar, euro veya sterlin bazında çift haneli getiri beklentileri devam ederken, Asya’da lokal para birimleri bazında %10-25 arası potansiyeller ile halen borsalar tarafında reel getiriler öngörülüyor.

**Borsa İstanbul’da ise** şirket bazlı değerlemeler üzerinden tümevarım ile hesapladığımız BIST 100 endeks hedefimiz 13.900 puana işaret ediyor. Bu hedefin, TCMB’den faiz indirim sürecinin temposuna hassasiyeti olduğunu, yüksek tempolu ve piyasa faizleri ile büyümeye etki eden bir indirim serisinin endeks hedefimizi 15 bin civarına taşıyabileceğini belirtelim.

**2025’te,**

***Prüvanız neta, dümeniniz viya, rüzgarınız kolayınıza olsun !***



## Küresel Görünüm

---

## Küresel Görünüm

### ABD'de Trump 2.0 dönemi

Küresel ekonomiler, ABD'de Trump ve Cumhuriyetçilerin başkanlık koltuğu ve Kongre'de kontrolü elde ettiği seçim zaferi sonrasında 2025'e yeniden gümrük tarifeleri üzerinden yönetilen ticaret savaşlarına dair artan kaygılarla başlıyor. Sağdaki grafikte en altta görülen ve ABD'nin yüksek dış ticaret açığı verdiği ülkeler bu savaşın ilk muhatapları olacak. Bu ülkelerden, özellikle de Çin'den ithal edilen ürün ve hizmetlere yönelik kısıtlamalar, ABD'de daha içe dönük bir ekonomi görünümü yaratırken, ilk etapta oluşabilecek arz sıkıntılarını da enflasyonist sonuçlar doğuracaktır. Ek olarak, ABD'nin doğrudan çekişme içine girdiği ülkelerden ara ürün tedarik eden diğer ülkelerin de ABD ile ticari ilişkilerinde bozulmalar ve ticaret hacimlerinde daralmalar görülebilir. Dünyanın i) en büyük ekonomisi, ii) en büyük tüketicisi ve iii) en önemli müşterisi olan ABD'de Trump döneminde izlenmesi beklenen politikaların küresel ticaret dengelerine önemli etkileri olacaktır.

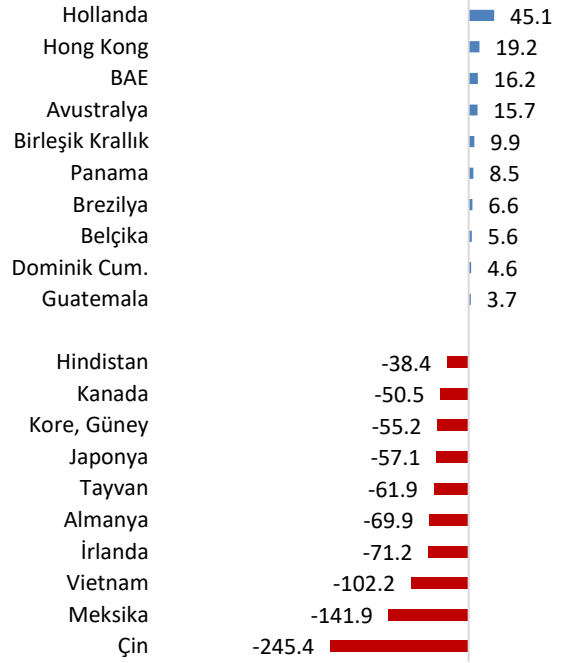
**Trumponomics** adı verilen ve Trump'ın ikinci başkanlık döneminde izlenmesi muhtemel ekonomi politikalarını ifade eden dönemde, ABD'de enflasyonist baskıların artması ile para politikalarının daha az gevşemeci, mali politikaların ise daha gevşemeci olması bekleniyor. Küresel ekonomik büyüklüğün dörtte birini oluşturan ABD ekonomisinde, Fed'in istihdam ve büyümeyi destekleyici ölçüde parasal gevşeme adımları atamamasının ülke ekonomisine ne boyutta bir zarar vereceğini, bu alandaki zayıflıklar nedeniyle Trump yönetiminin planladığı politikalarda ne derece ısrarlı olacağını ise zaman gösterecek.

Fed'den faiz indirim beklentileri azalırken, kurumlar üzerindeki vergi yükünün azalması beklentisi ise şirket değerlemelerini ve ABD borsa endekslerine dair hedefleri yukarı çekiyor. Bu nedenle, **Trump 2.0 dönemine dair yoğun endişelere karşın, son dönemde Wall Street endekslerine dair güncellenen tahminlerde dolar bazında çift haneli getiri beklentilerinin arttığını; 2024'ü 6 bin'in biraz üzerinde tamamlamak üzere olan S&P 500 endeksi için 2025'e dair 7 bin ve üzeri rekor seviyelere yönelik hedeflerin sıklıkla paylaşıldığını görüyoruz.**

Trump döneminin para ve emtia piyasalarına olası etkilerine de kısaca bakarsak, küresel rezerv para tabanının %60'ına yakın kısmını oluşturan dolar üzerinde değerlendirme baskısının artabileceği, bu nedenle de gelişmekte olan ülke varlıklarına ve para birimlerine dair risklerin arttığını düşünüyoruz. Son olarak, Ocak ayına girilmesi ve Trump'ın 20 Ocak'ta resmi olarak idareyi ele alması sonrasında belirsizlik faktörleri daha fazla fiyatlara girmeye başlayabilir. Bu durumda, **bir süredir göz ardı edilen tarihi ortalamaların üzerindeki değerlendirme çarpanları daha görünür olacak ve devamlılığı sorgulanacaktır. Bu sorgulamanın ABD borsalarına sert satışlar getirmesini beklememekle beraber, yatırımcıların ABD'de kurumlar vergilerinin ne zaman indirilebileceğine, bunun değerlemeleri ne derece destekleyeceğine dair sabrunun sınırlanacağı günler göreceğimizi düşünüyoruz.**

Sektörel açıdan teknoloji, elektrikli araçlar ve ilgili yan sanayi, iç tüketime yönelik ticari faaliyetler, lojistik, perakende, kart ve harcama sistemlerini destekleyen finansal hizmetler, geleneksel enerji üreticileri ve medya şirketleri Trump 2.0 döneminin kazananları (ve kazandıranları) olabilir. Ek olarak, daha içe kapalı bir ekonomide, ABD'li küçük – orta ölçekli şirketler bu durumdan fayda sağlayabilir. Bu da, ABD borsasının geniş kapsamlı endeksi olan Russel 3000'in son %8'lik dilimini oluşturan Russel 2000 endeksinin S&P 500, Dow Jones Sanayi gibi majör ABD endekslerine göre daha iyi performans sergilemesine neden olabilir.

#### ABD, ülkeler bazında dış ticaret dengeleri (ilk / son 10 ülke, 2024 ilk 10 ay, mlr\$)



Kaynak: census.org

## Küresel Görünüm

### Avrupa'da kış uzun sürebilir

Avrupa açısından Trump 2.0 döneminin bir takım zorlukları da beraberinde getireceği görülüyor. Çin menşeli ürünlerin küresel dolaşımına karşı 2017 – 2021 dönemine göre daha kısıtlayıcı politikalar yürütülmesi beklenen 2025 – 2028 döneminde Avrupalı şirketlerin Çin'den ürün tedariki konusunda da bazı engellerle karşı karşıya kalabileceği bir döneme giriyoruz. Ek olarak, Rusya'dan enerji ithalatında halen zorluklar yaşayan Avrupa'da, bölgenin lider ülkeleri Almanya ve Fransa'da artan siyasi belirsizlikler de bölge ekonomilerinin performansı üzerinde olumsuz anlamda etkili olacaktır.

Avrupa ekonomileri için büyüme beklentileri genel olarak aşağı revize edilirken, düşük enflasyonun da desteği ile Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirimleri konusunda Fed'den daha rahat bir hareket alanı ve faiz indirim marjı olduğunu düşünüyoruz. Fakat, bu durumun Avrupa borsalarına vereceği destek konusunda temkinliyiz. Çarpanlar bazında daha makul oranlarda olan Avrupa borsaları için değerlendirme odaklı potansiyel getiriler ABD borsalarına göre daha yüksek olsa da bu potansiyelin açığa çıkması önünde ciddi engeller olan bir yıla giriyoruz.

Rakamlarla konuşursak, Bloomberg'den aldığımız 12 aylık hedef endeks değerlere göre, Alman DAX endeksi için 2025'e girerken %15, Fransa CAC 40, İngiltere FTSE 100 ve Euro Stoxx 50 endekslisi için %17 civarında potansiyel getiriler öngörüldüğünü izliyoruz.

Bu değerlemelerde henüz fazla yer bulmadığını düşündüğümüz bir diğer risk de, Avrupa'da küresel iklim değişikliği, sürdürülebilirlik vb. alanlara ayrılan yüksek bütçelerin Trump 2.0 döneminde artma olasılığıdır. Bu tarz kar veya verimlilik odaklı olmayan (ya da kısmi olan) harcamaların artması da şirket değerlemelerini baskı altına alabilecek bir diğer unsur olarak öne çıkabilir.

### Asya'da riskler ve fırsatlar bir arada

2025 yılına damga vurabilecek en önemli paradigma değişikliği ABD – Çin ticaret savaşlarının yeniden alevlenmesi. Fakat bu durum, Çin için doğrudan ve çok büyük bir baskı unsuru olarak görülmüyor. Çin'de zaten nüfus artışı, demografik değişim, şehirleşme hızı ve artan sosyal ihtiyaçları karşılama açısından ideal oranların çok altında büyüme oranları olması nedeniyle içe dönük teşvikler ve ekonomiyi canlandırma arayışları uzun süredir takip ediliyor. Bugüne kadar açıklanan teşvikler tek tek bir bazuka etkisi yaratmaktan uzak olsa da, toplam büyüklüğü 2 trilyon dolara yaklaşan ve tüketimden finansal sistemin rahatlatılmasına, emtia üreticilerinden emlak sektörünün borç yükünün azaltılmasına pek çok farklı alanda açıklanan teşviklerin 2025'te büyümeyi desteklemesini bekleriz. Diğer Asya ekonomilerine baktığımızda ise Tayvan, Singapur, Avustralya, Filipinler, Endonezya ve Malezya için Çin menşeli ürünlerin ikame üreticileri olabildikleri ölçüde Trump 2.0 döneminin bir destek sağlayabileceğini; parasal sıkılaştırma döngüsüne yönelen Japonya açısından ise, ABD güdümlü piyasa ekonomisinden uzaklaşmanın zorlukları nedeniyle zayıf bir dönem yaşanacağını düşünüyoruz.

### Gelişmekte olan ülkeler ayrışacak

2025 yılında küresel ekonomi görünümü üzerinde artan riskler, güçlü dolar temasının artması ve Fed'in faiz indirimleri konusunda daha isteksiz kalabileceği beklentisi gelişen ekonomiler açısından sevimsiz bir döneme işaret ediyor. Bununla beraber, bölgesel savaşların sona erebileceği beklentileri Orta ve Doğu Avrupa'nın nefes almasına neden olabilir ve Macaristan, Romanya, Belarus, Ukrayna ve Rusya ekonomilerinin bölgesel ve küresel entegrasyonunu artırabilir.

Kuzey Afrika ülkelerinin yapılanma sürecinin 2025'te de devam edeceğini, Güney Afrika'da ise devam eden reformların büyüme potansiyelini ve not artırımı beklentilerini destekleyerek küresel fonların ülkedeki payını artıracığını düşünüyoruz.

Orta ve Latin Amerika bölgesinde ise, uzun süreli ekonomik zorlukları geride bırakma sürecine giren Arjantin ve sosyal tikanıklığı aşma yoluna giren Meksika 2025'te yatırımcıların odağında olacaktır. Fakat, Meksika'nın ABD'de izlenecek tarife odaklı politikalar karşı daha kırılgan olduğunu da hatırlatalım.

## Makro Görünüm

---

## Makro Görünüm

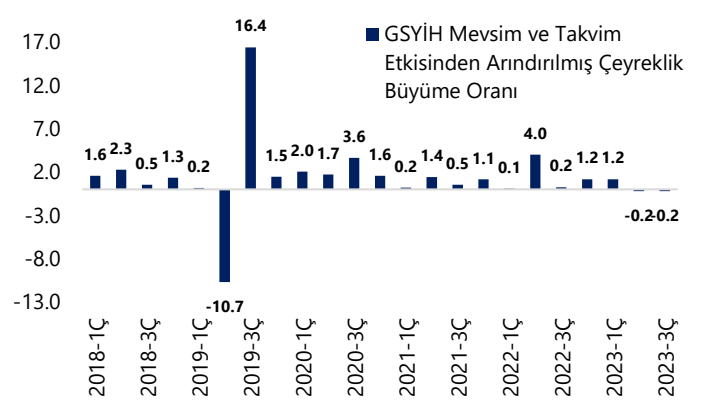
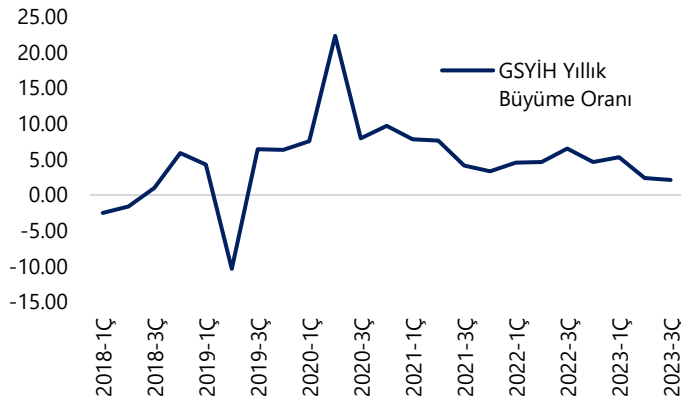
### Büyüme

**Yıllık büyümenin 2025 yılının ikinci çeyreğine kadar görece yavaş seyretmesini, ikinci çeyrek ve sonrasında ise bir miktar ivme kazanmasını bekliyoruz.** Sıkı para politikası uygulanmaya başladığından bu yana ekonomide arz tarafı baskılanmaya devam ederken, talepteki atalet; (i) fiyatlama davranışlarındaki bozulma, (ii) bozulan gelir dağılımı, (iii) yüksek faizin yarattığı servet etkisi ve (iv) yüksek enflasyon beklentileri ortamında öne çekilen talep olgusunun sürmesi ile birlikte devam ediyor. Uzun süre yüksek enflasyona maruz kalan ve fiyatlama davranışı bu paralelde bozulan ekonomik birimlerin algısını iyileştirmek, enflasyonla mücadelenin en zorlu bileşenlerinden birini oluşturuyor. Son gelen verilerde ülke ekonomisinde belirgin bir yavaşlama olduğunu takip etsek de, soğumanın dezenflasyonla mücadele açısından yeterli düzeyde olmadığını değerlendiriyoruz.

**Aralık itibarıyla öncü göstergelerden gelen son sinyalleri analiz ettiğimizde:** İstanbul Sanayi Odası (İSO) Türkiye İmalat PMI kasımda 45,8 seviyesinden 48,3 seviyesine yükselirken, endeks üst üste sekizinci ayında da 50 eşik değerinin altında kalarak daralma sinyali üretmeye devam etti. Bloomberg HT Tüketici Güven Endeksi ise kasım ayında aylık %4,9 artarak 72 seviyesine çıkarken, tüketim eğilimindeki artış ön plana çıkmaya devam etti. Arındırılmış Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE) de kasım ayında 102,2 seviyesinden 103,4 seviyesine çıkarak nisan ayından bu yana en yüksek düzeyine ulaştı. Kredi kartı harcamalarında ve kredi trend büyümelerinde de ılımlı artışlar olduğunu takip ediyoruz.

**Türkiye ekonomisi 2024 yılının üçüncü çeyreğinde çeyreklik bazda %0,2 daralırken, ikinci çeyreğe ilişkin veri de çeyreklik %0,2 daralmaya revize edildi.** Böylelikle teknik resesyona giren Türkiye ekonomisinde, henüz yeterli veriye sahip olmamakla birlikte, şimdiye kadar gelen veriler son çeyrek için üçüncü çeyreğe kıyasla biraz daha iyimser bir aktivite görünümünü işaret ediyor. Burada, yılın son aylarında harcama eğiliminde gözlenen artış etkili olsa da asıl unsurun enflasyondaki düşüşün yavaşlaması ile birlikte öne çekilen talep olduğunu değerlendiriyoruz. Tüketim eğiliminde yılın son aylarında görülen ısrarlı artışın, 2024 yılının son çeyreğinde çeyreklik bazda pozitif bir büyümeyi beraberinde getirme ihtimalinin arttığını değerlendiriyoruz. Ancak, sıkı finansal koşulların sanayi aktivitesi üzerinde baskı yaratmaya devam edeceğini ve yıllık GSYİH büyümesinin önümüzdeki iki çeyrek boyunca gerilemeyi sürdüreceğini tahmin ediyoruz.

#### GSYİH Büyüme Oranı (%)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

**Bu gelişmeler ışığında, tahminlerimiz üzerindeki aşağı yönlü riskleri gözetmekle birlikte, GSYİH büyümesinin 2024 yılını %2,9 seviyesinde tamamlamasını ve 2025 yıl sonunda %2,6 düzeyinde oluşmasını bekliyoruz.** TCMB'nin çıktığı tahminleri üzerinden de takip edilebileceği gibi, sıkı para politikasının gecikmeli etkilerinin 2025 yılının ikinci çeyreğine kadar etkili olacağı kanaatindeyiz. 2025 yılının ikinci yarısı itibarıyla ise, gerileyen enflasyon ve beklenen faiz indirimlerinin gecikmeli etkisi ile birlikte aktivitenin bir miktar toparlanmasını bekliyoruz. 2024 yılında %2,9'a inmesini beklediğimiz büyümenin, 2025 yılında ilk yarı ve ikinci yarıda belirgin ayrışma göstererek yıl sonunda %2,6 ile önceki yıldan daha düşük bir düzeyde oluşacağı kanaatindeyiz. Tahminlerimizi, faiz indirimleri başladıktan sonra finansal koşullarda yakın dönemde belirgin bir gevşeme olmayacağı, para ve maliye politikalarının koordineli bir şekilde yürütüleceği ve sanayi sektörü aktivitesindeki görece zayıf seyrin bir düre daha etkili olacağı varsayımı ile belirledik.

## Makro Görünüm

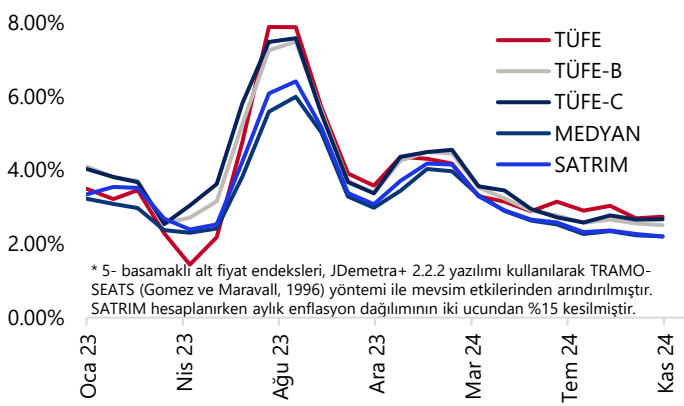
### Enflasyon

**2025 yılının enflasyonla mücadele açısından bu yıla kıyasla daha zorlu geçmesini bekliyoruz.** 2024 yılına %65 ile başlayan yıllık TÜFE, Mayıs ayında %75 ile zirve yapmasının ardından yaz aylarında düşüş sürecine girdi. Yaz döneminde devreye giren 20 yüzde puana yakın olumlu baz etkisinin de yardımı ile birlikte eylül itibarıyla %50 altına gerileyen yıllık TÜFE'nin bu yılı %45,4 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. TCMB'nin sözel yönlendirmesi ile birlikte piyasa katılımcılarının radarına giren aylık enflasyon ana eğiliminde ise hedeflenen seviyelere inilemediğini gözlemliyoruz.

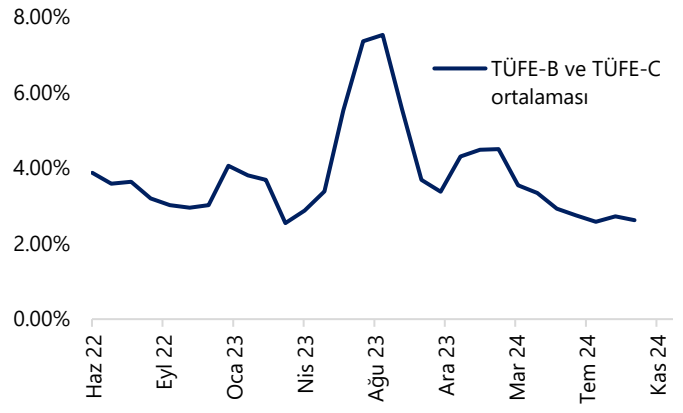
**Gıda fiyat artışları gücünü korurken, gıda hariç enflasyonda gerileme izleniyor.** TCMB, gıda fiyatlarındaki seyrin para politikası etkinliğinin görece dışında kaldığını vurguluyor olsa da, kamu otoritesinin bu konuda nasıl bir önlem alacağı konusu belirsizliğini koruyor. Dolayısı ile gıda artışının enflasyondaki düşüş önünde engel teşkil etmeye devam edeceği ve enflasyon konusundaki kazanımların 2025 yılında resmi tahminlerden daha sınırlı olacağı kanaatindeyiz.

**Enflasyonun ana eğiliminin 2024 yılının son çeyreğinde ortalama %2,7 ile beklentilerin üzerinde kalmaya devam edeceğini hesaplıyoruz.** 2025 yılı tahminlerimizi özetlemek gerekirse: Arındırılmış aylık TÜFE artışının (MA aylık enflasyon değişimi, 3-aylık ortalama) 2025 yılı ilk çeyreğinde ortalama %2,55, ikinci çeyreğinde ortalama %2,12, üçüncü çeyreğinde ortalama %1,93 seviyesinde oluşmasını ve son çeyrekte ise ortalamada %1,8'e yakınsamasını bekliyoruz.

#### Ana Eğilim Göstergeleri\* (MA, aylık % değişim, 3-aylık HO)



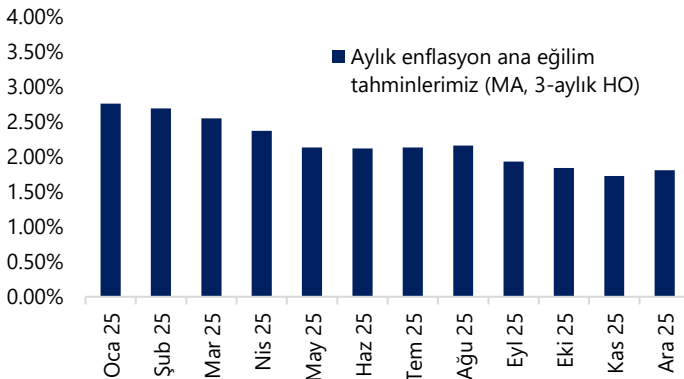
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım



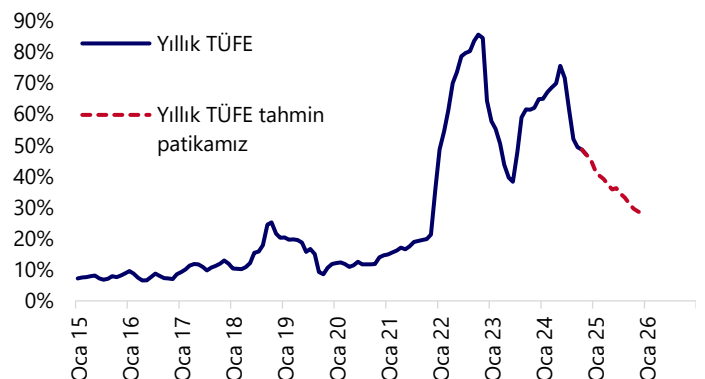
Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

**Yıllık TÜFE'nin 2024'ü %45,4 seviyesinde tamamlamasının ardından; 1Ç25 sonunda %39,2, 2Ç25 sonunda %36,2, 3Ç25 sonunda %31,2 ve 2025 sonunda %28 seviyesinde oluşacağını öngörüyoruz.** 2025 enflasyon tahminlerimiz üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğu görüşünde olmakla birlikte, tahminlerimizi; para ve maliye politikası arasındaki eşgüdümün güçlendirileceği ve ücret & yönetilen fiyat ayarlamalarının bu minvalde yapılacağı, para politikasının belirli bir reel faiz düzeyini gözeterek sıkı kalacağı ve kur & enerji tarafında bir şok yaşanmayacağı varsayımı ile belirledik.

#### Enflasyon Tahmin Patikamız



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

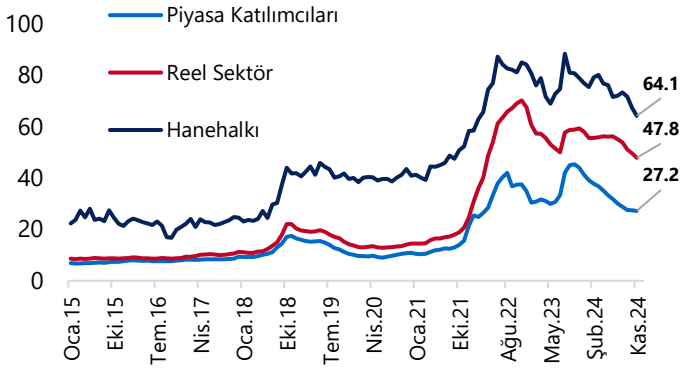


## Makro Görünüm

### Para Politikası

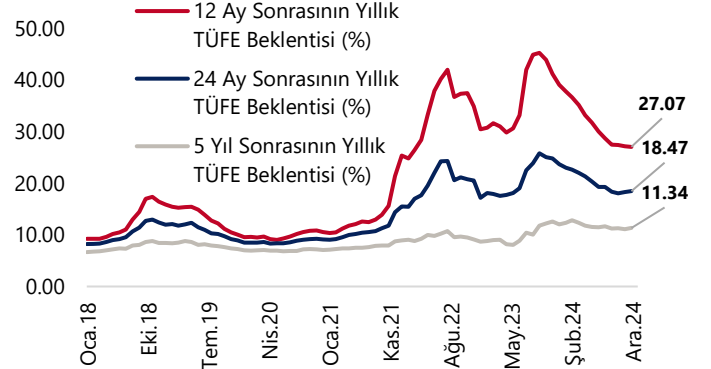
**TCMB'nin faiz indirimlerine aralık ayında 150 baz puanla başlamasını bekliyoruz.** Enflasyon ana eğilimi ve beklentilerinde daha önce ifade edilen hedeflere henüz ulaşamamış olsa da, TCMB'den gelen sinyaller elde edilen kazanımların faiz indirimi için yeterli görüldüğü yönünde. TCMB, hem 4. Çeyrek Enflasyon Raporu sunumunda hem de kasım toplantısında, para politikasının görece etki alanı dışında olan taze meyve ve sebze grubundaki yüksek fiyat artışından ötürü işlenmemiş gıda fiyatlarında yükseliş yaşandığını ve para politikası daha fazla sıkılaşırsa dahi burada etkinliğin sağlanamayacağını belirtmişti. Dolayısı ile, gıda fiyatlarındaki yüksek seyrin indirim için engel olarak görülmediğini anlıyoruz. Kasım ayı toplantı metninde ayrıca enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının iyileşme eğilimi sergilediği, ancak dezenflasyon açısından risk unsuru olmaya devam ettiği belirtildi. Başkan Karahan daha önceki açıklamalarında enflasyon beklentilerinde seviye değil seyir gözettiklerini belirtmişti. Beklentiler henüz çıpılanmamış olsa da mevcut eğilimin iyileşme olarak değerlendirildiğini, ancak bu konuda temkinli yaklaşımın korunduğunu görüyoruz.

#### Sektörel Enflasyon Beklentileri (gelecek 12 ay, %)



Kaynak: TÜİK, TCMB, Tacirler Yatırım

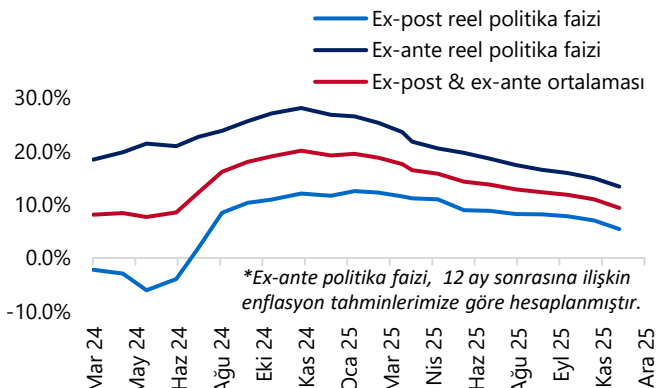
#### Piyasa Katılımcıları Anketi Enflasyon Beklentileri (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

**Bu çerçevede TCMB'nin faiz indirimlerine temkinli adımlarla başlamasını beklemekle birlikte, indirimlerin efektif sıkılaştırmanın önüne geçmek adına bir ayarlama minvalinde olacağını değerlendiriyoruz.** Başkan Karahan'ın ifadelerinden çıkarımla belirli bir reel getiri aralığında kalmaya özen gösterileceğini anlıyoruz. Bu çerçevede aralık ayında beklediğimiz 150 baz puan faiz indiriminin ardından, indirimlerin 2025 yılının büyük bölümünde süreceğini ve yıl sonunda politika faizinin %30 seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz. 2025 yıl sonu politika faizi tahminimizi belirlerken, ex-post ve ex-ante reel politika faiz düzeylerinde ve bu iki faiz düzeyinin ortalamasında belirli bir seviye üzerinde kalmaya özen gösterileceği varsayımı ile çalıştık. Diğer yandan, TCMB net APİ fonlamanasının eylül ortasından bu yana negatif seyrettiğini ve piyasadaki likidite fazlasının aralık ayında 600 milyar TL'ye yaklaştığını gözlemliyoruz. Dolayısı ile temkinli başlamasını beklediğimiz indirimlerin, sıkılaştırılan makroihtiyatı önlemlerle dengelemeye çalışılacağı görüşündeyiz.

#### Reel Politika Faizi Tahmin Patikamız (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

#### Politika Faizi & BIST Gecelik Repo Faizi (%)



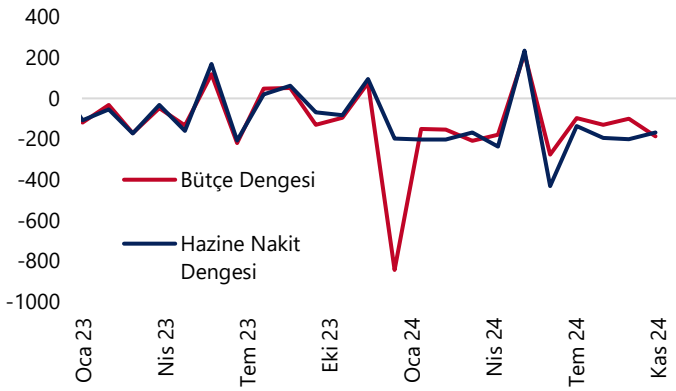
Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

## Makro Görünüm

### Maliye Politikası

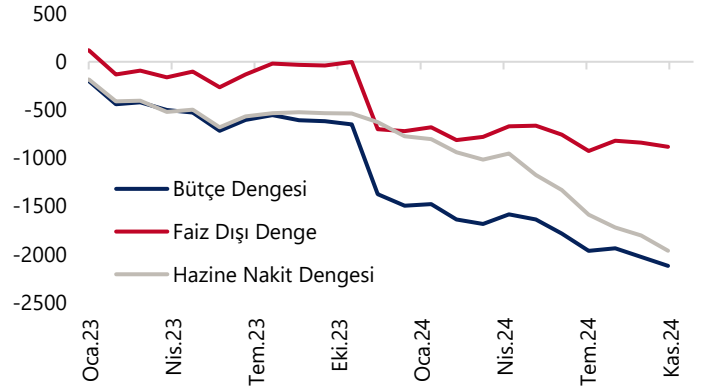
**2024 ve 2025 yıllarında bütçe açığının resmi tahminlerin altında kalmasını bekliyoruz.** Son gelen veriler çerçevesinde Ocak – Kasım 2024 döneminde bütçe açığı 1,28 trilyon TL, faiz dışı açık 81,7 milyar TL oldu. Aynı dönemde Hazine nakit dengesi 1,76 trilyon TL açık kaydederken, tahakkuk bazlı bütçe ile nakit bazlı bütçe arasındaki ayrışmanın devam ettiği izleniyor. Nakit bazlı performanstaki zayıf seyrin sürebileceği kanaatinde olmakla birlikte, gelecek dönemde vergi dışı gelirler ve faiz giderlerinin bütçe performansı açısından belirleyici olacağı görüşündeyiz.

#### Bütçe Dengesi ve Hazine Nakit Dengesi (milyar TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

#### Bütçe Göstergeleri (12-aylık kümülatif, milyar TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

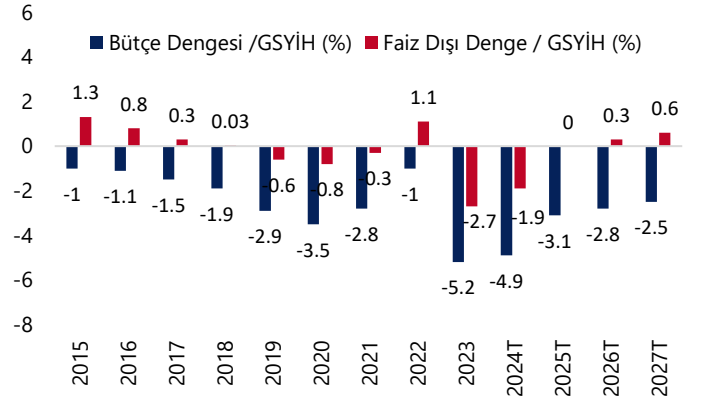
**Bütçe dinamiklerindeki mevsimsel etkileri de gözeterak aralık ayında bütçenin yaklaşık 640 milyar TL düzeyinde açık vermesini ve 2024 bütçe açığının 1,9 milyar TL (GSYİH'nın %4,3'ü) ile, 2,15 trilyon TL (GSYİH'nın %4,9'u) olan OVP tahmininin altında gerçekleşmesini bekliyoruz.** 2024 için öngörülen 1 trilyon TL civarındaki deprem harcamasının büyük kısmının yılın son döneminde tahakkuk etmesi ile, geçtiğimiz yılın aralık ayında olduğu gibi bu sene de bütçe açığının yılın son ayında önemli bir artış kaydetmesini ve OVP tahminlerine yakın bir yere taşınmasını beklemekteyiz.

#### Bütçe Gerçekleşmeleri (milyar TL)

	Oca – Kas 24	2024 Bütçe Projeksiyonu	Gerçekleşme Oranı
<b>Gelirler</b>	7.793,3	8.437,1	%92,4
Vergi Gelirleri	6.597,1	7.407,7	%89,1
Vergi Dışı Gelirler	1.196,2	1.029,4	%116,2
<b>Harcamalar</b>	9.070,2	11.089	%81,8
Faiz Harcamaları	1.195,2	1.254	%95,3
Faiz Dışı Harcamalar	7.875	9.835	%80,1
<b>Faiz Dışı Denge</b>	-81,7	-1.397,9	%5,8
<b>Bütçe Dengesi</b>	-1.276,9	-2.651,9	%48,2

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

#### OVP Bütçe Tahminleri



Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Tacirler Yatırım

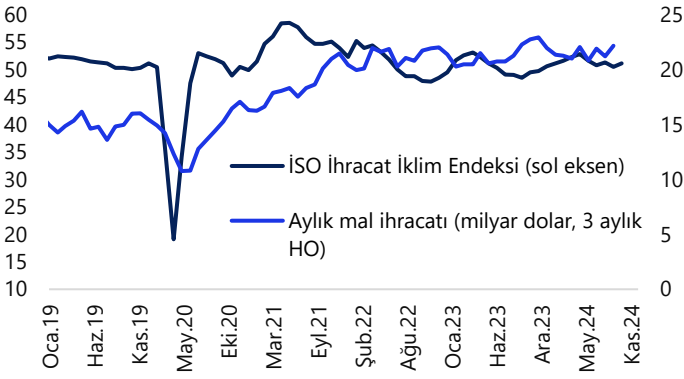
**Bütçe açığının 2025 yılını ise 1,61 trilyon TL (GSYİH'nın %2,7'si) düzeyinde tamamlayacağını ve resmi tahminlerin altında kalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.** 2025 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu Teklifi'ne göre gelecek yıl için 14,7 trilyon lira gider ve 12,8 trilyon lira gelir karşılığında bütçe açığının 1,9 trilyon lira (GSYİH'nın %3,1'i) seviyesinde oluşacağı tahmin ediliyor. Enflasyonla asıl mücadelenin verileceği 2025 yılında, maliye politikasının artan eş güdüm içinde uygulanması ve mali konsolidasyonun sağlanmasının enflasyon ve büyüme arasındaki denge açısından belirleyici olacağı görüşündeyiz. Enflasyon dinamikleri içerisinde talep kaynaklı ataletin sürdüğünü takip etmekle birlikte, maliye politikasının ince ayar kabiliyeti ile devrede olması önem arz ediyor.

## Makro Görünüm

### Cari İşlemler Dengesi

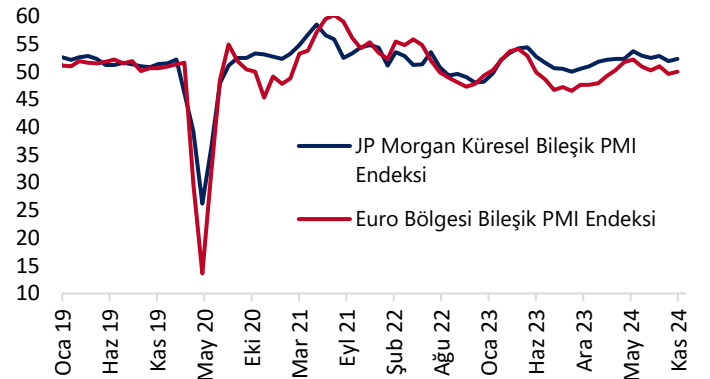
**İç talepteki dengelenme ve görece düşük enerji fiyatları cari açık performansına olumlu yansırken, ana ihracat pazarlarında zayıf seyir devam ediyor.** Talep koşullarına paralel olarak yıllık cari işlemler açığının bu yıl 2021'den sonra ilk kez tek haneli seviyeye gerilediğini takip ettik. İç talepteki dengelenmenin sunduğu katkının yanı sıra, altın ithalatındaki azalma ve enerji ithalatlarındaki görece ılımlı seyir de bu yıl cari açık performansını olumlu etkileyen faktörler arasında yer aldı. Ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığında büyük ölçüde ithalat kaynaklı bir gerileme gözlemlenirken, ihracat tarafında ise belirgin bir değişim izlenmedi. 2024 yılında büyüme kompozisyonundaki net ihracat katkısının da ihracattan ziyade azalan ithalattan geldiğini takip ettik. Burada, TL'deki reel değerlenmeden ziyade, ana ihracat pazarlarımızdaki düşük talep koşullarının etkili olduğunu değerlendiriyoruz.

#### İSO İhracat İklim Endeksi & İhracat



Kaynak: İstanbul Sanayi Odası (İSO), S&P Global, Tacirler Yatırım

#### Küresel PMI Endeksleri

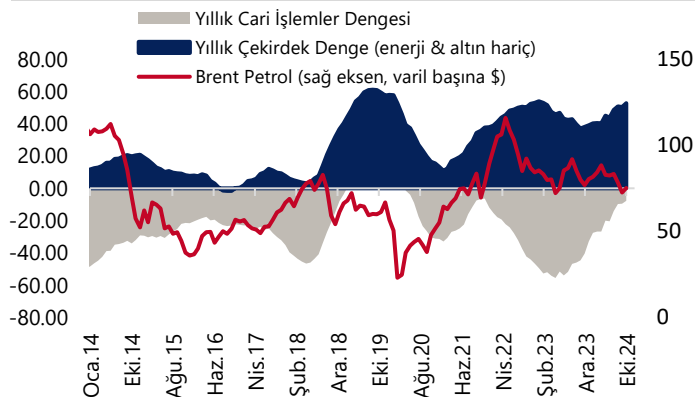


Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

**Ufukta dış talepte önemli bir toparlanma görünmüyor.** ABD'de Trump 2.0 döneminin, gümrük vergileri ve korumacı dış ticaret politikaları ile Avrupa ülkeleri genelinde büyümeyi negatif etkilemesi bekleniyor. Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinin etkilerinin 2025 ortalarında belirginleşmesi beklense de, Trump'ın Avrupa üzerindeki baskıları olumlu beklentileri zayıflatıyor. Bunun yanı sıra, Almanya ve Fransa'daki siyasi belirsizlikler de aktivite üzerine gölge düşürüyor. Dolayısı ile ana ihracat pazarlarımızdaki zayıf büyüme ivmesinin bir süre daha korunmasını bekliyoruz.

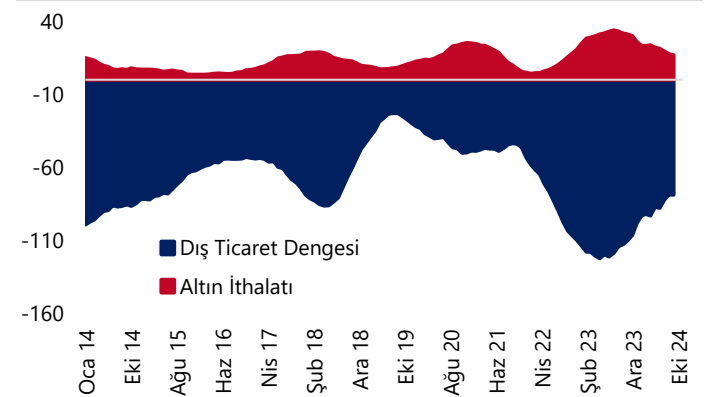
**Yılın son iki ayında cari dengenin açığa dönmesini ve yıllık açığın bir miktar artmasını bekliyoruz.** Cari açığın 2024 yılını, olası yeni revizyonları hariç tutarak, 9 milyar dolar (GSYİH'nin %0,7'si) civarında tamamlamasını bekliyoruz. 2025 yıl sonu cari açık beklentimiz ise 15 milyar dolar (GSYİH'nin %1'i) seviyesinde. Tahminlerimizi belirlerken, önümüzdeki yıl enerji tarafında bir şok yaşanmayacağı ve altın ithalatındaki düşük seviyelerin korunacağı varsayımıyla hareket ediyoruz.

#### Cari İşlemler Dengesi (yıllık, milyar US\$)



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Tacirler Yatırım

#### Dış Ticaret Dengesi & Altın İthalatı (yıllık, milyar US\$)



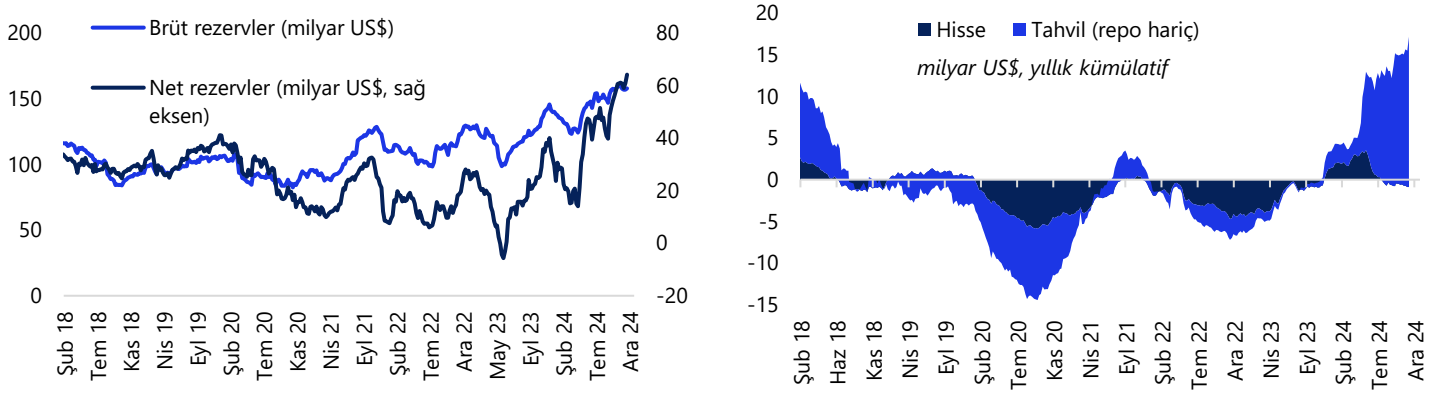
Kaynak: TCMB, TÜİK, Tacirler Yatırım

## Makro Görünüm

### Dış Finansman

**TL'ye olan güveninin artması ile birlikte 2024 yılında rezervlerde önemli bir yükseliş yaşandı.** TL'ye girişlerin rezerv inşa sürecine önemli bir katkı sağladığı görülürken, yerleşiklerin DTH'larındaki düşüş de bu süreçte etkin rol oynadı. 31 Mart seçimlerinden bu yana DTH'lardaki azalmanın 20 milyar doları aştığı görülüyor. TCMB brüt rezervleri kasımda 159 milyar doları geçerek rekor kırarken, net döviz rezervi ise 60 milyar doları aşarak 2010'dan bu yana en yüksek düzeyini gördü. KKM'daki erimenin sürmesi ile birlikte para politikası ve rezerv yönetimi etkinliğinin artmasını bekliyoruz.

#### TCMB Rezervleri & Yabancı Net Portföy Hareketleri (milyar US\$)

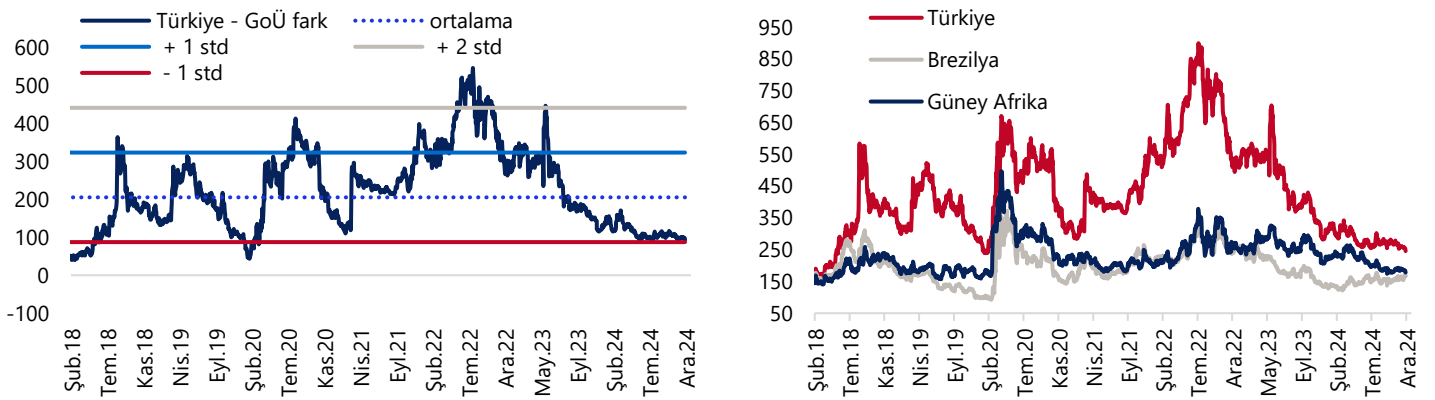


Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

**2024 yılında kredi derecelendirme kuruluşları S&P ve Fitch Türkiye'nin kredi notunu 2 kademe, Moody's ise 1 kademe artırdı.** Bununla birlikte Türkiye 5 yıllık CDS primi 330 baz puandan 250 baz puan altına, Türkiye - Gelişen Ülkeler CDS farkı ise 150 baz puandan 100 baz puan altına geriledi. Bu iyileşme, Türkiye'nin dış finansman maliyetlerine de yansdı. 2024'te uluslararası piyasalarda 13 milyar dolarlık tahvil ihracı gerçekleştiren Hazine'nin, kasım ayındaki sukuk ihracında borçlanma maliyeti %6,55 ile önceki yıllara göre geriledi. 2025'te 11 milyar dolar dış finansman sağlamayı planlayan Hazine'nin, iyileşen yatırımcı algısı ile birlikte dış finansman maliyetlerindeki düşüşün sürmesini bekliyoruz.

#### Türkiye & Gelişmekte Olan Ülkeler (GoÜ) CDS Karşılaştırması (baz puan)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

**2024 sonu itibarıyla S&P ve Fitch Türkiye'yi yatırım yapılabilir seviyenin 3 kademe, Moody's ise 4 kademe altında değerlendiriyor.** S&P ve Fitch son değerlendirmelerinde görünümü "durağan" olarak belirlerken, Moody's ise görünümü "pozitif"te tutmaya devam ediyor. Moody's'ten 2025 yılının ilk değerlendirmesinde bir kademe daha not artırımını gelmesini ve ardından görünümünün bu kuruluş nezdinde de "durağan"a dönmesini bekliyoruz. Kredi derecelendirme kuruluşlarının, asgari ücret ve kamu zamlarının ardından bir süre bekle - gör modunda olacağını değerlendiriyoruz.

## Makro Tahminler

	2022	2023	2024T	2025T
<strong>Ekonomik Aktivite</strong>				
Nominal GSYİH (trilyon TL)	15	26,5	43,7	60,4
Nominal GSYİH (trilyon \$)	0,9	1,12	1,33	1,5
GSYİH reel büyüme	%5,5	%5,1	%2,9	%2,6
<strong>Dış Denge</strong>				
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-49,1	-45,2	-9	-15
Cari İşlemler Dengesi /GSYİH	-%5,4	-%4,1	-%0,7	-%1
<strong>Bütçe</strong>				
Bütçe Dengesi (trilyon TL)	-0,14	-1,38	-1,9	-1,61
Bütçe Dengesi / GSYİH	-%1	-%5,2	-%4,3	-%2,7
<strong>Fiyatlar</strong>				
TÜFE (yıl sonu)	%64,3	%64,8	%45,4	%28
TÜFE (ortalama)	%72	%53,4	%60	%34,7
TCMB haftalık vadeli repo faizi (yıl sonu)	%9	%42,5	%48,5	%30
USD/TRY (yıl sonu)	18,7	29,5	35,3	45
USD/TRY (ortalama)	16,6	23,8	32,9	40,1
EUR/TRY (yıl sonu)	20	32,7	37	47,2
EUR/TRY (ortalama)	17,4	25,8	35,6	42,1

Kaynak: TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, Tacirler Yatırım

## Model Portföy ve Strateji

---

## Model Portföy ve Strateji

### Tacirler Yatırım Model Portföyü

2023 Haziran ayında başlattığımız Tacirler Yatırım Model Portföyümüzü, aradan geçen bir buçuk yıla yakın zaman zarfında **%159 nominal getiri** sağlarken, bu dönemde BIST 100 endeksi %79 yükseliş sergiledi. Buna göre, **Model Portföyün endeks göreceli performansı %44 pozitif getiriye işaret etmektedir.**

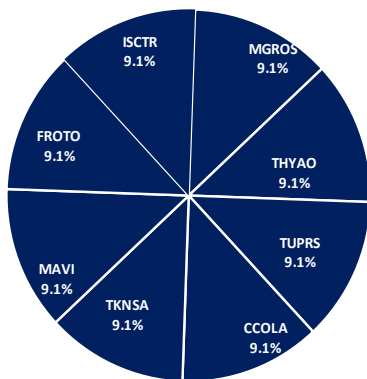
2025'e girerken gözden geçirdiğimiz ve yeniden dizayn ettiğimiz Model Portföyümüze **İş Bankası, Yapı Kredi Bankası, TAV Havalimanları ve Turkcell'i** eklerken; **Lider Faktoring'i** Model Portföyden çıkartıyoruz. **Türk Hava Yolları, Coca Cola İçecek, Ford Otomotiv, Mavi Giyim, Migros, Teknosa ve Tüpraş ise** Model Portföyümüzde kalmaya devam ediyorlar. Model Portföyümüzde yer alan şirketleri ve performanslarını bu raporumuzla beraber eşit ağırlıklı olarak takip edeceğimizi de ayrıca belirtmek isteriz.

Şirket Adı	Hisse Kodu	Son Fiyat (TL)	12A Hedef Fiyat (TL)	Güncel Getiri (%)	Getiri Potansiyeli (%)	Ekleme Tarihi
Migros	MGROS	₺487.50	₺705.00	174%	45%	6.Haz.23
Türk Hava Yolları	THYAO	₺286.00	₺428.00	74%	50%	6.Haz.23
Tüpraş	TUPRS	₺143.30	₺208.10	135%	45%	6.Haz.23
Coca Cola	COLA	₺58.75	₺84.00	62%	43%	27.Kas.23
Teknosa	TKNSA	₺39.40	₺48.00	14%	22%	12.Ara.24
Mavi Giyim	MAVI	₺82.30	₺147.00	-17%	79%	27.Ağu.24
Ford Otosan	FROTO	₺930.50	₺1,412.00	4%	52%	28.Ağu.24
İşbank (C)	ISCTR	₺12.85	₺19.80	0%	54%	24.Ara.24
Yapı Kredi	YKBNK	₺28.24	₺42.80	0%	52%	24.Ara.24
Tav Havalimanları	TAVHL	₺281.50	₺396.00	0%	41%	24.Ara.24
Turkcell	TCELL	₺90.70	₺156.30	0%	72%	24.Ara.24

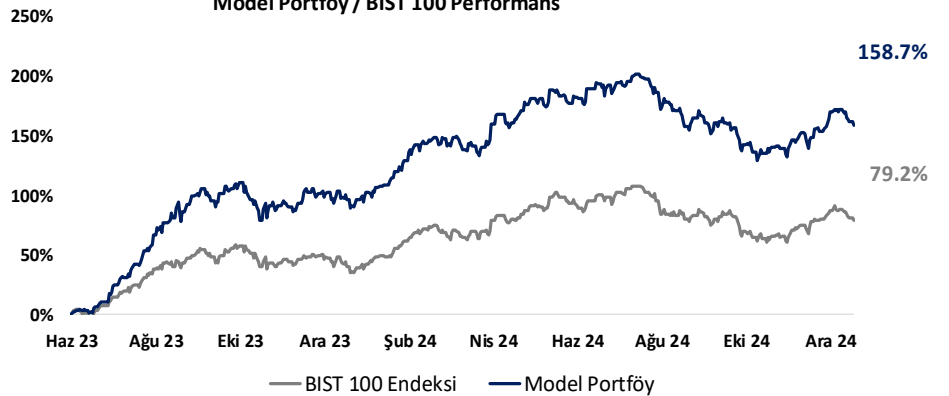
Kuruluşundan Bugüne MP Getirisi (%)	159%
Kuruluşundan Bugüne BIST 100 Endeks Getirisi (%)	79%
<b>Kuruluşundan Bugüne MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)</b>	<b>44%</b>
Son 1 yıl MP Getirisi (%)	32%
Son 1 yıl BIST 100 Endeks Getirisi (%)	27%
<b>Son 1 yıl MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)</b>	<b>3%</b>
2024 Yılı MP Getirisi (%)	32%
2024 Yılı BIST 100 Endeks Getirisi (%)	29%
<b>2024 Yılı MP / BIST 100 Göreceli Getiri (%)</b>	<b>2%</b>

\*MP: Tacirler Model Portföy / g.g.: Gözden Geçiriliyor

Model Portföy Ağırlık



Model Portföy / BIST 100 Performans



## Model Portföy ve Strateji

### BIST 100 endeks hedefimiz 13.900

Hali hazırda Araştırma kapsamımızda değerlendirme modelleri ile takip ettiğimiz 26 şirket bulunurken, 2025 yılı içinde kapsam dahiline alma planıyla izlediğimiz 22 şirket daha bulunmaktadır. Değerleme kapsamında olan şirketler, BIST 100 endeksinin %53'ünü, BIST 30 endeksinin ise %61'ini oluşturuyor. Bu şirketlerin hedef değerleri ve endekse potansiyel etkileri üzerinden hesapladığımız BIST 100 endeks hedefimiz 12 aylık vadede 13.900 seviyesine ve endeks bazında %45 getiri potansiyeline işaret ediyor. Bu potansiyel 2025 yıl sonu için beklediğimiz %28 yıllık TÜFE oranının üzerinde, 2025 yılında elde edilebilecek ortalama net mevduat getirilerine dair simülasyonlarımızdan bulduğumuz oranlara yakın. Buna karşın, endeks üzeri getiri öngördüğümüz şirketlerde ortalama potansiyel getiri %48, Model Portföyümüzün ortalama potansiyel getirisi ise %50.

BIST 100 endeks hedefimizin, 2025'de beklediğimiz TCMB'den faiz indirim sürecinin temposuna hassasiyeti olduğunu, yüksek tempolu ve piyasa faizleri ile büyümeye etki eden bir indirim serisinin endeks hedefimizi 15 bin civarına taşıyabileceğini belirtelim. Bu durumda, endeks bazında getiri potansiyeli %56'ya yaklaşırken, endeks üzeri getiri öngördüğümüz şirketlerin ortalama getiri potansiyeli %65'e yaklaşacaktır ve hem beklenen enflasyonun hem de ortalama net mevduat getirilerinin belirgin şekilde üzerinde olacaktır. Bu senaryonun gerçekleşme olasılığını yüksek buluyor, bu nedenle de 2025 yılının Borsa İstanbul açısından hem reel kazanç sağlayan bir yıl olacağını hem de yatırımcı tabanının yeniden genişleyeceğini düşünüyoruz.

### BIST 50 hisseleri için açığa satış işlemleri 'yukarı adım' kuralıyla uygulanabilir

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 5 Aralık tarihli Haftalık Bülteni ile BIST 50 şirketleri için açığa satış yasağının 2 Ocak 2025'ten itibaren geçerli olacak şekilde kaldırıldığını duyurdu. **Henüz açıklanmadı, ancak Borsa yönetiminin kararıyla 'yukarı adım (uptick)' uygulamasının da açığa satış işlemlerinde geçerli olabileceğini düşünüyoruz.** Bu durum, olası bir negatif gelişme durumunda borsaya çok hızlı ve neredeyse fiyata bakmaksızın satışlar gelmesinin önüne geçecektir. Fakat, yukarı adım uygulaması olmasa bile, BIST'in mevcut değerlemeler ve çarpanlarla olası satış baskılarına karşı dirençli kalacağını düşünüyoruz. Ek olarak, açığa satış işlemlerinin serbest olması, küresel çapta faaliyet gösteren ve diğer birçok ülke borsasında açığa satış işlemi gerçekleştirebilen, ancak 2023 Şubat ayından bu yana BIST'te bunu yapamadığı için uzak kalan yabancı yatırımcıların BIST'e olan ilgisini de destekleyecektir. Bu durumun, BIST'in likiditesine ve işlem hacmine olumlu yönde etki etmesini bekleriz.

#### 2 Ocak 2025'ten İtibaren Açığa Satış Yasağı Kalkacak olan BIST 50 Şirketleri

1	AEFES	Anadolu Efes	21	HEKTS	Hektaş	41	THYAO	Türk Hava Yolları
2	AKBNK	Akbank	22	ISCTR	İş Bankası (C)	42	TKFEN	Tekfen Holding
3	ALARK	Alarko Holding	23	KCHOL	Koç Holding	43	TOASO	Tofaş Otomobil Fab.
4	ARCLK	Arçelik	24	KONTR	Kontrolmatik Teknoloji	44	TTKOM	Türk Telekom
5	ASELS	Aselsan	25	KOZAL	Koza Altın İşletmeleri	45	TUPRS	Tüpraş
6	ASTOR	Astor Enerji	26	KRDMD	Kardemir (D)	46	ULKER	Ülker
7	BIMAS	Bim Birleşik Mağazalar	27	MAVI	Mavi Giyim	47	VAKBN	Vakıfbank
8	BRSAN	Borusan Boru	28	MGROS	Migros	48	VESTL	Vestel
9	CCOLA	Coca Cola İçecek	29	MIATK	Mia Teknoloji	49	YKBNK	Yapı Ve Kredi Bankası
10	CIMSA	Çimsa	30	ODAS	Odaş Elektrik	50	ZOREN	Zorlu Enerji
11	DOAS	Doğuş Otomotiv	31	OYAKC	Oyak Çimento Fabrikaları			
12	DOHOL	Doğan Holding	32	PETKM	Petkim			
13	EKGYO	Emlak GYO	33	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı			
14	ENJSA	Enerjisa Enerji	34	REEDR	Reeder Teknoloji			
15	ENKAI	Enka İnşaat	35	SAHOL	Sabancı Holding			
16	EREGL	Ereğli Demir Çelik	36	SASA	Sasa			
17	FROTO	Ford Otosan	37	SISE	Şişe Cam			
18	GARAN	Garanti Bankası	38	SOKM	Şok Marketler Ticaret			
19	GUBRF	Gübre Fabrikaları	39	TAVHL	Tav Havalimanları			
20	HALKB	Halk Bankası	40	TCELL	Turkcell			

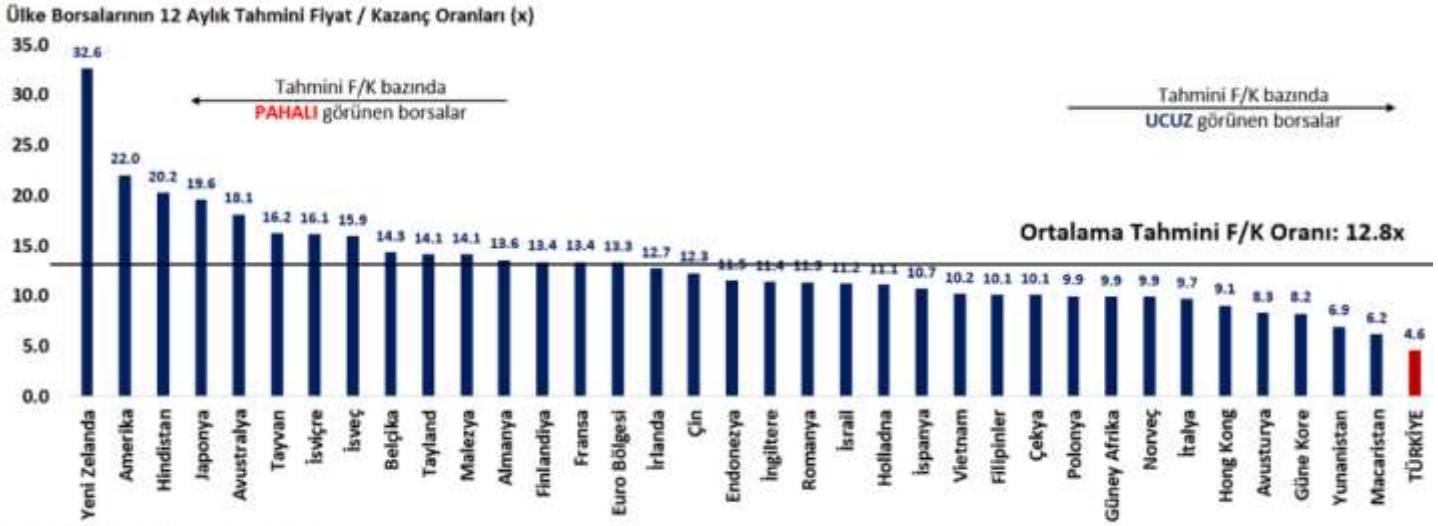
\* BIST 50 Endeksi kapsamındaki şirketler periyodik olarak güncellenmektedir.



## Model Portföy ve Strateji

### BIST ve çarpan karşılaştırmaları

Aşağıdaki grafikte, gelişmiş ve gelişmekte olan seçili ülkelerin tahmini fiyat / kazanç oranlarını görebilirsiniz. Borsa İstanbul 4,6x tahmini F/K çarpanı ile küresel çapta en düşük çarpanla işlem gören borsa konumunda. Enflasyon muhasebesi nedeniyle şirketlerin gelecek dönemde elde edebilecekleri karların ve bu karlar üzerinden hesaplanan çarpanların geçmişe oranla dikkatle ele alınması gereken bir dönemdeyiz. Ancak, 2025'le beraber enflasyonda beklenen gevşeme ve enflasyon muhasebesi etkilerinin azalacak olması nedeniyle Türk şirketlerinin çarpanlarını global ölçekte kıyaslamak daha anlamlı ve verimli olacaktır. Verileri bir düzeltmeye tabi tuttuğumuzda da aşağıdaki manzaranın çok değişmeyeceğini ve Türk şirketlerinin düşük çarpanları ve yüksek iskontoları ile dikkat çekmeye devam edeceğini düşünüyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

Aşağıdaki ilk grafikte BIST 100 endeksi ve MSCI GOÜ (gelişmekte olan ülkeler) endeksinin 2006'dan bu yana hesaplanan tahmini F/K oranlarını görebilirsiniz. 2014'e kadar MSCI GOÜ ile hemen hemen aynı çarpanlarda işlem gören BIST 100 endeksi, sonrasındaki dönemde sürekli olarak negatif ayrıştı. Mevcut durumda, BIST'in çarpan bazında iskonto oranı %64'e ulaşmış durumda (ikinci grafik). Bu oran, incelenen periyot için en yüksek iskonto oranlarına yakın ve ilerleyen dönemde ortalama iskonto oranı olan %33'e yaklaşmasını bekliyoruz. Kredi notlarımızda artış, FATF'in Gri Listesi'nden çıkmamız, dezenflasyon sürecinin devamı ve yakın coğrafyamızda takip edilen jeopolitik risklerin yatışması gibi unsurlar, Türk şirketlerinin daha yüksek çarpanlar ve daha düşük iskontolarla işlem görmesini destekleyecektir. Bu durumun, BIST 100 endeksine de yukarı yönlü bir katkısı olacağına inanıyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

## Araştırma Kapsamındaki Sektör ve Şirketler

---

## Bankalar

Bankalar, 2024'e güçlü bir başlangıç yaparken XBANK Bankacılık Endeksi ilk dört ayda TL bazında %85, dolar bazında %70 performans sergileyerek BIST 100 endeksine görece %27 pozitif ayrıştılar. Endekse görece performanslarını yatay olarak sene sonuna kadar koruyan bankalar, nominal bazda ise Temmuz'dan sonra daralan marjlar ve büyümede zayıflığa paralel güç kaybettiler. Kasım'dan sonraki dönemde ise, TCMB Para Politikası Kurulu'ndan (PPK) faiz indirim beklentileri bankaları yeniden desteklemeye başladı.

2025 yılında PPK'dan faiz indirimlerinin ve Türkiye'nin risk primindeki gerilemenin bankaları desteklemeye devam edeceğini, marjlarda toparlanmanın ise yılın ikinci yarısında daha belirgin olabileceğini düşünüyoruz. Bankaların özkaynak büyüme oranları ve değerlendirme çarpanları üzerinden yaptığımız tahminlere göre, XBANK Bankacılık Endeksi için 12 aylık 18.920 hedef endeks değeri hesaplıyoruz. Bu oran, mevcut endeks değerine göre yaklaşık %38 potansiyele işaret etmektedir. **ISCTR, YKBNK, TSKB ve ALBRK'nın** 2025'te XBANK Bankacılık Endeksi'nin üzerinde performans sergilemesini bekliyoruz.

Banka	*Son F.	Hedef F.	Potansiyel (%)	Öneri
AKBNK	59.30	78.50	32%	TUT
ISCTR	12.85	19.80	54%	AL
YKBNK	28.24	42.80	52%	AL
GARAN	125.40	147.90	18%	TUT
VAKBN	22.70	26.20	15%	TUT
TSKB	12.01	16.80	40%	AL
HALKB	16.07	18.10	13%	TUT
ALBRK	6.12	8.50	39%	AL
SKBNK	4.74	6.10	29%	TUT

\*Son Fiyat Tarihi: 23/12/2024

Aşağıdaki grafikte, dolar bazında XBANK Bankacılık Endeksi ile TR 5y CDS primleri arasındaki ilişki görülmektedir. 2004 – 2018 arası dönemde bankalar ile CDS primleri arasındaki ters korelasyon net şekilde görülüyor. 2023 yılında başlayan para politikalarında normalleşme süreci ile beraber bu ilişkinin de tekrar normalleşme sürecine girdiğini, bu durumun 2025'te de devam edeceğini düşünüyoruz. **Kredi notları artan, FATF'in Gri Liste'sinden çıkan, dezenflasyon süreci devam eden Türkiye'ye dair risk algısındaki iyileşmenin sürmesi ile Türkiye 5 yıl vadeli CDS primlerinin 200 baz puan civarına gerilemesi mümkün.** Bu durum bankaların dış kaynak maliyetlerinde iyileşme beklentisi nedeniyle sektör hisselerini destekleyen ayrı bir unsur olacaktır. Bu koşulların gerçekleşmesi halinde XBANK Bankacılık Endeksi'nin 2025'te 450 dolar civarına yöneleceğini düşünüyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

## Otomotiv Sektörü

### Rekorların ardından Türkiye ve Küresel Otomotiv pazarında normalleşme ve 2025 yılı görünümü...

Dünya otomotiv pazarı, 2024 yılında küresel ekonomik dalgalanmalar ve tedarik zinciri aksaklıkları nedeniyle zorlu bir dönem geçirdi. Özellikle çip krizi ve hammadde teminindeki sıkıntılar, üretim hacimlerini olumsuz etkiledi. Bununla birlikte, elektrikli ve hibrit araçlara olan talep artışı, sektördeki dönüşümün hızlandığını gösteriyor. Türkiye otomotiv sektörü ise Avrupa pazarına olan güçlü ihracat bağlantıları sayesinde direnç göstermeye devam ediyor. Ancak, iç pazardaki daralma ve yüksek faiz oranları, sektörün büyüme potansiyelini sınırlıyor. 2024 yılında ihracatın yaklaşık %75'inin Avrupa Birliği ülkelerine yönelmesi, Türkiye'nin stratejik konumunun önemini gösterir nitelikte. Otomotiv sektörü, 2024 yılı boyunca toplam istihdamda %4'lük bir artış sağlamıştır. 2025 yılında ise otomotiv sektöründe istihdam artışının %5'e ulaşması öngörülmüyor.

### 2025 yılı, Türkiye otomotiv sektörünün elektrikli araç üretimi ve ihracatında önemli bir atılım yapmasını bekliyoruz...

2025 yılında Türkiye, otomotiv ihracatında %8 ila %10 arasında bir büyüme hedefleniyor ve bu büyümenin temelinde Avrupa Birliği'nin yeşil dönüşüm politikalarına uyum ile çevre dostu üretim süreçlerine geçiş yer almaktadır. Özellikle, elektrikli ve hibrit araçlar alanında Türkiye'den ihracat yapan firmaların rekabet gücünü artırması, ihracat hacmini destekleyecek bir katalist rolünü üstleniyor. Bu hedeflere ulaşmada, global markaların Türkiye'deki üretim tesislerini genişletme planları ve TOGG'un 2025 itibarıyla Avrupa Birliği pazarına ihracat yapmaya başlaması gibi gelişmeler önemli rol oynayacaktır. Elektrikli araç üretiminde beklenen sıçrama ve %5 ila %8'lik üretim büyümesi hedefi, Türkiye'nin otomotiv sektöründe istikrarlı bir şekilde büyümeye devam edeceğinin işaretidir. Bu gelişmeler, hem Türkiye'nin ihracat gelirlerini artıracak hem de yeni pazar hedeflerine ulaşmasını destekleyecektir.

Türkiye'de **ihracat odaklı faaliyet gösteren otomotiv şirketleri açısından**, sektörün ana pazarı olan Euro Bölgesi'nde Avrupa Merkez Bankası tarafından uygulanan dezenflasyonist para politikası adımları, talebin canlanmasına ve pazarların güçlenmesine katkı sağlayabilir. Bu gelişmeler, özellikle bölgeye ihracat yapan Türk otomotiv şirketleri için önemli bir destek unsuru olacaktır. Bunun yanı sıra, AB'nin Çin menşeli araçlara uygulamayı planladığı ek vergiler, rekabet koşullarını değiştirerek bölgedeki talebin Türk otomotiv sektörüne yönlendirebilir. Çin'den gelen rekabetin azalmasıyla birlikte Avrupa pazarında Türk araçlarına olan talebin artabileceğini ve bu süreçten **FROTO** ile **TOASO** gibi ihracat ağırlıklı şirketlerin olumlu etkilenebileceğini öngörüyoruz.

**Otomotiv satışlarının, 2023 yılındaki rekor seviyelere kıyasla yılı %3'lük bir düşüşle kapatmasını öngörüyoruz.** 2024 yılının Ocak-Kasım döneminde Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,5 azalarak 1.068.260 adet olarak gerçekleşti. Otomobil satışları geçen yıla göre %0,5 artışla 845.530 adete yükselirken, hafif ticari araç pazarı %4,4 düşüşle 222.730 adede geriledi. Kasım ayında ise otomobil ve hafif ticari araç pazarı bir önceki yılın aynı ayına göre %5,3 artarak 121.094 adet oldu. Aralık ayında otomotiv satış adetlerinde gözlenen artışın sürmesiyle, 2024 yılını 1 milyon 200 bin seviyesinde kapatmasını ve bu rakamın, önceki yıla kıyasla yaklaşık %3'lük sınırlı bir normalleşmeye işaret edeceğini öngörmekteyiz.

**İkinci el otomotiv pazarında normalleşme devam ediyor.** 2024 Eylül itibarıyla Türkiye ikinci el otomotiv pazarı %6,1 azalarak 7.779.756 adede geriledi. Otomobil ve ticari araç ikinci el pazarı %7,3 daralma ile 6.639.457 adete düşerken, otomobil pazarı %77,1 payla 5.118.939 adetle ilk sırada yer aldı. Kamyonet pazarı ise %17,7 payla 1.175.043 adet olarak gerçekleşti. 2025 yılında beklenen faiz indirimleri ve kredi koşullarındaki iyileşmelerle birlikte, özellikle ikinci el otomotiv pazarında canlanma öngörüyoruz. Ek olarak, Türkiye'de ortalama araç yaşı yüksek ve 2024 itibarıyla bu oran 14,1'e ulaşmış durumda. Özellikle binek araçların yaş ortalaması 14,1, hafif ticari araçların ise 13,6 olarak kaydedildi. Bu durum, kullanıcıların araçlarını daha uzun süre kullanma eğiliminde olduklarını ve eski araçların artan bakım maliyetleri ile güvenlik sorunları nedeniyle sıfır araç talebinin canlı kalmaya devam edeceğini beklemekteyiz.

**Otomotiv sektöründe ivmeyi artırabilecek yeni düzenlemeler...** 2025 yılında talep açısından önemli katalizörlerden bazıları, faiz indirim döngüsünün başlaması ve taşıt kredilerinde faiz oranlarının gevşemeye başlaması olacaktır. Ek olarak, 2025 yılı itibarıyla ÖTV muafiyeti uygulanacak araçların fiyat üst limiti %43,93 oranında artırılarak 2,3 milyon TL'ye yükseltilmişti. Bu düzenlemenin, geçtiğimiz yılda olduğu gibi, yurt içi otomotiv pazarındaki hareketliliği desteklemesi ve sektörde bir katalizör görevi görerek büyümeyi hızlandırması bekleniyor. Ayrıca, finansal koşullarda yaşanabilecek olası bir gevşemenin, kredili araç alımlarını teşvik ederek sektöre ek bir ivme kazandırabileceğini düşünüyoruz.

## Havacılık Sektörü

**2024 yılının ilk 11 ayı itibariyle, güçlü bir havacılık senesini geride bırakıyoruz.** Jeopolitik risklerin çevre bölgelerde artışına rağmen yolcu trafiği ve turizm açısından güçlü büyümelerin yaşandığı 11 aylık dönemde, kapasite artışlarının da devreye alınacak olması ile havacılık tarafında güçlü büyümenin devam edeceği bir 2025 yılı öngörüyoruz. Özellikle 2025 yılında jeopolitik risklerin durulması ile petrol tarafında daha öngörülebilir bir yıl bekliyoruz. Bu sebeple, 2025 yılı genelinde havacılık sektörü açısından operasyonel karlılığının artması beklenebilir.

2024 yılının ilk 11 ayında, **PGSUS** yolcu trafiği bir önceki yılın aynı dönemine göre %17 artışla yolcu trafiğini en fazla büyüten şirket olurken, **TAVHL** ise yolcu sayısını bir önceki yılın aynı dönemine göre %12 arttırmayı başardı. Bu dönemde, **THYAO** yolcu trafiği büyümesi tarafında bir önceki yılın aynı dönemine göre %2 büyüttü, ancak **THYAO** yolcu trafiği açısından çok güçlü geçirdiği 2023 yılının yüksek baz etkisi baskı unsuru oluşturdu. Öte yandan, **THYAO** kargo tarafında ise 2024 yılının ilk 11 ayında taşınan kargo tonajını bir önceki yılın aynı dönemine göre %22 arttırmayı başardı.

2025 yılında, **PGSUS**, **TAVHL**, **THYAO** yolcu trafiğindeki büyümenin devam edeceğini öngörüyoruz. Ek olarak, **THYAO** özelinde kargo büyümesinin de konsolide gelirlere katkısının artmasını bekliyoruz.

## Telekomünikasyon Sektörü

**Telekomünikasyon sektöründe 2024 ve 2025 yılının teması, geçmiş dönemlerde yüksek seyreden ve düşüş trendine giren enflasyonun, telekomünikasyon sektörünün iş modeli sebebiyle dolaylı etkisi oldu.** 2023 yılında zirve yapan enflasyon döneminde, telekomünikasyon şirketleri müşterilerinin ortalama olarak 1 yıl veya daha uzun taahhütler yapması sebebiyle 2023 yılı genelinde ciro büyümeleri zayıf gerçekleşmişken, 2023 yılının yüksek enflasyonun telekomünikasyon şirketlerinin cirosunu 2024 yılı itibariyle desteklemeye başladığını görüyoruz. Sıkı para politikası çerçevesinde enflasyondaki düşüş trendinin devam etmesi, telekomünikasyon şirketlerinin dolaylı enflasyon sayesinde mevcut enflasyonun üzerinde büyümeleri sürdürebilmesini sağlıyor.

2025 yılında, sıkı para politikalarının uygulanmaya devam etmesi ile, öngörülebilir ve düşüş trendini sürdüren enflasyon ortamının, telekomünikasyon şirketlerinin karlılığını pozitif etkilemesini bekliyoruz. Ek olarak, ağırlıklı yatırım harcamaları döviz ile yapılan, gelirlerin ise büyük kısmının TL cinsinden olması sebebiyle, güçlü TL ortamının da telekomünikasyon şirketlerini operasyonel olarak pozitif etkileyecektir. Telekomünikasyon sektöründe öne çıkardığımız **TCELL** ve **TTKOM**'un, abone sayılarını arttırmaya devam ederken, ARPU'lardaki büyümenin devam edeceğini öngörüyoruz.

## Beyaz Eşya Sektörü

**Zayıf geçen 2024 yılına kıyasla 2025 yılında talep ve marjlarda iyileşme bekliyoruz.** Geride bırakacağımız 2024 yılında düşük talep, yüksek enflasyonun getirdiği maliyet baskısı ve TL'nin reel değerlenmesinin ihracata olumsuz etkisi şirketlerin performansını sınırladı. Özellikle, yüksek faiz ortamının etkisini sürdürdüğü 2024 yılında beyaz eşya sektöründe faaliyet gösteren şirketler için finansman giderlerinin net kar üzerinde ana baskı unsuru niteliğindedi. Faiz indirim döngüsünün hız kazanmaya başlamasıyla birlikte borçlanma maliyetlerinin azalması gibi faktörler ile net kar üzerinde baskının kademeli olarak etkisini kaybedeceğini düşünüyoruz.

Yılın ilk 10 ayında yurt içi beyaz eşya satışları %7 büyüme kaydederken, ihracat pazarında ise %4'lük bir gerileme kaydedildi. Yılın geri kalan son iki ayında satış adetlerinde gerilemenin devam etmesini, yurt içi satışlarda bir miktar toparlanmanın olmasını ihracat tarafının ise sabit kalmasını bekliyoruz. 2025 yılında faiz ortamının terk edilmeye başlaması ve dezenflasyonist sürecin hızlanması ile beraber beyaz eşya sektöründe görünümün iyileşmesini ve şirketlerin marjlarına olumlu etki yaratmasını bekliyoruz. Ancak, toparlanmanın hız kazanmasının yılın ikinci yarısından itibaren gerçekleşeceğini bekliyoruz. İhracat tarafında ise Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirim döngüsünü başlatması ve Çin'in sanayi üretimini destekleyici politikalarının etkisiyle 2025 yılı beyaz eşya sektörünü daha pozitif bir görünüm bekleniyor.

2025 yılında, Türk beyaz eşya sektöründeki firmaların Avrupa pazarında sahip olduğu stratejik konum avantajı, bölgeye yakınlıkları ve güçlü marka tanınırlıkları, ihracatta yeni fırsatların ortaya çıkmasına zemin hazırlayacağını düşünüyoruz. Ek olarak, şirket bazlı bakıldığında **ARCLK** için ana büyüme faktörleri; Whirlpool operasyonlarının yeniden yapılandırılması, Avrupa pazarındaki toparlanma süreci ve Mısır fabrikası ile Afrika kıtasında artan ayak izi ve hasılatı sağlanacak katkılar olarak öne çıkıyor. Öte yandan, gelirinin %70'ini ihracattan elde eden **VESBE** için, Avrupa ve İngiltere pazarlarında faiz indirimlerinin başlamasıyla beyaz eşya talebindeki artış ve mobilite sektöründeki büyüme stratejileri önemli fırsatlar sunuyor.

## Perakende Sektörü

2023'te faaliyet kaldırıcı ve yüksek gıda enflasyonunun etkisiyle güçlü ciro ve kârlılık artışları kaydeden gıda perakendeciliği sektörü, 2024 yılına pozitif bir görünümle başladı. Ancak, yıl ilerledikçe sektörde kademeli bir brüt kâr marjı normalleşmesi gördük. Bu durumun başlıca nedeni, perakendecilerin tedarikçilere yapılan avans ödemeleri sayesinde elde ettikleri avantajlı stok maliyetlerinin kaybolmaya başlaması. Buna ek olarak, tüketimdeki yavaşlamanın etkisiyle tüketicilerin daha uygun fiyatlı ürünlere yönelmesi, özellikle öz markalı ürünlerin payı yüksek olan BIM gibi indirim marketlerinin ürün karması üzerinde baskı yaratabilir ve marj normalleşmesini hızlandırabilir. Migros ve ŞOK için ise rekabetçi stratejilerinin sektördeki performanslarını şekillendirmesi bekleniyor. Genel görünümde, rekabetin yoğunlaşmasıyla birlikte brüt kâr marjlarında geniş tabanlı bir normalleşme olacağını öngörüyoruz.

Temel tüketim segmentinde faaliyet gösteren Coca-Cola İçecek ve Ülker, yüksek enflasyon ortamında güçlü fiyatlandırma ve ürün karması avantajları sayesinde brüt kâr marjlarında zirve seviyelere ulaştı. Ancak, 2024'te enflasyonun yavaşlamasıyla birlikte tüketimde sıkılaşma beklenirken, bu şirketlerin hacim artışı ile sınırlı fiyat artışları arasında denge kurmaları gerekecek. Özellikle ürün ve ambalaj inovasyonlarının, bu süreçte kârlılığı destekleyen kritik faktörler olacağı düşünülüyor. Uluslararası pazarlarda ise Coca-Cola İçecek, Pakistan gibi zayıf tüketim ortamlarına bağlı olarak konsolide hacimlerde baskı yaşamaya devam edebilir.

Gıda perakendeciliği sektöründe, trafik artışı, sepet büyümesi ve mağaza açılış hızının güçlü ciro büyümesini desteklemeye devam edeceği öngörülmüyor. Öz markalı ürünlerin yaygınlaşması, tüketici cüzdanındaki değişimler ve turizmdeki toparlanma, sektörü cazip kılan unsurlar arasında yer alıyor.

**BIMAS'ta** öz markalı ürünlerdeki yüksek payı sayesinde tüketici davranışlarındaki makul fiyatlı ürünlere yönelim fayda sağlarken, bu durum marj normalleşmesini hızlandırabilir. **MGROS & SOKM'in** performansları, rekabet ortamındaki stratejilerine bağlı olarak şekillenecek. Mağaza büyümesi ve operasyonel verimlilik bu şirketler için kritik faktörler olacak. **CCOLA** yurt içi fiyatlandırma stratejisiyle hacimlerini korumaya çalışırken, Pakistan gibi zayıf uluslararası pazarlar hacimleri baskılayabilir.

Giyim perakende sektörü, covid sonrası enflasyonist ortamda artan taleple güçlü 2022 ve 2023 yılları geçirmiştir. Ancak 2023 yılının ikinci yarısında enflasyonla mücadele kapsamında alınan tedbirler ve sıkı para politikaları, iç talepte yavaşlamaya yol açmış, sektörü negatif etkilemiştir. Bunun sonucunda ilk yarıda hızlı yükselen sektör hisselerinde kâr realizasyonlarına ve fiyat düzeltmelerine neden olmuştur.

Sektörün 2025 yılında iç talep ve ihracat tarafında toparlanma, maliyet kaynaklı baskıların gevşemesi ile büyüme potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz. Sektörün geleceği açısından, güçlü marka bilinirliği, ulaşılabilirlik, e-ticaretteki genişleme ve maliyet yönetimi önemli rol oynamaktadır.

Bu bağlamda, **MAVI** sürdürülebilir büyüme stratejisi ve operasyonel başarısıyla sektörde öne çıkan şirketlerden biri olarak dikkat çekerken, **SUWEN** artan mağaza sayısı, büyüyen pazar payı ve kadın iç giyim segmentindeki güçlü performansı ile öne çıkmaktadır. Aynı zamanda **DESA**, deri ürünlerindeki ihracat odaklı büyüme stratejisi, marka bilinirliği ve katma değeri yüksek ürün portföyüyle sektörde dikkat çeken bir diğer şirket konumundadır.

## Çimento ve GYO Sektörü

2023 yılının ikinci yarısında uygulamaya başlayan sıkı para politikası, konut kredisi faiz oranlarının yükselmesine ve kredi kullanımının azalmasına neden oldu. Ekonomi yönetiminin enflasyonla mücadele kapsamında attığı adımlar, yurt içi talebi daraltırken yatırım amacıyla konut alımını da olumsuz etkiledi. 2024 yılının ilk yarısında bu gelişmelere paralel olarak konut sektörü arz tarafından zayıf bir performans sergiledi. Yılın ilk yarısında konut satışları %3,7 daralma gösterirken, Temmuz ayından itibaren toparlanma sinyalleriyle Ekim ayında yıl içi en güçlü satış rakamları kaydedildi. 2024'te toplam konut satışları yıllık bazda %11,9 artarak 1.112.374 adede ulaştı. Ancak aynı dönemde ipotekli konut satışları %31,9 düşüşle 113.405 adede geriledi. Yabancı yatırımcı tarafında da önemli bir düşüş görüldü; TL'nin diğer para birimlerine göre güçlü kalması nedeniyle yabancılara konut satışı %37,2 azalarak 19.218 adet seviyesine geriledi. Konut fiyatları ise artan inşaat maliyetleri ve konut enflasyonu sebebiyle belirgin bir artış gösterdi. Yeni konut satışlarının payı %32,2 ile sınırlı kalırken, kentsel dönüşüm projeleri ve deprem bölgesinin yeniden inşasıyla birlikte sektörde canlanma beklentileri artıyor. 2025 yılında faiz indirimlerinin etkisi ve kentsel dönüşüm yasasının TBMM'de kabul edilmesiyle, iç talepteki iyileşmenin süreceği öngörülüyor.

Çimento sektörü, 2023 yılında iç pazar tarafında %19,1 büyürken, ihracat tarafında %18,8 daralma yaşamıştı. Deprem etkisiyle 2024 yılının ilk yarısında düşük baz etkisi kaynaklı olarak iç satışlarda yıllık bazda %17,2 artış görülürken, toplam çimento üretiminde %10,2 artış kaydedildi. Ancak ihracat tarafında İsrail'e yapılan ihracattaki azalma nedeniyle %17,6'lık bir düşüş yaşandı. Suriye'de rejim değişikliği sonrasında yeniden inşa sürecinin hız kazanmasıyla bölgede ciddi bir çimento talebi oluşması beklenmektedir. Bu süreçte, bölgeye yakınlık avantajına sahip **OYAKC**, **LMKDC** ve kısmen **CIMSA** öne çıkan şirketler oldu. Söz konusu şirketler, artan talebe karşı halihazırda yoğun faaliyet göstermekte ancak, bu talep artışının potansiyel etkisinin, arzda yaşanacak hacim artışından ziyade fiyat artışlarına yol açması daha muhtemel duruyor. 2025 yılında enerji ve yakıt maliyetlerindeki düşüşün operasyonel marjlara olumlu yansımaları bekleniyor. Faiz indirim sürecinin de etkisiyle inşaat aktivitelerinde toparlanma öngörülürken, lojistik süreçleri etkin yöneten ve ihracat kanallarını açık tutabilen şirketlerin 2025 yılında olumlu performans göstermesi muhtemel.



## Teknoloji Sektörü

**Teknoloji perakende sektörü, 2025 yılında iç talepteki toparlanma beklentisi ve dijital dönüşüm odaklı artan yatırımlarla büyüme potansiyeli taşımaktadır...**

2023 yılı boyunca tüketici elektroniği ve beyaz eşya segmentlerinde yüksek enflasyonun etkisiyle fiyatların artmasına rağmen, sektör, ürünlerini fiyatlarına yansıtabilme kabiliyeti ve teknoloji ürünlerine olan temel ihtiyaçlarla güçlü bir performans sergilemiştir. 2024 yılı itibarıyla süregelen sıkı para politikaları ve iç talebi yavaşlatma çabaları, kısa vadede sektör üzerinde baskı yaratsa da özellikle dijitalleşme, e-ticaret kanallarının büyümesi ve yenilikçi ürün talepleri, sektörün daralmalara karşı dirençli kalmasını sağlamaktadır. Bununla birlikte, teknolojik ürünlerde yenileme döngüsünün kısa olması, akıllı telefonlar, dizüstü bilgisayarlar ve beyaz eşya gibi segmentlerde talebi desteklemektedir. Özellikle e-ticaretin sektördeki payının hızla artması, dijital satış kanallarına yatırım yapan şirketler için önemli bir büyüme fırsatı sunmaktadır. Ayrıca, sürdürülebilirlik yatırımları kapsamında enerji verimli ürünlere olan talebin artması ve tüketici tercihlerinin çevre dostu teknolojilere kayması, şirketler için yeni gelir kanalları yaratmaktadır.

Bu bağlamda, güçlü marka bilinirliği, etkin maliyet yönetimi ve geniş satış ağı ile **TKNSA** dijital dönüşüm yatırımları ve müşteri odaklı stratejileriyle sektörde öne çıkan şirketlerden biri olarak dikkat çekmektedir.

**Yazılım sektörü, 2025 yılında hızlanan dijital dönüşüm, bulut tabanlı çözümlere artan talep, yapay zeka ve veri analitiği gibi alanlardaki teknolojik ilerlemeler sayesinde hem yurt içi hem de uluslararası pazarlarda önemli bir büyüme potansiyeline sahiptir...**

Özellikle uzaktan çalışma modellerinin yaygınlaşması, kurumsal süreçlerin dijitalleşmesi, siber güvenlik ihtiyaçlarının artması ve yazılım tabanlı otomasyon çözümlerine duyulan gereksinim, sektörün uzun vadeli talep dinamiklerini desteklemektedir. Yüksek enflasyon ve sıkı para politikalarının iç talep üzerinde kısa vadeli baskı yaratması olası olsa da, yazılım şirketleri bu zorluklara, ölçeklenebilir iş modelleri, abonelik tabanlı gelir yapıları ve esnek maliyet yönetimi stratejileriyle direnç gösterebilmektedir.

Avrupa Birliği başta olmak üzere uluslararası pazarlarda dijital dönüşüm projelerine yönelik artan teşvikler ve fonlar, yerli yazılım şirketlerinin ihracat potansiyelini yükseltmektedir.

Bu kapsamda, kurumsal kaynak planlaması (ERP), iş analitiği, insan kaynakları yönetimi, muhasebe ve finansal uygulamalar gibi kurumsal yazılım çözümlerinde lider firmalardan biri olan **LOGO** kullanıcı dostu platformları, bulut tabanlı ürün portföyü, güçlü Ar-Ge kabiliyeti ve yaygın müşteri ağı ile sektörde dikkat çekmektedir. Logo'nun esnek iş modeli, abonelik tabanlı hizmetleri ve yurt dışı pazarlara açılma stratejileri, şirketin uzun vadeli büyüme potansiyelini artırırken, dijitalleşme trendinin ivme kazandığı bir dönemde müşterilere sunduğu entegre çözümler, sürdürülebilir gelir artışını desteklemektedir.

## Coca Cola İçecek

**Güçlü operasyonel performans ve stratejik temelleriyle dikkat çekiyor.** Güncellediğimiz makro ve mikro tahminler ışığında, araştırma kapsamımızda bulunan ve aynı zamanda model portföyümüzde yer alan Coca-Cola için tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı revize ediyoruz. Şirketin karlı satış kanallarına odaklanması, genişleyen marka ve ürün gamı, uluslararası operasyonlardaki çeşitliliği ve gelecek döneme ilişkin makro beklentiler doğrultusunda, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 84 TL olarak belirlerken, AL görüşümüzü koruyoruz. 2025T dönemi tahminlerimizde şirket, 5,5 F/K ve 4,2 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

**Zorluklara rağmen sürdürülebilir büyüme devam ediyor** Coca-Cola, esnek iş modeli, çeşitlendirilmiş marka portföyü, enflasyona paralel fiyat ayarlamaları ve yurt dışı operasyonlarındaki büyüme stratejisiyle dikkat çekiyor. Şirketin 2024 yılında Türkiye operasyonlarının güçlü performansı ile konsolide finansallarına dengeleyici bir katkı sağlarken, uluslararası operasyonlardaki zayıflık ve finansman giderlerindeki artışlar kârlılığı baskıladı. Özellikle Özbekistan'daki artan rekabet, Pakistan'daki ekonomik daralma ve MENA bölgesindeki jeopolitik belirsizlikler, şirketin büyüme potansiyelini sınırlayan başlıca faktörler oldu. Şirketin ürün ve coğrafi çeşitliliği ile güçlü uluslararası operasyonları, makroekonomik zorluklara rağmen sürdürülebilir büyüme sağlama kabiliyetini göstermekte. Küçük paketlerin payının artırılması ve çeşitlendirilmiş ürün portföyü, satın alma gücündeki zayıflamaya rağmen istikrarlı büyüme sağlanmasında etkili oldu. 2024 yılında Anadolu Etap İçecek'in paylarının tamamının devralınmasıyla, meyve suyu konsantresi satın alımı ve sürdürülebilir tedarik zinciri uygulamalarının olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. Şirket için olumlu gidişatı destekleyen unsurlar arasında: **i)** Türkiye operasyonlarının kârlılık üzerindeki pozitif etkisinin devamı, **ii)** Azerbaycan, Irak ve Kazakistan gibi belirli pazarlardaki büyüme fırsatları, **iii)** Makroekonomik iyileşme ve tüketici talebinin toparlanma olasılığı yer almaktadır.

**Riskler...** Şirketin karşılaşılabileceği başlıca riskler, Pakistan ve Özbekistan gibi önemli pazarlardaki rekabetin ve ekonomik zayıflığın devam etmesi, tüketici talebindeki direncin hacim ve gelir büyümesini sınırlama ihtimali ve MENA bölgesindeki jeopolitik belirsizliklerin sürebileceği ihtimalleri içermekte. Ayrıca, uluslararası operasyonlardaki daralma ve finansman giderlerindeki artışlar, şirketin operasyonel ve finansal performansında zorluklar yaratabilir.

### CCOLA

### AL

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

84.00 TL  
%43

#### Pay bilgileri

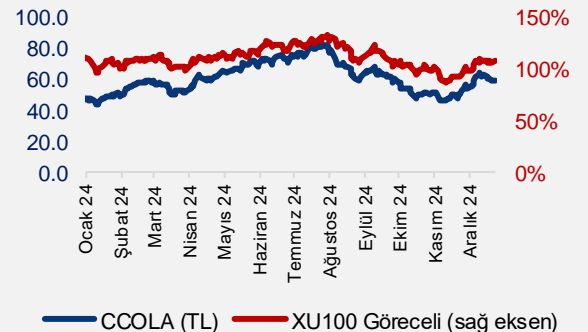
Pay Kodu	CCOLA TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	58.75
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	42.9 / 81.6
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	164,387 - 4,683
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2798 - 25%
Yabancı Takas Oranı	78.8%
Pazar	Yıldız
Sektör	Gıda, İçecek ve Tütün

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	16.2	14.2	13.9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	18%	-3%	24%
USD	16%	-6%	4%
BIST-100'e göre performans	17%	0%	-4%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	101,042	148,766	188,485
FAVÖK	17,918	29,125	38,074
Net kâr	20,580	20,410	30,129

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	8.0x	8.1x	5.5x
F/DD	4.2x	2.8x	1.9x
FD/FAVOK	10.0x	6.1x	4.2x



## Coca-Cola İçecek – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	21,755	24,642	45,488
Ticari alacaklar	9,070	20,611	25,252
Stoklar	12,983	19,956	24,985
Finansal yatırımlar	376	1,447	1,885
Maddi duran varlıklar	59,180	69,316	78,776
Diğer duran varlıklar	6,795	14,468	16,964
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>110,158</b>	<b>150,440</b>	<b>193,349</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	18,063	18,425	19,162
Ticari borçlar	18,596	35,515	44,947
Uzun vadeli borçlanmalar	18,976	19,925	20,722
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	9,567	16,879	20,733
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>28,544</b>	<b>36,804</b>	<b>41,455</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>39,287</b>	<b>59,697</b>	<b>87,785</b>
Ödenmiş sermaye	254	254	254
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>110,158</b>	<b>150,440</b>	<b>193,349</b>
Net borç	15,285	13,707	-5,604
Net işletme sermayesi	3,456	5,052	5,290

## Oranlar

Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%69.2	%41.2	%40.9
Net kâr	%20.4	%13.7	%16.0
Aktif devri	1.2x	1.1x	1.1x
Kaldıraç	2.8x	2.6x	2.3x
Aktif kârlılığı	%24.4	%15.7	%17.5

## Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%34	%25	%21
Net borç/özsermaye	0.39	0.23	-0.06
Net borç/FAVÖK	0.85	0.47	-0.15

## Hisse başına (TL)

Net kâr	7.35	7.29	10.77
Özkaynak	14.04	21.33	31.37
Temettü	0.39	0.84	0.73

Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>101,042</b>	<b>148,766</b>	<b>188,485</b>
Brüt kâr	33,040	53,732	67,855
Faaliyet giderleri	-18,809	-30,226	-37,697
Esas faaliyet kârı	14,230	23,506	30,158
<b>FAVÖK</b>	<b>17,918</b>	<b>29,125</b>	<b>38,074</b>
Net diğer gelir	245	788	1,286
Net finansman geliri	11,525	5,199	9,047
Vergi öncesi kâr	25,973	29,091	39,982
Vergi gideri	-4,796	-8,680	-9,853
<b>Net kâr</b>	<b>20,580</b>	<b>20,410</b>	<b>30,129</b>

## Nakit akış tablosu

<b>FAVÖK</b>	<b>17,918</b>	<b>29,125</b>	<b>38,074</b>
Vergi gideri	-4,796	-8,680	-9,853
Yatırımlar	-5,905	-13,824	-15,079
İşletme sermayesi değişimi	1,161	1,596	238
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>6,056</b>	<b>5,025</b>	<b>12,905</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%89	%47	%27
FAVÖK	%77	%63	%31
Net kâr	%375	-%1	%48
Brüt marj	%32.7	%36.1	%36.0
Esas faaliyet kâr marjı	%14.1	%15.8	%16.0
FAVÖK marjı	%17.7	%19.6	%20.2
Net marj	%20.4	%13.7	%16.0
Serbest nakit akışı marjı	%6.0	%3.4	%6.8

## Değerleme

F/K	8.0x	8.1x	5.5x
F/DD	4.2x	2.8x	1.9x
FD/FAVÖK	10.0x	6.1x	4.2x
FD/Net satışlar	1.8x	1.2x	0.8x
Temettü verimi	%0.7	%1.4	%1.2
Serbest nakit akışı verimi	%3.7	%3.1	%7.9

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Ford Otosan

**Ford Otosan için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 1.292 TL'den 1.412 TL'ye yükseltiyor ve hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. i) üretim kapasitesindeki artış ii) yeni modellerin devreye alınması iii) faiz indirimlerinin ihracat talebine olumlu etkisi şirket için AL tavsiyemizi sürdürmemizin başlıca katalizörlerdir. Şirket 2025T'de 6,0 F/K ve 6,8 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**

**Normalleşme sürecinin ardından toparlanma beklentilerimiz sürüyor.** Çin menşeli araçların hem Türkiye hem de Avrupa pazarına entegrasyonu, bir süredir otomotiv sektöründe baskı yaratmaktadır. Otomobil üretiminde yoğunlaşan Çinli markalar, hafif ticari araç üretiminde uzmanlaşmış olan Ford Otosan ile farklı segmentlerde rekabet etmektedir. 2025'in ilk çeyreğinden itibaren, piyasa beklentilerinin altında kalan karlılık oranlarını geride bırakarak Ford Otosan'ın pozitif bir ivme kazanacağını öngörmekteyiz. FROTO'nun ihracatında ana müşteri olarak Ford Motor Company ile çalışması ve ihracat sözleşmelerinin Euro üzerinden yapılması, şirketi döviz dalgalanmalarına karşı koruyan önemli bir avantaj sağlamaktadır. Bununla birlikte, Ford'un Avrupa pazarındaki performansı, özellikle İngiltere ve Almanya gibi ülkelerdeki makroekonomik gelişmelere bağlı olarak şekillenmektedir. Küresel çapta enflasyonist baskıların etkisiyle merkez bankalarının faiz indirimlerine yakmış olduğu yeşil ışık ile faiz oranlarını kademeli olarak indirmeye devam etmesini ve bu durumun talebi artırarak ekonomileri canlandıracağını öngörüyoruz.

**Üretim kapasitesinde yakalanan çarpıcı ivme...** Ford Otosan, Türkiye ve Romanya'daki operasyonlarıyla Türkiye'nin otomotiv üretiminde %45'lik pay alarak sektörün lideri konumundadır. Şirket, 2023 yılında 746.500 adetlik üretim kapasitesine ulaşmış, 2022'de Ford Romanya tesislerini bünyesine katarak üretim kapasitesini artırmıştır. Romanya operasyonları, 2023'te 190.964 adetlik üretim katkısı sağlamış, yeni nesil Courier üretimleriyle bu katkı 2024'ün ilk yarısında %28,7 artmıştır. Eskişehir fabrikası da 2023'ün son çeyreğinde kapasitesini %20 artırarak 22,5 bin adede ulaşmıştır. 2024 için 650-700 bin üretim hedefleyen şirket, 2025'te bu rakamı 900 binin üzerine çıkarmayı planlamaktadır. Tüm tesislerinde 9A24'te %84 kapasite kullanımına ulaşan FROTO'nun, bu oranı 2025'te %83, 2033'e kadar ise kademeli olarak artırarak %86 seviyesine çıkaracağını hesaplıyoruz.

**Yeni ürün gamı, şirketin mevcut stratejik yapısına güçlü bir katkı sunacak..** FROTO'nun elektrikli araç üretim faaliyetlerine geçiş süreci, geçmişte bazı modellerin üretim ve lansmanındaki gecikmeler nedeniyle kârlılık üzerinde baskı yaratmış ve stok seviyelerini artırmıştır. Şirket, %100 elektrikli E-Courier üretimine 2025'in ilk çeyreğinde başlamayı, aynı dönemde E-Truck modelini üretime almayı ve Courier ile Puma'nın elektrikli versiyonlarını piyasaya sunmayı planlamaktadır. Yıl sonunda ise Ford dışında ilk kez VW ticari araçlarının üretimine başlanması hedeflenmektedir.

**Riskler:** i) iç pazarda ve Avrupa pazarında Çinli araçların piyasaya girmesi ile rekabetin sertleşmesi ii) faiz indirim döngüsünün beklenenden yavaş sürmesi

## FROTO

## AL

**12 Aylık Hedef Fiyat 1.412 TL**  
**Getiri Potansiyeli %52**

### Pay bilgileri

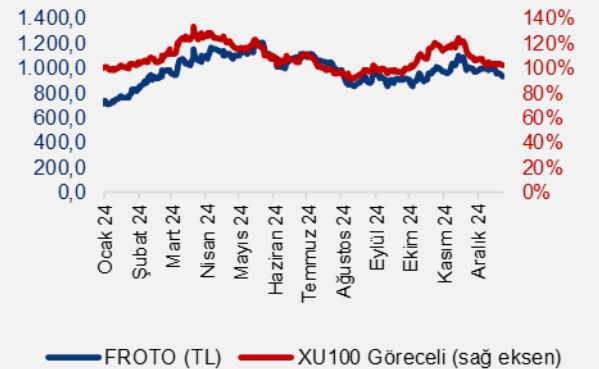
<b>Pay Kodu</b>	<b>FROTO TI</b>
<b>Pay fiyatı (23.12.2024)</b>	930,50
<b>Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)</b>	692 / 1.205
<b>Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)</b>	326.522 - 9.301
<b>Pay adedi (mn) &amp; halka açıklık oranı</b>	351 - 18%
<b>Yabancı Takas Oranı</b>	33,30%
<b>Pazar</b>	Yıldız
<b>Sektör</b>	Otomotiv

<b>Ortalama işlem hacmi</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>12 Ay</b>
milyon ABD doları	29,3	32,2	31,9

<b>Fiyat performansı</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>YBB</b>
TL	-7%	3%	32%
USD	-9%	0%	11%
BIST-100'e göre performans	-8%	6%	3%

<b>Tahminler (TL mn)</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
Net satışlar	411.906	568.163	772.448
FAVÖK	42.710	44.493	67.212
Net kâr	49.056	36.466	54.432

<b>Değerleme</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	6,7x	9,0x	6,0x
F/DD	3,3x	2,9x	2,4x
FD/FAVOK	9,6x	9,5x	6,8x



## Ford Otosan – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	20.684	41.946	58.168
Ticari alacaklar	61.938	69.024	79.156
Stoklar	39.878	54.430	62.401
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	102.108	117.079	153.170
Diğer duran varlıklar	70.218	77.115	88.682
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>359.594</b>	<b>441.577</b>	<b>583.152</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	46.143	60.150	92.694
Ticari borçlar	71.415	85.246	89.136
Uzun vadeli borçlanmalar	56.777	77.034	94.150
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	21.302	24.452	26.897
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>101.486</b>	<b>121.047</b>	<b>156.676</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>99.188</b>	<b>112.711</b>	<b>138.700</b>
Ödenmiş sermaye	351	351	351
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>359.594</b>	<b>441.577</b>	<b>583.152</b>
Net borç	82.237	95.239	128.675
Net işletme sermayesi	30.401	38.208	52.420

## Oranlar

Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%65,3	%34,4	%43,3
Net kâr	%11,9	%6,4	%7,0
Aktif devri	1,8x	1,7x	1,9x
Kaldıraç	3,1x	3,1x	3,2x
Aktif kârlılığı	%20,9	%11,1	%13,6

## Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%35	%38	%42
Net borç/özsermaye	0,83	0,84	0,93
Net borç/FAVÖK	1,93	2,14	1,91

## Hisse başına (TL)

Net kâr	139,80	103,92	155,12
Özkaynak	282,66	321,20	395,26
Temettü	-52,50	-111,84	-81,06

Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>411.906</b>	<b>568.163</b>	<b>772.448</b>
Brüt kâr	55.248	57.895	85.438
Faaliyet giderleri	-18.602	-24.866	-33.703
Esas faaliyet kârı	36.646	33.028	51.736
<b>FAVÖK</b>	<b>42.710</b>	<b>44.493</b>	<b>67.212</b>
Net diğer gelir	7.371	1.382	1.857
Net finansman geliri	611	1.050	909
Vergi öncesi kâr	47.428	39.541	58.078
Vergi gideri	1.627	-3.076	-3.646
<b>Net kâr</b>	<b>49.056</b>	<b>36.466</b>	<b>54.432</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	42.710	44.493	67.212
Vergi gideri	1.257	-960	-1.504
Yatırımlar	-31.175	-31.143	-41.568
İşletme sermayesi değişimi	14.204	7.806	14.213
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-1.411</b>	<b>4.583</b>	<b>9.927</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%28	%38	%36
FAVÖK	%34	%4	%51
Net kâr	%77	-%26	%49
Brüt marj	%13,4	%10,2	%11,1
Esas faaliyet kâr marjı	%8,9	%5,8	%6,7
FAVÖK marjı	%10,4	%7,8	%8,7
Net marj	%11,9	%6,4	%7,0
Serbest nakit akışı marjı	-%0,3	%0,8	%1,3

## Değerleme

F/K	6,7x	9,0x	6,0x
F/DD	3,3x	2,9x	2,4x
FD/FAVÖK	9,6x	9,5x	6,8x
FD/Net satışlar	1,0x	0,7x	0,6x
Temettü verimi	-%5,6	-%12,0	-%8,7
Serbest nakit akışı verimi	-%0,4	%1,4	%3,0

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Mavi Giyim

Mavi Giyim için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 147,00 TL olarak korumaya devam ediyoruz. Hedef fiyatımız %79 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyor, Mavi'yi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. i) Yurtiçi perakendede güçlü performans ve geniş hedef kitle, ii) Dinamik fiyatlandırma politikası ve etkin stok yönetimi, iii) Satış alanında genişleme ve mağaza açılışları, iv) Güçlü net nakit pozisyonu şirketin ana katalistleri olmaya devam ediyor. 2025T tahminlerimize göre Mavi, 5,5x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

**Orta-premium segmentte güçlü konum...** Mavi, Türkiye'nin en güçlü orta-premium günlük giyim markalarından biri olarak konumlanmaktadır. Denim ve günlük giyim ürünleriyle Mavi, kadın, erkek ve çocuklar için geniş ürün yelpazesi sunmaktadır. Yerli üretime dayalı esnek tedarik zinciri ve maliyet avantajı, şirkete önemli bir rekabet üstünlüğü sağlarken, pandemi sonrası günümüze kadarki dönemde üretim, sipariş ve tedarik zincirindeki belirsizliklere karşı, Mavi'nin etkin stok yönetimi ve ani değişimlere hızlı adapte olabilmesi, şirketin risk yönetiminde başarılı olmasını sağlamıştır. Geniş ürün yelpazesi ve dengeli fiyatlandırma stratejisi, şirketin enflasyonun üzerinde büyüme hedefini sürdürülebilir kılmaktadır. Şirket, yurtiçinde premium segmente uygun ürünlerin payını artırmış, böylece pazardaki konumunu sağlamlaştırmıştır. 9A24 itibarıyla lifestyle ürünlerin Türkiye perakende gelirlerindeki payı %62, denim ürünlerin payı ise %38 seviyesindedir. 9A24'te açılan on yeni mağaza ile Mavi'nin yurtiçi mağaza sayısı 345'e ulaşmış; ayrıca on mağazanın metrekare alanı genişletilmiş ve toplam satış alanı 183 bin metrekareye yükselmiştir. Ortalama mağaza büyüklüğü 529 metrekare olarak kaydedilmiştir.

**Şirketin finansal performansı...** Mavi, 9A24 döneminde 23.072 milyon TL satış geliri açıklamıştır. Çeyreklik bazda bakıldığında şirket 3Ç24 döneminde 9.270 milyon TL satış geliri elde ederken, dezenflasyon sürecinin etkisiyle brüt kâr marjı üzerindeki baskının devam ettiği görülmüştür. Enflasyonla mücadele kapsamında alınan aksiyonlar, tüketici talebinde zayıflamaya yol açarken, üretim maliyetlerindeki artış ve harcanabilir gelirdeki düşüş nedeniyle marjlar üzerinde baskı oluşturmuştur. Ancak güçlü marka stratejisi, sürekli iletişim ve dinamik ürün fiyat konumlandırması, belirsizliklere başa çıkmada fayda sağlamıştır. Şirket, 2024 yıl sonu belirlediği hedeflerde ise ekonomideki yavaşlama nedeniyle aşağı yönlü revizyona gittiğini açıklamıştır.

**2024 ve 2025 beklentileri...** Şirketin i) %70 (±%5) toplam konsolide satış büyümesi beklentisi, %60+ seviyesine, ii) %20 (±%0,5) TFRS16 hariç ve %23,5 (±%0,5) TFRS16 dahil FAVÖK marjı beklentisi, sırasıyla %18,5+ (TFRS16 hariç) ve %22,0+ (TFRS16 dahil) seviyelerine, iii) Türkiye perakende mağazalarında net 15 mağaza açılışı ve 10 mağaza genişlemesi beklentisi, 17 net yeni mağaza ve 15 mağazanın metrekare büyümesine, iv) Yatırım harcamalarının konsolide satışa oranı beklentisi, %5'ten %4'e revize edilmiştir. Net nakit pozisyonu beklentisi ise korunmuştur. 2025 yılının ilk yarısında yüksek faiz oranlarının, kredi kartı maliyetlerindeki artışı tetiklemeyle finansal giderlerin yüksek seyretmesini, bununla birlikte, alınacak tedbirlerin olumlu etkisi ve iç piyasada artan talep koşulları ile Mavi'nin operasyonel performansının güçlü kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

## MAVI

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

147 TL  
%79

### Pay bilgileri

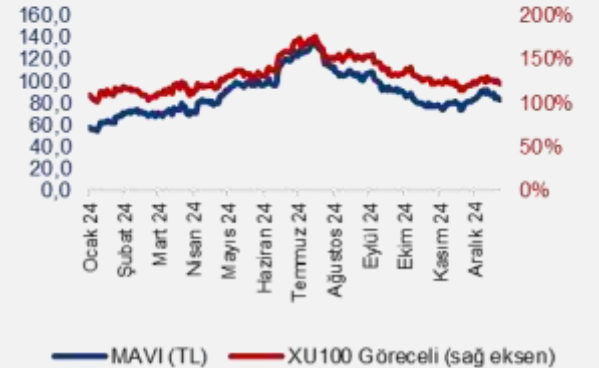
Pay Kodu	MAVI TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	82,30
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	51 / 136
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	32694,2 - 931,3
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	397 - 73%
Yabancı Takas Oranı	43.99%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	12,9	9,7	10,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	6%	-10%	44%
USD	5%	-13%	21%
BIST-100'e göre performans	6%	-8%	12%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	26.293	44.158	59.941
FAVÖK	4.854	8.177	11.283
Net kâr	1.757	4.267	5.904

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	18,6x	7,7x	5,5x
F/DD	3,7x	2,9x	1,9x
FD/FAVOK	6,1x	3,3x	2,0x



## Mavi Giyim – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T	Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	6.359	8.008	14.297	<b>Net satışlar</b>	<b>26.293</b>	<b>44.158</b>	<b>59.941</b>
Ticari alacaklar	1.719	2.653	3.182	Brüt kâr	12.674	22.329	30.364
Stoklar	4.728	7.241	5.833	Faaliyet giderleri	-9.430	-15.439	-21.118
Finansal yatırımlar	82	102	113	Esas faaliyet kâr	3.244	6.890	9.246
Maddi duran varlıklar	2.016	1.887	2.038	<b>FAVÖK</b>	<b>4.854</b>	<b>8.177</b>	<b>11.283</b>
Diğer duran varlıklar	3.301	6.024	6.626	Net diğer gelir	205	354	328
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>18.205</b>	<b>25.918</b>	<b>32.090</b>	Net finansman geliri	-810	-1.308	-1.565
Kısa vadeli borçlanmalar	1.837	1.648	2.697	Vergi öncesi kâr	2.669	5.964	8.028
Ticari borçlar	4.451	7.021	6.059	Vergi gideri	-913	-1.697	-2.124
Uzun vadeli borçlanmalar	1.217	1.006	1.199	<b>Net kâr</b>	<b>1.757</b>	<b>4.267</b>	<b>5.904</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.965	4.933	4.982	<b>Nakit akış tablosu</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>3.182</b>	<b>5.939</b>	<b>6.181</b>	FAVÖK	<b>4.854</b>	<b>8.177</b>	<b>11.283</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>8.735</b>	<b>11.310</b>	<b>17.153</b>	Vergi gideri	-913	-1.697	-2.124
Ödenmiş sermaye	397	397	397	Yatırımlar	-585	-1.288	-1.918
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>18.205</b>	<b>25.918</b>	<b>32.090</b>	İşletme sermayesi değişimi	1.135	1.177	84
Net borç	-3.304	-5.354	-10.401	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>2.221</b>	<b>4.015</b>	<b>7.157</b>
Net işletme sermayesi	1.996	2.873	2.956	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Oranlar</b>				Net satışlar	%25	%68	%36
<b>Karlılık</b>				FAVÖK	%16	%68	%38
Özkaynak kârlılığı	%24,8	%42,6	%41,5	Net kâr	-%9	%143	%38
Net kâr	%6,7	%9,7	%9,8	Brüt marj	%48,2	%50,6	%50,7
Aktif devri	1,6x	2,0x	2,1x	Esas faaliyet kâr marjı	%12,3	%15,6	%15,4
Kaldıraç	2,4x	2,2x	2,0x	FAVÖK marjı	%18,5	%18,5	%18,8
Aktif kârlılığı	%10,5	%19,3	%20,4	Net marj	%6,7	%9,7	%9,8
<b>Kaldıraç</b>				Serbest nakit akışı marjı	%8,4	%9,1	%11,9
Finansal borç/toplam varlıklar	%17	%10	%12	<b>Değerleme</b>			
Net borç/özsermaye	-0,38	-0,47	-0,61	F/K	18,6x	7,7x	5,5x
Net borç/FAVÖK	-0,68	-0,65	-0,92	F/DD	3,7x	2,9x	1,9x
<b>Hisse başına (TL)</b>				FD/FAVOK	6,1x	3,3x	2,0x
Net kâr	4,42	10,74	14,86	FD/Net satışlar	1,1x	0,6x	0,4x
Özkaynak	21,99	28,47	43,18	Temettü verimi	-%1,3	%0,0	%0,0
Temettü	-1,08	0,00	0,00	Serbest nakit akışı verimi	%6,8	%12,3	%21,9

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Migros

**Güncellediğimiz makro ve mikro tahminler ışığında, araştırma kapsamımızda bulunan ve aynı zamanda model portföyümüzde yer alan Migros için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 616 TL'den, 705 TL'ye yükseltiyor, AL görüşümüzü koruyoruz. Şirketin online iş hacmindeki genişlemesi, müşteri tabanındaki çeşitlilik ve gelecek döneme ilişkin makro beklentiler doğrultusunda, 2025T dönemi tahminlerimizde şirket, 10,6 F/K ve 4,6 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**

**Şirket stratejileri operasyonlara katkı sağlıyor...** Migros, 2024 yılında e-ticaret kanallarındaki büyüme ve mağaza sayısındaki artışın desteğiyle sektörde güçlü bir performans sergiledi. Şirket, modern FMCG pazarındaki payını %16,9'a (9A23: %16,3) ve toplam FMCG pazarındaki payını %9,8'e (9A23: %9,4) yükseltti. Yılın ilk dokuz ayında 345 yeni mağaza açılışıyla toplam mağaza sayısını 3.550'ye ulaştıran Migros, rekabetçi fiyat politikası ve hızlı mağaza açılışıyla indirim perakendecilerinin büyüme hızına yaklaşmıştır. Brüt kâr marjı %24,1, FAVÖK marjı ise %7,6 olarak gerçekleşirken, net kâr marjı %4,2 olarak kaydedilmiştir. Ayrıca, net nakit pozisyonu 21 milyar TL'ye ulaşmış, yılın ilk dokuz ayında 6 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirilmiştir. Migros'un rekabetçi fiyatları ve müşteri tabanını genişletme stratejisi ile düşük gelir gruplarından orta ve yüksek gelir gruplarına kadar geniş bir müşteri kitlesine ulaşmayı sürdürmesini bekliyoruz. Dezenflasyonist süreçte makroekonomik eğilimlerin de Migros'un 2025 yılı büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Enflasyondaki yavaşlama ve tüketici davranışlarının online satışlara yönelmesi, şirketin operasyonel marjlarını destekleyecektir. Özellikle, envanterler üzerindeki negatif enflasyon etkisinin azalması, marjlar üzerinde olumlu bir etki yaratacaktır. Şirketin gelecek görünümü için ana katalistler olarak: **i)** Organize ticaretin artan pazar payı ve online satışların büyümesi, **ii)** FMCG pazarında artan rekabetçi konum ve fiyat politikası, **iii)** Tüketicilerin uygun fiyatlı ürünlere yönelimi ve genişleyen müşteri tabanı yer almaktadır.

**Riskler...** Şirketin karşılaşılabileceği başlıca riskler arasında, 2025 yılı için beklenen asgari ücret artışlarının operasyonel marjları olumsuz etkileme ihtimali ve sektördeki yüksek iş değiştirme oranlarının operasyonel verimliliği düşürme potansiyeli bulunmakta. Toplu iş sözleşmelerinden kaynaklanabilecek personel gideri farklılıklarının ve artan üretici fiyatlarının, şirketin marjlarını baskılaması ve eğer gerçekleşirse uzayan fiyat rekabetinin sürdürülebilir marjlar ve serbest nakit akışı yaratmada zorluk oluşturabileceğini düşünüyoruz.

## MGROS

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

705.00 TL  
%45

### Pay bilgileri

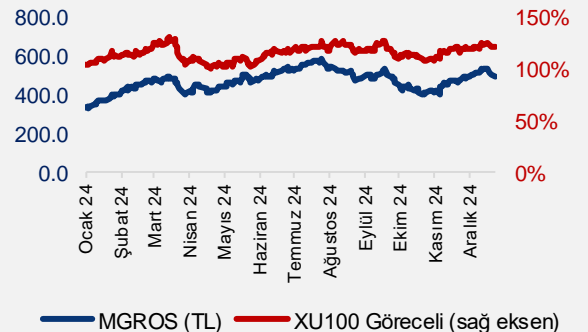
Pay Kodu	MGROS TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	487.50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	321.6 / 577.8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	88,264 - 2,514
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	181 - 51%
Yabancı Takas Oranı	26.9%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende Ticaret

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	20.9	23.3	24.4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	5%	-1%	49%
USD	3%	-4%	25%
BIST-100'e göre performans	4%	2%	15%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	181,674	277,146	399,536
FAVÖK	3,221	11,841	13,357
Net kâr	8,829	8,437	8,322

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	10.0x	10.5x	10.6x
F/DD	1.8x	1.5x	1.4x
FD/FAVOK	26.5x	6.1x	4.6x





## Migros – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T	Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	16,785	36,310	49,441	<b>Net satışlar</b>	<b>181,674</b>	<b>277,146</b>	<b>399,536</b>
Ticari alacaklar	3,419	1,511	2,178	Brüt kâr	34,003	53,336	79,001
Stoklar	29,792	33,748	53,569	Faaliyet giderleri	-36,983	-50,280	-77,630
Finansal yatırımlar	628	4	4	Esas faaliyet kârı	-2,980	3,056	1,371
Maddi duran varlıklar	47,642	48,024	48,828	<b>FAVÖK</b>	<b>3,221</b>	<b>11,841</b>	<b>13,357</b>
Diğer duran varlıklar	26,900	30,632	51,940	Net diğer gelir	-3,630	-11,049	-7,843
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>125,167</b>	<b>150,230</b>	<b>205,959</b>	Net finansman geliri	17,050	17,679	15,092
Kısa vadeli borçlanmalar	4,047	4,919	6,001	Vergi öncesi kâr	10,792	10,338	9,419
Ticari borçlar	50,799	61,497	98,356	Vergi gideri	-1,887	-1,901	-1,097
Uzun vadeli borçlanmalar	9,906	14,947	17,189	<b>Net kâr</b>	<b>8,829</b>	<b>8,437</b>	<b>8,322</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	11,161	11,487	19,977	<b>Nakit akış tablosu</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>21,067</b>	<b>26,434</b>	<b>37,166</b>	FAVÖK	<b>3,221</b>	<b>11,841</b>	<b>13,357</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>48,943</b>	<b>57,380</b>	<b>64,436</b>	Vergi gideri	-1,887	-1,901	-1,097
Ödenmiş sermaye	181	181	181	Yatırımlar	-5,094	-6,583	-9,589
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>125,167</b>	<b>150,230</b>	<b>205,959</b>	İşletme sermayesi değişimi	-3,326	-8,651	-16,371
Net borç	-2,833	-16,445	-26,251	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-434</b>	<b>12,007</b>	<b>19,043</b>
Net işletme sermayesi	-17,587	-26,238	-42,609	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Oranlar</b>				Net satışlar	%29	%53	%44
<b>Karlılık</b>				FAVÖK	-%14	%268	%13
Özkaynak kârlılığı	%23.1	%15.9	%13.7	Net kâr	-%3	-%4	-%1
Net kâr	%4.9	%3.0	%2.1	Brüt marj	%18.7	%19.2	%19.8
Aktif devri	1.8x	2.0x	2.2x	Esas faaliyet kâr marjı	-%1.6	%1.1	%0.3
Kaldıraç	2.7x	2.6x	2.9x	FAVÖK marjı	%1.8	%4.3	%3.3
Aktif kârlılığı	%8.5	%6.1	%4.7	Net marj	%4.9	%3.0	%2.1
<b>Kaldıraç</b>				Serbest nakit akışı marjı	-%0.2	%4.3	%4.8
Finansal borç/toplam varlıklar	%11	%13	%11	<b>Değerleme</b>			
Net borç/özsermaye	-0.06	-0.29	-0.41	F/K	10.0x	10.5x	10.6x
Net borç/FAVÖK	-0.88	-1.39	-1.97	F/DD	1.8x	1.5x	1.4x
<b>Hisse başına (TL)</b>				FD/FAVOK	26.5x	6.1x	4.6x
Net kâr	48.76	46.60	45.96	FD/Net satışlar	0.5x	0.3x	0.2x
Özkaynak	270.32	316.92	355.89	Temettü verimi	%0.8	%1.6	%1.4
Temettü	3.67	7.75	6.99	Serbest nakit akışı verimi	-%0.5	%13.6	%21.6

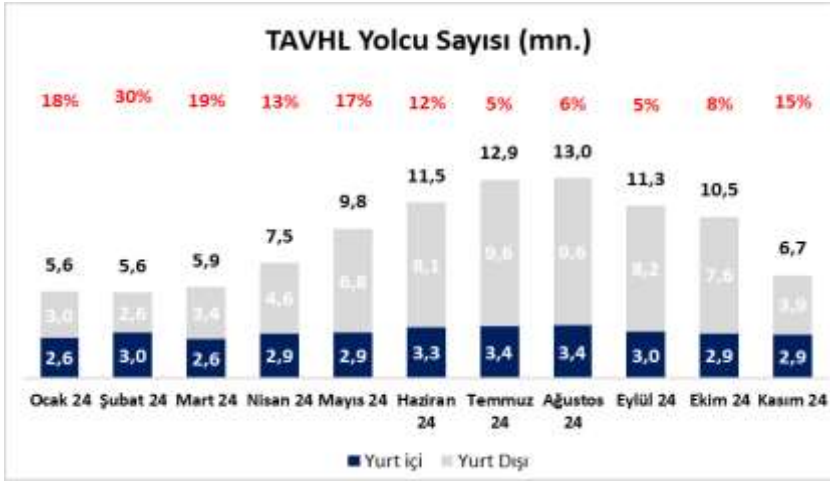
Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## TAV Havalimanları

TAV Havalimanları'nı 12 aylık 396,00 TL hedef fiyatla araştırma kapsamımıza dahil ederken, %41 getiri potansiyeli ile AL tavsiyesi veriyoruz. i) Artan yolcu trafiği, ii) Artan yurt dışı yolcu oranı iii) Faaliyete alınacak yeni kapasiteler değerlememizin ana teması olarak öne çıkıyor. 2024T dönemi tahminlerimizde 10.6x F/K, 2025T dönemi tahminlerimizde 8.3x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

**Yolcu trafiğinde istikrarlı artış devam ediyor...** 2024 yılının ilk 11 ayında hizmet verilen yolcu sayısı, bir önceki yıla göre %12 artışla 100,3 milyon kişi düzeyinde gerçekleşti. 2024 yılının ilk 11 aylık döneminde, yurt içinde hizmet verilen yolcu sayısı bir önceki yıla göre %10 artışla 32,9 milyon kişi olarak gerçekleşirken, yurt dışında hizmet verilen yolcu sayısı ise %12'lik artışla 67,5 milyon kişiye ulaştı. 2024 yılında hizmet verilen yolcu sayısında gerçekleşen güçlü büyüme ile birlikte, 2025 yılının ilk çeyreğinin sonunda faaliyete alınması planlanan Antalya Havalimanı ve 2025'in ikinci çeyreğinde faaliyete alınması planlanan Ankara Esenboğa Havalimanı kapasite artışı ve modernizasyon yatırımlarının devreye alınması ile hizmet verdiği yolcu sayısını büyümeye devam etmesini bekliyoruz. Değerleme dönemimizde, hizmet verilen yolcu sayısında YBBO %6 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz.



**Yan gelirlerdeki artış konsolide ciroyu desteklemeye devam edecek...** Havaçılık gelirlerinin yanı sıra, yer hizmeti gelirleri, yiyecek içecek hizmeti gelirleri, prime class ve salon gelirleri, gümrüksüz mağaza gelirleri gibi yan gelirler ile önümüzdeki dönemlerde ciroyu desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılında, TAV Havalimanları gelirlerinin %58 düzeyinde kısmının havaçılık gelirleri dışı gelirlerden oluşacağını öngörüyoruz. Değerleme dönemimizde, havaçılık gelirleri hariç gelirlerin, 2025 yılında büyümesinin %40 düzeyinde gerçekleşeceğini, değerlendirme dönemi boyunca ise YBBO %18 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

**Riskler:** i) Jeopolitik risklerin artması, turizmin zayıflaması

## TAVHL

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

396 TL  
%41

### Pay bilgileri

Pay Kodu	TAVHL TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	281,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	103 / 292
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	102263,7 - 2913,0
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	363 - 48%
Yabancı Takas Oranı	48,72%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon USD	13,4	13,8	17,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	4%	11%	162%
USD	2%	8%	120%
BIST-100'e göre performans	3%	14%	103%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	34.433	58.927	73.761
FAVÖK	10.435	18.816	23.558
Net kâr	7.530	9.645	12.293

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	13,6x	10,6x	8,3x
F/DD	2,2x	1,8x	1,5x
FD/FAVOK	13,7x	8,7x	6,4x



## TAV Havalimanları – Özet Tablolar

TL mn	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
<b>Hasılat</b>	<b>34.433</b>	<b>58.927</b>	<b>73.761</b>	<b>91.217</b>	<b>111.651</b>	<b>136.258</b>	<b>166.006</b>	<b>203.123</b>	<b>249.356</b>	<b>307.487</b>	<b>380.768</b>
Büyüme, % y/y	88%	71%	25%	24%	22%	22%	22%	22%	23%	23%	24%
<b>FAVÖK</b>	<b>10.435</b>	<b>18.816</b>	<b>23.558</b>	<b>30.304</b>	<b>38.073</b>	<b>46.604</b>	<b>56.983</b>	<b>70.731</b>	<b>88.284</b>	<b>110.054</b>	<b>138.090</b>
Büyüme, % y/y	82,2%	80,3%	25,2%	28,6%	25,6%	22,4%	22,3%	24,1%	24,8%	24,7%	25,5%
<i>Favök Marjı</i>	30,3%	31,9%	31,9%	33,2%	34,1%	34,2%	34,3%	34,8%	35,4%	35,8%	36,3%
Vergi	-642	-1.276	-1.679	-2.127	-2.763	-3.614	-4.728	-6.160	-7.940	-10.219	-13.139
Yatırım Harcaması	-5.462	-5.893	-5.163	-5.473	-6.699	-8.175	-9.960	-12.187	-14.961	-18.449	-22.846
Net İşletme Sermayesi Değişimi	897	-164	491	139	3	-161	-515	-872	-1.450	-2.202	-3.260
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>4.717</b>	<b>11.811</b>	<b>16.225</b>	<b>22.566</b>	<b>28.608</b>	<b>34.976</b>	<b>42.810</b>	<b>53.256</b>	<b>66.832</b>	<b>83.587</b>	<b>105.365</b>
Serbest Nakit Akışı Marjı	13,7%	20,0%	22,0%	24,7%	25,6%	25,7%	25,8%	26,2%	26,8%	27,2%	27,7%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti		23%	25%	25%	25%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
<b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>		<b>9.609</b>	<b>10.422</b>	<b>11.557</b>	<b>11.661</b>	<b>11.220</b>	<b>10.843</b>	<b>10.629</b>	<b>10.514</b>	<b>10.344</b>	<b>10.252</b>
Uç Büyüme Oranı	5,0%										
Uç Değer	467.085										
<b>Uç Değerin Bugünkü Değeri</b>	<b>45.446</b>										
Serbest Nakit Akışının Bugünkü Değeri	107.051										
Uç Değerin Bugünkü Değeri	45.446										
<b>Şirket Değeri</b>	<b>152.497</b>										
Net Borç	40.777										
<b>Özkaynak</b>	<b>111.720</b>										
Ödenmiş Sermaye (mn.)	363										
<b>12-Aylık Hedef Fiyat</b>	<b>396,00</b>										
Hisse Fiyatı	281,50										
<b>Potansiyel Getiri</b>	<b>41%</b>										

## TAV Havalimanları – Özet Tablolar 2

Bilanço	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	5.144	17.554	14.590
Ticari alacaklar	2.477	3.936	4.964
Stoklar	997	1.101	1.774
Finansal yatırımlar	3.011	5.885	10.071
Maddi duran varlıklar	42.747	74.029	92.960
Diğer duran varlıklar	29.961	52.321	63.476
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>154.827</b>	<b>187.834</b>	<b>212.991</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	7.736	17.342	20.500
Ticari borçlar	1.685	2.351	4.216
Uzun vadeli borçlanmalar	20.088	40.863	55.304
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	31.262	47.806	50.339
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>88.669</b>	<b>105.643</b>	<b>106.159</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>23.166</b>	<b>45.969</b>	<b>57.475</b>
Ödenmiş sermaye	363	363	363
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>154.827</b>	<b>187.834</b>	<b>212.991</b>
Net borç	22.681	40.651	61.214
Net işletme sermayesi	1.788	2.686	2.522

## Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%9,9	%21,8	%18,6
Net kâr	%10,4	%21,9	%16,4
Aktif devri	0,3x	0,3x	0,3x
Kaldıraç	3,6x	3,5x	3,3x
Aktif karlılığı	%2,8	%6,3	%5,6
<b>Kaldıraç</b>			
Finansal borç/toplam varlıklar	%33	%38	%40
Net borç/özsermaye	0,98	0,88	1,07
Net borç/FAVÖK	3,96	3,90	3,25

## Hisse başına (TL)

Net kâr	20,73	26,55	33,84
Özkaynak	63,77	126,54	158,21
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>34.433</b>	<b>58.927</b>	<b>73.761</b>
Brüt kâr	13.290	23.800	31.635
Faaliyet giderleri	6.777	10.854	14.604
Esas faaliyet kârı	20.067	34.654	46.240
<b>FAVÖK</b>	<b>10.435</b>	<b>18.816</b>	<b>23.558</b>
Net diğer gelir	-10	441	941
Net finansman geliri	-3.455	-7.268	-8.046
Vergi öncesi kâr	8.459	9.922	13.971
Vergi gideri	-676	-276	-1.679
<b>Net kâr</b>	<b>7.530</b>	<b>9.645</b>	<b>12.293</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	10.435	18.816	23.558
Vergi gideri	-642	-1.276	-1.679
Yatırımlar	-5.462	-5.893	-5.163
İşletme sermayesi değişimi	897	-164	491
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>3.433</b>	<b>11.811</b>	<b>16.225</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%88	%71	%25
FAVÖK	%82	%80	%25
Net kâr	%297	%28	%27
Brüt marj	%38,6	%40,4	%42,9
Esas faaliyet kâr marjı	%18,9	%22,0	%23,1
FAVÖK marjı	%30,3	%31,9	%31,9
Net marj	%21,9	%16,4	%16,7
Serbest nakit akışı marjı	%10,0	%20,0	%22,0

## Değerleme

F/K	13,6x	10,6x	8,3x
F/DD	2,2x	1,8x	1,5x
FD/FAVOK	13,7x	8,7x	6,4x
FD/Net satışlar	4,2x	2,8x	2,0x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0
Serbest nakit akışı verimi	%3,4	%11,5	%15,9

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Turkcell

Turkcell'in bu son dönemde gerçekleştirdiği fiyatlandırma stratejisi beraberinde operasyonel olarak başarı kaydederken gelecek dönemlerde, taahhütler sebebiyle geçmiş yılların yüksek enflasyonunun dolaylı olarak bilançoyu destekleyeceğini öngörüyoruz. TCELL'i 12 aylık 156,30 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza dahil ederken, %72 getiri potansiyeli ile AL tavsiyesi veriyoruz.

**Taahhütlerden kaynaklanan, enflasyonun geriden gelen etkisinin önümüzdeki dönemlerde bilanço üzerindeki pozitif katkısının sürmesini bekliyoruz...** Şirketin gelecek dönemlerde normalleşen enflasyon koşullarından, ağırlıklı olarak taahhütlü sözleşmelerden oluşan iş modeli sebebiyle pozitif etkilenmesini öngörüyoruz. 2025 yılında, geçmiş dönemlerde gerçekleşen yüksek enflasyonunun, taahhütler sebebiyle ciroya dolaylı yansımalarının şirketin karlılığını desteklemesini bekliyoruz.

**2025 yılında ARPU ve TÜFE makasının ARPU lehine pozitif ivme kazanmasını bekliyoruz...** 3Ç24 dönemi itibarıyla, 515 bin faturalı abone kazanımı, fiyat düzenlemeleri ve müşterileri daha yüksek paketlere geçirme performansı sayesinde yıllık bazda %7 düzeyinde reel Mobil ARPU büyümesi, %15 düzeyinde ise reel Fiber ARPU büyümesi gerçekleşti. Değerleme dönemimizde, Mobil ARPU büyümesinin YBBO %31, Fiber ARPU büyümesinin YBBO %36 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. 2025 yılında, enflasyonun beklentilere paralel olarak düşüş trendine devam edeceğini, Turkcell'in Fiber ve Mobil ARPU büyümesinin ise reel olarak büyümeye devam edeceğini öngörüyoruz.

**FAVÖK marjında iyileşme ve gelirlerde reel büyüme...** Turkcell, 3Ç24 döneminde 40,2 milyar TL düzeyinde ciro yaratımı ile bir önceki yılın aynı dönemine göre satışlarını reel olarak %7 büyüttü. Techfin segmentinde Paycell gelirleri %20, Financell gelirleri ise %38 yükseldi. Satışların maliyeti ise bir önceki yılın aynı dönemine paralel 18 milyar TL düzeyinde gerçekleşti. Bir önceki yılın aynı dönemine göre %10 artışla 17,8 milyar TL düzeyinde FAVÖK yaratımı gerçekleşti ve FAVÖK marjı %42,8'den %44,2'ye yükseldi. Değerleme dönemimizde, ortalama FAVÖK marjının %39,3 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

**Ukrayna iştiraklerinin satışı ile borçluluk geriledi...** Turkcell, 9 Eylül 2024 tarihinde yaptığı KAP açıklamasında, Ukrayna'da faaliyet gösteren Lifecell LLC, LLC Global Bilgi ve LLC Uktower hisselerinin tamamının 524,3 milyon USD karşılığında satıldığını duyurmuştu. 3Ç24 dönemi itibarıyla, şirketin Net Borç/FAVÖK rasyosu 0,1x'e geriledi. Dönem sonu itibarıyla, şirketin net 228 milyon USD tutarında uzun döviz pozisyonu bulunmaktadır.

**Riskler: i) Rekabetçi fiyat ortamı, ii) Yüksek enflasyon, ii) Kordaki ani değişimler**

## TCELL

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat

156,30 TL

Getiri Potansiyeli

%72

### Pay bilgileri

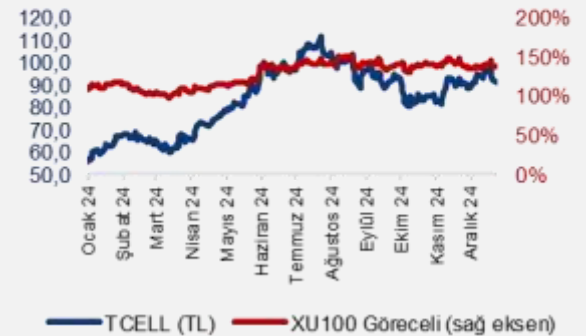
Pay Kodu	TCELL TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	90,70
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	51 / 111
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	199540,0 - 5683,8
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2200 - 54%
Yabancı Takas Oranı	59,93%
Pazar	Yıldız
Sektör	Telekomünikasyon

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon USD	57,4	59,5	63,9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	-1%	67%
USD	-1%	-4%	40%
BIST-100'e göre performans	0%	1%	29%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	107.116	171.724	248.461
FAVÖK	49.231	77.526	105.207
Net kâr	15.740	56.543	51.608

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	12,7x	3,5x	3,9x
F/DD	1,2x	1,0x	0,8x
FD/FAVOK	5,0x	3,2x	2,7x



## Turkcell – Özet Tablolar

TL mn	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
<b>Hasılat</b>	<b>107.116</b>	<b>171.724</b>	<b>248.461</b>	<b>333.612</b>	<b>435.049</b>	<b>549.253</b>	<b>685.968</b>	<b>855.246</b>	<b>1.070.467</b>	<b>1.345.273</b>	<b>1.697.734</b>
Büyüme, % y/y	14,6%	60,3%	44,7%	34,3%	30,4%	26,3%	24,9%	24,7%	25,2%	25,7%	26,2%
<b>FAVÖK</b>	<b>49.231</b>	<b>77.526</b>	<b>105.207</b>	<b>136.467</b>	<b>172.436</b>	<b>211.453</b>	<b>259.129</b>	<b>319.285</b>	<b>397.465</b>	<b>497.712</b>	<b>627.521</b>
Büyüme, % y/y	19,6%	57,5%	35,7%	29,7%	26,4%	22,6%	22,5%	23,2%	24,5%	25,2%	26,1%
<i>Favök Marjı</i>	46,0%	45,1%	42,3%	40,9%	39,6%	38,5%	37,8%	37,3%	37,1%	37,0%	37,0%
Vergi	-2.147	-4.196	-6.241	-8.391	-11.012	-13.975	-17.573	-22.053	-27.812	-35.037	-44.330
Yatırım Harcaması	-29.165	-42.931	-57.146	-76.731	-100.061	-126.328	-157.773	-196.707	-246.207	-309.413	-390.479
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-2.161	6.190	2.523	1.846	2.216	2.516	3.032	3.776	4.825	6.192	7.981
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>20.080</b>	<b>24.208</b>	<b>39.298</b>	<b>49.499</b>	<b>59.147</b>	<b>68.634</b>	<b>80.751</b>	<b>96.749</b>	<b>118.621</b>	<b>147.071</b>	<b>184.730</b>
Serbest Nakit Akışı Marjı	18,7%	14,1%	15,8%	14,8%	13,6%	12,5%	11,8%	11,3%	11,1%	10,9%	10,9%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti		25,0%	25,0%	25,2%	25,4%	25,8%	26,0%	26,1%	26,3%	26,4%	26,5%
<b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>		<b>19.366</b>	<b>25.145</b>	<b>25.198</b>	<b>23.911</b>	<b>21.800</b>	<b>20.211</b>	<b>19.043</b>	<b>18.343</b>	<b>17.860</b>	<b>17.612</b>
Uç Büyüme Oranı		5,0%									
Uç Değer		810.410									
<b>Uç Değerin Bugünkü Değeri</b>		77.264									
		0									
Serbest Nakit Akışının Bugünkü Değeri		208.489									
Uç Değerin Bugünkü Değeri		77.264									
<b>Şirket Değeri</b>		285.754									
		0									
Net Borç		19.038									
		0									
<b>Özkaynak Değeri</b>		<b>266.715</b>									
<b>Ödenmiş Sermaye</b>		<b>2200</b>									
<b>12-Aylık Hedef Fiyat</b>		<b>156,30</b>									
Hisse Fiyatı		90,70									
<b>Potansiyel Getiri</b>		<b>72%</b>									

## Turkcell – Özet Tablolar 2

Bilanço	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	67.901	68.791	34.915
Ticari alacaklar	15.076	16.250	27.909
Stoklar	734	670	1.684
Finansal yatırımlar	12.051	10.000	10.000
Maddi duran varlıklar	169.491	146.879	189.382
Diğer duran varlıklar	70.435	112.918	163.377
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>335.688</b>	<b>355.508</b>	<b>427.267</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	35.511	37.158	42.158
Ticari borçlar	19.257	14.176	24.326
Uzun vadeli borçlanmalar	78.727	77.480	82.480
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	36.126	34.807	34.807
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>114.852</b>	<b>112.287</b>	<b>117.287</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>109.372</b>	<b>166.086</b>	<b>191.889</b>
Ödenmiş sermaye	2.200	2.200	2.200
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>335.688</b>	<b>355.508</b>	<b>427.267</b>
Net borç	46.336	45.846	89.722
Net işletme sermayesi	-3.446	2.744	5.267

## Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%11,4	%31,6	%23,7
Net kâr	%14,7	%32,9	%20,8
Aktif devri	0,4x	0,5x	0,6x
Kaldıraç	2,1x	1,9x	1,8x
Aktif karlılığı	%5,5	%16,4	%13,2
<b>Kaldıraç</b>			
Finansal borç/toplam varlıklar	%34	%32	%29
Net borç/özsermaye	0,28	0,24	0,37
Net borç/FAVÖK	0,94	0,59	0,85

## Hisse başına (TL)

Net kâr	7,15	25,70	23,46
Özkaynak	75,49	87,22	110,68
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>107.116</b>	<b>171.724</b>	<b>248.461</b>
Brüt kâr	24.876	45.747	67.432
Faaliyet giderleri	-9.112	-14.940	-21.617
Esas faaliyet kâr	15.764	30.807	45.815
<b>FAVÖK</b>	<b>49.231</b>	<b>77.526</b>	<b>105.207</b>
Net diğer gelir	10.011	9.460	10.460
Net finansman geliri	-25.392	8.951	-12.423
Vergi öncesi kâr	27.296	81.432	89.852
Vergi gideri	4.676	5.000	5.000
<b>Net kâr</b>	<b>15.740</b>	<b>56.543</b>	<b>51.608</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	<b>49.231</b>	<b>77.526</b>	<b>105.207</b>
Vergi gideri	-2.147	-4.196	-6.241
Yatırımlar	-29.165	-42.931	-57.146
İşletme sermayesi değişimi	-2.161	6.190	2.523
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>20.080</b>	<b>24.208</b>	<b>39.298</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%15	%60	%45
FAVÖK	%20	%57	%36
Net kâr	%78	%259	-%9
Brüt marj	%23,2	%26,6	%27,1
Esas faaliyet kâr marjı	%31,7	%35,3	%35,8
FAVÖK marjı	%46,0	%45,1	%42,3
Net marj	%14,7	%32,9	%20,8
Serbest nakit akışı marjı	%18,7	%14,1	%15,8

## Değerleme

F/K	12,7x	3,5x	3,9x
F/DD	1,2x	1,0x	0,8x
FD/FAVOK	5,0x	3,2x	2,7x
FD/Net satışlar	2,3x	1,4x	1,2x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0
Serbest nakit akışı verimi	%10,1	%12,1	%19,7

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Türk Hava Yolları

Türk Hava Yolları, ortalama günlük uçuş sayılarını artırırken, cari olarak 2019'a göre %8'lik büyümeyle Avrupa'nın en yüksek trafiğine sahip havayolu şirketi konumunda. THYAO için 428 TL hedef fiyatıyla alım önerimizi koruyor ve Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Değerlememizde, Türk Hava Yolları'nın 2024T dönemi tahminlerimizde 3,6x F/K, 2025T dönemi tahminlerimizde 2,7x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

**Kargo büyümesinde güçlü seyir...** 2024 yılının ilk 11 aylık döneminde, taşınan kargo tonajı bir önceki yılın ilk 11 aylık dönemine göre %22 artışla 1,83 milyon ton düzeyinde gerçekleşti. 2024 yılının ilk 6 aylık döneminde ortalama %32 düzeyinde gerçekleşen kargo büyümesinin, 2023 yılı 3. çeyreği itibariyle artan baz etkisi sebebiyle bir miktar normalleşme sürecine girmesine rağmen, şirketin gelecek hedefleri doğrultusunda kargo operasyonlarının 2033 yılında yıllık 3,9 milyon tona ulaşması beklenirken, 2023 yılı itibariyle 1,66 milyon ton düzeyinde gerçekleşen kargo operasyonlarının tonaj bazında yıllık birleşik büyüme oranının %8 düzeyinde olmasını bekliyoruz.



**2024 yılının ilk 11 ayında, rekor seviyelerin hafif üzerinde gerçekleşen yolcu trafiği...** 2024 yılının ilk 11 ayında taşınan yolcu sayısı, bir önceki yıla göre %2 artışla 78,6 milyon kişi düzeyinde gerçekleşti. 2024 yılının ilk 11 aylık döneminde, yurt içinde taşınan yolcu sayısı bir önceki yıla paralel 28,4 milyon kişi olarak gerçekleşirken, yurt dışında taşınan yolcu sayısı ise %3'lük artışla 46 milyona ulaştı. Değerleme dönemimizde, taşınan yolcu sayısında yıllık yolcu büyümesi %6 düzeyinde.

## THYAO

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

428 TL  
%50

### Pay bilgileri

Pay Kodu	THYAO TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	286,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	222 / 330
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	394680,0 - 11242,4
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	1380 - 50%
Yabancı Takas Oranı	24,53%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon USD	249,0	215,8	255,4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	-3%	25%
USD	0%	-6%	5%
BIST-100'e göre performans	2%	-1%	-3%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	505.953	751.493	1.023.729
FAVÖK	128.564	190.250	259.505
Net kâr	81.995	110.216	147.554

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	4,8x	3,6x	2,7x
F/DD	1,1x	0,8x	0,6x
FD/FAVOK	5,3x	3,5x	2,5x





## Türk Hava Yolları – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	19.563	76.096	135.622
Ticari alacaklar	7.438	19.354	26.766
Stoklar	2.373	8.833	17.903
Finansal yatırımlar	887	133.114	181.336
Maddi duran varlıklar	38.495	150.933	124.236
Diğer duran varlıklar	159.816	548.711	578.560
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>937.042</b>	<b>1.064.424</b>	<b>1.233.554</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	37.305	93.450	131.287
Ticari borçlar	7.522	18.928	17.903
Uzun vadeli borçlanmalar	104.976	272.428	272.428
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	29.896	196.467	176.820
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>468.895</b>	<b>449.248</b>	<b>431.566</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>48.864</b>	<b>355.769</b>	<b>465.985</b>
Ödenmiş sermaye	1.380	1.380	1.380
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>937.042</b>	<b>1.064.424</b>	<b>1.233.554</b>
Net borç	122.718	289.782	268.093
Net işletme sermayesi	2.289	9.259	26.766

## Oranlar

Karlılık	2023	2024T	2025T
Özkaynak karlılığı	%98,1	%40,5	%26,8
Net kâr	%15,2	%16,2	%14,7
Aktif devri	1,4x	0,9x	0,8x
Kaldıraç	4,5x	2,9x	2,4x
Aktif karlılığı	%21,6	%14,1	%11,0
<b>Kaldıraç</b>			
Finansal borç/toplam varlıklar	%62	%39	%38
Net borç/özsermaye	2,51	0,81	0,58
Net borç/FAVÖK	1,56	2,25	1,41

## Hisse başına (TL)

Net kâr	59,42	79,87	106,92
Özkaynak	35,41	257,80	337,67
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>505.953</b>	<b>751.493</b>	<b>1.023.729</b>
Brüt kâr	128.620	206.929	299.603
Faaliyet giderleri	-53.707	-72.293	-98.146
Esas faaliyet kârı	74.913	134.636	201.457
<b>FAVÖK</b>	<b>128.564</b>	<b>190.250</b>	<b>259.505</b>
Net diğer gelir	7.112	9.737	9.358
Net finansman geliri	-4.053	-5.265	-20.475
Vergi öncesi kâr	211.429	297.522	401.906
Vergi gideri	-22.019	-42.720	-58.059
<b>Net kâr</b>	<b>81.995</b>	<b>110.216</b>	<b>147.554</b>

## Nakit akış tablosu

<b>FAVÖK</b>	<b>128.564</b>	<b>190.250</b>	<b>259.505</b>
Vergi gideri	-5.993	-20.195	-30.057
Yatırımlar	-18.373	-27.047	-35.143
İşletme sermayesi değişimi	6.970	17.506	21.859
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>97.228</b>	<b>125.501</b>	<b>172.445</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%63	%49	%36
FAVÖK	%63	%48	%36
Net kâr	%73	%34	%34
Brüt marj	%25,4	%27,5	%29,3
Esas faaliyet kâr marjı	%36,0	%37,2	%38,9
FAVÖK marjı	%25,4	%25,3	%25,3
Net marj	%16,2	%14,7	%14,4
Serbest nakit akışı marjı	%19,2	%16,7	%16,8

## Değerleme

F/K	4,9x	3,6x	2,7x
F/DD	1,1x	0,9x	0,7x
FD/FAVÖK	5,4x	3,5x	2,6x
FD/Net satışlar	1,4x	0,9x	0,6x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0
Serbest nakit akışı verimi	%24,3	%31,4	%43,1

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Teknosa

**Teknosa için hedef fiyatımızı pay başına 48,00 TL olarak korumaya devam ediyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız %22 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz ve şirketi model portföyümüzde tutuyoruz. Değerlememizde öne çıkan katalistler: i) Teknosa'nın sektörde köklü ve sağlam bir oyuncu olması, ii) Dijital dönüşüm yolculuğu ile verimlilik artışı, iii) İklimsa'nın yanı sıra tamamlayıcı ürün ve hizmetler ile değer yaratma kapasitesi.**

**Sektörde köklü ve sağlam bir oyuncu...** Teknosa, Türkiye'de geniş mağaza ağı, teknosa.com ve mobil platformlarıyla, hızla büyüyen teknoloji pazarında önemli bir konumda yer almaktadır. Teknosa, hem mağazacılık hem de e-ticaret alanlarında faaliyet gösterirken, iklimsa markası ile iklimlendirme sektöründe de etkin bir rol üstlenmektedir. Teknosa'nın, marka değeri, yaygınlığı, ürün çeşitliliği ve dinamik yapısı sayesinde pazarda normalleşen talep ortamına rağmen cazip bir yatırım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. Teknosa'nın dönüşüm stratejisi kapsamında müşteri odaklı yeni konsept mağazalarının yanı sıra pazaryeri platformu ve dijital projeler, şirketin çok kanallı (omnichannel) yapısını güçlendirmeye devam ederken, E-ticaret operasyonları, hem müşteri deneyimini geliştirmekte, hem de satış performansını artırmaktadır. Kısa vadeli talep baskılarına rağmen orta uzun vadede elektronik cihazlara talebin artmasını, Teknosa'nın sahip olduğu çoklu kanal yapısı ile pazarın üzerinde bir performans göstermesini bekliyoruz. Devam eden dijital dönüşüm ve pazaryeri getirilerinin hızlanmasıyla birlikte Teknosa'nın çoklu kanal yapısından ve mağaza içi müşteri deneyimini iyileştirmeden faydalanacağını, özellikle online kanalın, Teknosa için en önemli büyüme alanlarından biri olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

**Operasyonel karlılıkta iyileşme ve 2025 beklentileri...** Teknosa, çoklu kanal stratejisi, ana ürün kategorileri ve klima satışlarının da katkısıyla, ilk dokuz ayda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %5 reel büyüme ile 47 milyar 421 milyon TL ciroya ulaşırken, aynı zamanda maliyet kontrolüyle birlikte nakit yönetimini iyileştirmeye yönelik yeni önlemler devreye almıştır. Alınan tedbirler sonucunda net işletme sermayesi yıllık bazda iyileşme gösterirken, şirketin net nakit pozisyonu Eylül 2024 itibarıyla 1,802 milyar TL olmuştur. Teknosa, stratejik yatırımlarına da devam etmekte olup; 2024'ün ilk dokuz ayında gerçekleşen 596 TL mn yatırım harcamalarının %73'ü BT ve verimlilik projeleriyle ilgili olmuştur. Şirketin 2024 yılı sonunda cirosunun yıllık bazda %46 artışla 65,5 milyar TL'ye, FAVÖK'ün ise 2,3 milyar TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. 2025 yılı ilk yarısında yüksek faiz ortamı beraberinde finansman giderlerinin net kar tarafında baskısının devamını, ancak alınacak tedbirlerle şirketin 2025 yılını net karla tamamlamasını öngörüyoruz. Elektronik aletlere artan talep ile 2025 yılında da operasyonel tarafın güçlü kalmaya devam edeceğini ve cironun yıllık %26 artışla 83 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Teknosa'yı 12 Aralık tarihinde model portföyümüze dahil etmiştik. Şirket hisseleri 28 Kasım tarihinden bugüne endeks bazlı %37 getiri elde etti. Teknosa için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 48,00 TL olarak koruyor ve şirketi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

### TKNSA

AL

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

48 TL  
%22

#### Pay bilgileri

Pay Kodu	TKNSA TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	39,40
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	24 / 53
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	7919,4 - 225,6
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	201 - 50%
Yabancı Takas Oranı	3,69%
Pazar	Yıldız
Sektör	Teknoloji Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	2,8	2,1	3,1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	38%	49%	33%
USD	36%	45%	11%
BIST-100'e göre performans	37%	53%	3%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	47.322	65.462	82.802
FAVÖK	1.038	2.283	3.097
Net kâr	750	-1.366	61

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	10,6x	n.a.	128,8x
F/DD	2,3x	3,8x	3,7x
FD/FAVOK	5,7x	3,8x	2,7x



## Teknosa – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T	Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	3.721	1.089	1.517	<b>Net satışlar</b>	<b>47.322</b>	<b>65.462</b>	<b>82.802</b>
Ticari alacaklar	1.266	1.202	1.588	Brüt kâr	5.045	7.758	9.896
Stoklar	11.362	11.722	12.537	Faaliyet giderleri	-4.803	-7.106	-8.717
Finansal yatırımlar	0	0	0	Esas faaliyet kân	242	653	1.179
Maddi duran varlıklar	1.356	1.623	1.199	<b>FAVÖK</b>	<b>1.038</b>	<b>2.283</b>	<b>3.097</b>
Diğer duran varlıklar	2.254	2.367	2.485	Net diğer gelir	-1.266	-2.851	-3.166
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>19.958</b>	<b>18.002</b>	<b>19.326</b>	Net finansman geliri	1.752	461	1.855
Kısa vadeli borçlanmalar	1.134	1.190	1.250	Vergi öncesi kâr	1.055	-1.697	82
Ticari borçlar	13.469	13.100	14.011	Vergi gideri	-305	331	-20
Uzun vadeli borçlanmalar	592	622	653	<b>Net kâr</b>	<b>750</b>	<b>-1.366</b>	<b>61</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.276	986	1.247	<b>Nakit akış tablosu</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>1.868</b>	<b>1.608</b>	<b>1.900</b>	FAVÖK	<b>1.038</b>	<b>2.283</b>	<b>3.097</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>3.488</b>	<b>2.104</b>	<b>2.165</b>	Vergi gideri	-60	-163	-259
Ödenmiş sermaye	201	201	245	Yatırımlar	-578	-953	-1.206
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>19.958</b>	<b>18.002</b>	<b>19.326</b>	İşletme sermayesi değişimi	287	665	290
Net borç	-1.995	723	386	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>112</b>	<b>501</b>	<b>1.341</b>
Net işletme sermayesi	-842	-176	114	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Oranlar</b>				Net satışlar	%45	%38	%26
<b>Karlılık</b>				FAVÖK	%1558	%120	%36
Özkaynak karlılığı	%28,1	-%48,8	%2,9	Net kâr	%43	-%282	-%105
Net kâr	%1,6	-%2,1	%0,1	Brüt marj	%10,7	%11,9	%12,0
Aktif devri	3,1x	3,4x	4,4x	Esas faaliyet kâr marjı	%0,5	%1,0	%1,4
Kaldıraç	5,8x	6,8x	8,7x	FAVÖK marjı	%2,2	%3,5	%3,7
Aktif kârlılığı	%4,8	-%7,2	%0,3	Net marj	%1,6	-%2,1	%0,1
<b>Kaldıraç</b>				Serbest nakit akışı marjı	%0,2	%0,8	%1,6
Finansal borç/toplam varlıklar	%9	%10	%10	<b>Değerleme</b>			
Net borç/özsermaye	-0,57	0,34	0,18	F/K	10,6x	n.a.	128,8x
Net borç/FAVÖK	-1,92	0,32	0,12	F/DD	2,3x	3,8x	3,7x
<b>Hisse başına (TL)</b>				FD/FAVOK	5,7x	3,8x	2,7x
Net kâr	3,73	-6,79	0,31	FD/Net satışlar	0,1x	0,1x	0,1x
Özkaynak	17,35	10,47	10,77	Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0
Temettü	0,00	0,00	0,00	Serbest nakit akışı verimi	%1,4	%6,3	%16,9

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Tüpraş

**Tüpraş için hedef fiyatımızı pay başına 208,10 TL olarak korumaya devam ediyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız %43 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz ve Tüpraş'ı model portföyümüzde tutuyoruz. Üçüncü çeyrekte bu yana orta distilat ürün marjlarında tekrardan toparlanma ve yurtiçinde rafineri ürünlerine devam eden yüksek talep, güçlü operasyonel nakit akışı gelecek görünümü için ana katalistler olmaya devam ediyor.**

**Beklentilerin üzerinde açıklanan finansal sonuçlar...** İzmit, İzmir, Kırıkkale ve Batman'da bulunan dört rafinerisinde yıllık toplam 30 milyon tonluk ham petrol işleme kapasitesine sahip olan Tüpraş; Avrupa'nın 7. büyük rafineri şirketi ve Akdeniz havzasının en kapsamlı kompleks rafinerilerinden biri konumunda bulunuyor. Şirketin ana faaliyeti, ham petrolü işleyerek benzin, motorin, jet yakıtı ve LPG gibi çeşitli petrol ürünleri üretmekte ve dağıtmaktır. Tüpraş, 2024'ün üçüncü çeyreğinde yıllık bazda %22 azalışla 7,7 milyar TL net kar açıkladı. Net kardaki gerilemesinin ana sebepleri daralan ham petrol fiyat farkları ve azalan rafineri ürün marjları olurken, 3Ç24'te RUP bakımının tamamlanmasıyla enerji verimliliğini artırması ile kapasite kullanım oranı %101 seviyesine ulaşarak 2019'dan bu yana en yüksek seviyeye çıktı.

**Kapasite kullanım oranları son yılların en yüksek seviyesinde...** Yüksek kapasite oranları, geçtiğimiz çeyreğe göre zayıflayan ürün marjlarına rağmen operasyonel karlılığı artırırken, şirketin net nakit pozisyonu, güçlü FAVÖK ve etkili işletme sermayesi yönetimi ile 3 milyar dolar olarak gerçekleşti. Eylül ve Ekim aylarında 23 milyar TL temettü ödemesi yapıldı; böylelikle ortalama %80 temettü dağıtım oranı hedefi ile paralel olarak 2024 yılında toplam 43 milyar TL temettü dağıtıldı. Operasyonel performans açısından olumlu bir sezon geçiren Tüpraş, Küresel talebin çeyrek bazında artmasıyla, orta distilat ve benzine olan talep Covid öncesi seviyesine ulaşmış olup; geçtiğimiz yıl bu dönem talebinin üzerinde gerçekleşmiştir. Orta distilat ürün marjları, yüksek kapasite kullanım oranlarına bağlı artan stok seviyeleri ve azalan talep artış hızı sebebiyle yıllık bazda düştü ancak aylık bazda toparlanmalar görüyoruz.

**2024 ve 2025 beklentileri...** Tüpraş, 2024 yıl sonu beklentilerini korudu. Buna göre 26 milyon ton üretim, 30 milyon ton satış ve %85-90 ortalama kapasite kullanım oranı beklenirken, 400 milyon USD yatırım harcaması planlanıyor. Tüpraş ürün marjı beklentisi ise 12 \$/v seviyesinde bulunuyor. Şirket 3Ç24'te 9,5 \$/v ürün marjı açıkladı; 9A24 itibarıyla 11,7 \$/v seviyesinde bulunuyor. Şirketin yurtiçi operasyonları güçlü devam ediyor. Üçüncü çeyrekte bu yana orta distilat ürün marjlarında toparlanma ve makroekonomik zayıflamaya rağmen yurtiçinde rafineri ürünlerine devam eden yüksek talep güçlü operasyonel nakit akışı parlak görünüm için ana katalistler olmaya devam ediyor. Önümüzdeki dönemde talepte toparlanma ve ürün marjlarındaki toparlanma ile birlikte şirketin karlılığını artırabileceğini düşünüyoruz. Tüpraş için hedef fiyatımızı pay başına 208,10 TL olarak korumaya devam ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz ve Tüpraş'ı model portföyümüzde tutuyoruz.

## TUPRS

AL

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

208,10  
%43

### Pay bilgileri

Pay Kodu	TUPRS TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	145,50
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	121 / 190
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	280348,8 - 7995,8
Pay adedi (mn)	1.927
Halka Açıklık Oranı	%49
Pazar	Yıldız
Sektör	Petrokimya

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	69,1	72,7	101,5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	3%	-6%	16%
USD	1%	-9%	-2%
BIST-100'e göre performans	-4%	-4%	-11%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	152.492	916.751	686.529
FAVÖK	13.396	103.202	96.240
Net kâr	3.495	61.314	53.577

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	-0,5x	11,3x	3,7x
F/DD	2,4x	3,4x	2,9x
FD/FAVOK	27,2x	4,4x	1,6x



## Tüpraş – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023	Gelir tablosu	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	21.176	82.008	133.175	<b>Net satışlar</b>	<b>152.492</b>	<b>916.751</b>	<b>686.529</b>
Ticari alacaklar	13.797	35.290	54.941	Brüt kâr	15.860	113.080	109.732
Stoklar	23.758	59.453	60.409	Faaliyet giderleri	3.318	16.159	19.556
Diğer dönen varlıklar	7.785	20.759	24.757	Esas faaliyet kâr	12.542	96.921	90.177
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>66.515</b>	<b>197.510</b>	<b>273.282</b>	<b>FAVÖK</b>	<b>13.396</b>	<b>103.202</b>	<b>96.240</b>
Finansal yatırımlar	2.156	7.701	11.743	Net diğer gelir	-11.658	-28.216	-16.467
Maddi duran varlıklar	28.316	128.588	181.834	Net finansman geliri	881	-181	-16.941
Maddi olmayan duran varlıklar	562	2.807	5.778	Vergi öncesi kâr	2.358	68.508	57.820
Diğer duran varlıklar	8.707	11.094	25.689	Vergi gideri	-1.255	6.963	3.948
<b>Duran varlıklar</b>	<b>39.742</b>	<b>150.191</b>	<b>225.044</b>	<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>3.495</b>	<b>61.314</b>	<b>53.577</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>106.257</b>	<b>347.700</b>	<b>498.326</b>	<b>Nakit akış tablosu</b>			
Kısa vadeli borçlanmalar	11.628	19.764	40.715	FAVÖK	<b>13.396</b>	<b>103.202</b>	<b>96.240</b>
Ticari borçlar	43.837	86.839	133.083	Vergi gideri	-6.674	9.851	6.158
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	9.363	23.401	37.153	Yatırımlar	1.201	4.283	12.384
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>64.829</b>	<b>130.004</b>	<b>210.951</b>	İşletme sermayesi değişimi	1.408	13.123	-35.392
Uzun vadeli borçlanmalar	21.565	35.055	7.279	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>17.460</b>	<b>75.945</b>	<b>113.090</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	782	3.230	4.380	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>22.347</b>	<b>38.284</b>	<b>11.659</b>	Net satışlar	%141	%501	-%25
<b>Özkaynaklar</b>	<b>19.081</b>	<b>179.413</b>	<b>275.715</b>	FAVÖK	%2611	%670	-%7
Ana ortaklığa ait	18.809	177.884	272.757	Net kâr	-%240	%1654	-%13
Kontrol gücü olmayan paylar	272	1.528	2.958	Brüt marj	%10,4	%12,3	%16,0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>106.257</b>	<b>347.700</b>	<b>498.326</b>	Esas faaliyet kâr marjı	%8,2	%10,6	%13,1
Net borç	12.017	-27.190	-85.181	FAVÖK marjı	%8,8	%11,3	%14,0
Net işletme sermayesi	-7.861	5.262	-30.130	Net marj	%2,3	%6,7	%7,8
Net işletme sermayesi (operasyonel)	-6.283	7.904	-17.733	Serbest nakit akışı marjı	%2,3	%6,7	%7,8
Yatırılan sermaye	21.017	136.657	157.482	<b>Hisse başına (TL)</b>			
<b>Oranlar</b>				Net kâr	1,81	31,82	27,81
<b>Karlılık</b>				Özsermaye	9,90	93,11	143,10
Özsermaye kârlılığı	%21,8	%61,8	%23,5	Temettü	0,01	0,04	17,77
Net kâr	%2,3	%6,7	%7,8	<b>Değerleme</b>			
Aktif devri	1,8x	4,0x	1,6x	F/K	n.a.	11,3x	3,7x
Kaldıraç	5,3x	2,3x	1,9x	F/DD	2,4x	3,4x	2,9x
Aktif kârlılığı	%4,1	%27,0	%12,7	FD/FAVOK	27,2x	4,4x	1,6x
Yatırılan sermaye kârlılığı	%56,6	%98,4	%49,1	FD/Net satışlar	0,5x	0,4x	0,2x
<b>Kaldıraç</b>				Temettü verimi	%0	%0	%17
Net borç/toplam varlıklar	%31	%16	%10	Serbest nakit akışı verimi	%62	%99	%55
Net borç/özsermaye	0,63	-0,15	-0,31				
Net borç/FAVÖK	0,90	-0,26	-0,89				

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii

Türkiye operasyonlarının, güçlü talep sayesinde finansallara desteği ve fiyatlamadaki başarısıyla zorlu makroekonomik koşullarda önemli bir performans sergileyen Anadolu Efes için; Rusya-Ukrayna operasyonlarındaki gelişmeler, şirketin gelecek görünümü için kritik bir rol oynayacaktır. Yılın ikinci yarısında, hacim büyümesindeki yavaşlama ve marjlardaki daralmanın daha sınırlı seyretmesi beklenirken, AB-InBev anlaşmasının Rusya'daki faaliyetlere desteği önemli bir katalist olarak öne çıkmakta.

**Stabil büyüme devam ediyor...** Anadolu Efes, Rusya-Ukrayna savaşının tüketim üzerindeki etkisinin azalması ve Türkiye'deki güçlü talep sayesinde, bira grubu hacimlerinde son beş çeyrekte ortalama %9'a yakın büyüme kaydederek dikkat çekti. 2024'ün ilk yarısında yıllık %9,3'lük hacim artışı ile güçlü bir performans sergileyen şirket, yıllık hacim büyüme tahminini hafif büyümeden orta tek haneli büyümeye revize etti ancak, yüksek baz etkileri ve azalan alım gücü nedeniyle yılın geri kalanında hem Türkiye'de hem de uluslararası operasyonlarda hacimlerin geçen yıla paralel seyretmesi bekleniyor. Şirket, bira grubu satış büyüme beklentisini yerel para biriminde düşük %20'lerden düşük %30'lara yükseltmiştir. İlk yarıdaki %36,7'lik büyüme göz önüne alındığında, yılın ikinci yarısında büyümede bir miktar yavaşlama beklenirken, bu yavaşlamanın daha çok hacim kaynaklı olacağı ve fiyatlamasının güçlü kalacağı öngörülmekte nitekim 3. çeyrek sonuçları da bunu destekler nitelikte olduğunu gördük.

**Stratejik gelişmeler öne çıkıyor...** Anadolu Efes, AB-InBev'in Rusya iş kolundaki payını devralacak ve AB-InBev de Anadolu Efes'in Ukrayna'daki iş kolundaki payını devralacak, bu şekilde daha önce Rus otoritesinin izin vermediği devralma çözülmüş oldu. Sorunun çözüme ulaşması ile bu konudaki karmaşanın bittiğini düşünüyoruz.

**Riskler...** Şirket, 2025 yılında özellikle Rusya operasyonlarında devam eden maliyet baskısı ve azalan alım gücü nedeniyle iç talepte daralma riski ile karşı karşıya ayrıyeten yüksek baz etkileri nedeniyle büyümede ve kârlılıkta normalleşme eğilimi olumlu performansa rağmen heyecan yaratacak fiyat hareketlerinin önünde engel oluşturabilir.

### AEFES

*gözden geçiriliyor*

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

#### Pay bilgileri

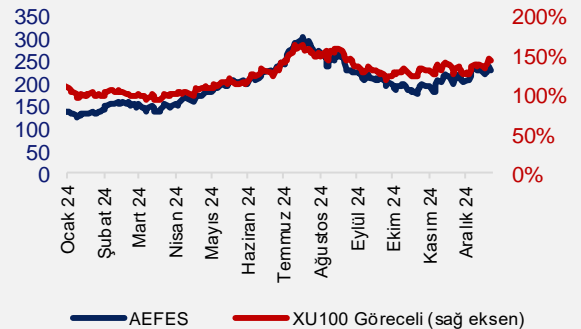
Pay Kodu	AEFES TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	229.50
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	123.3 / 301.8
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	135,888 - 3,871
Pay adedi (mn)	592.1
Halka Açıklık Oranı	%32
Pazar	Yıldız
Sektör	Gıda, İçecek ve Tütün

Ort. Günlük İşlem Hacn	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	26.1	22.1	22.5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	8%	12%	69%
USD	6%	9%	42%
BIST-100'e göre performans	7%	15%	31%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	39,284	155,060	159,877
Net kâr	1,068	15,384	22,129
Net Borç	10,912	21,444	25,251

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	12.9x	17.3x	3.5x
F/DD	1.1x	1.0x	1.5x
FD/FAVOK	3.7x	3.8x	2.2x



## Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	10,334	40,580	56,583
Ticari alacaklar	5,117	12,990	20,896
Stoklar	5,903	23,546	33,799
Diğer dönen varlıklar	3,310	8,711	11,170
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>24,664</b>	<b>85,826</b>	<b>122,448</b>
Finansal yatırımlar	1	453	15
Maddi duran varlıklar	21,297	56,948	78,276
Maddi olmayan duran varlıklar	30,162	101,263	126,968
Diğer duran varlıklar	9,389	23,754	32,629
<b>Duran varlıklar</b>	<b>60,849</b>	<b>182,418</b>	<b>237,888</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>85,513</b>	<b>268,245</b>	<b>360,336</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	6,475	19,674	32,428
Ticari borçlar	12,634	33,009	44,914
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	5,412	16,576	29,304
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>24,521</b>	<b>69,259</b>	<b>106,647</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	14,772	42,350	49,406
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	6,887	21,910	27,831
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>21,659</b>	<b>64,260</b>	<b>77,237</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>39,332</b>	<b>134,725</b>	<b>176,452</b>
Ana ortaklığa ait	18,715	64,533	87,708
Kontrol gücü olmayan paylar	20,617	70,193	88,744
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>85,513</b>	<b>268,245</b>	<b>360,336</b>
Net borç	10,912	21,444	25,251
Net işletme sermayesi	-3,717	-4,338	-8,353
Net işletme sermayesi (operasyonel)	-1,614	3,527	9,781
Yatırılan sermaye	47,742	153,873	196,890
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%3.3	%17.7	%14.2
Net kâr	%2.7	%9.9	%13.8
Aktif devri	0.6x	0.9x	0.5x
Kaldıraç	2.1x	2.0x	2.0x
Aktif kârlılığı	%1.6	%8.7	%7.0
Yatırılan sermaye kârlılığı	%8.6	%13.3	%8.9
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%25	%23	%23
Net borç/özsermaye	0.28	0.16	0.14
Net borç/FAVÖK	1.69	0.85	0.93

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>39,284</b>	<b>155,060</b>	<b>159,877</b>
Brüt kâr	14,142	53,556	59,000
Faaliyet giderleri	10,094	36,839	39,526
Esas faaliyet kârı	4,048	16,716	19,474
<b>FAVÖK</b>	<b>6,447</b>	<b>25,328</b>	<b>27,045</b>
Net diğer gelir	805	8	561
Net finansman geliri	-508	12,652	21,561
Vergi öncesi kâr	3,803	29,822	41,453
Vergi gideri	1,436	6,818	7,911
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>1,068</b>	<b>15,384</b>	<b>22,129</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	2021	2022	2023
FAVÖK	6,447	25,328	27,045
Vergi gideri	1,528	3,822	3,717
Yatırımlar	2,725	8,322	10,223
İşletme sermayesi değişimi	-1,318	-622	-4,015
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>3,513</b>	<b>13,806</b>	<b>17,121</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%47	%295	%3
FAVÖK	%36	%293	%7
Net kâr	%30	%1340	%44
Brüt marj	%36.0	%34.5	%36.9
Esas faaliyet kâr marjı	%10.3	%10.8	%12.2
FAVÖK marjı	%16.4	%16.3	%16.9
Net marj	%2.7	%9.9	%13.8
Serbest nakit akışı marjı	%2.7	%9.9	%13.8

## Hisse başına (TL)

Net kâr	1.80	25.98	37.37
Özsermaye	66.43	227.54	298.01
Temettü	1.93	1.85	2.13

## Değerleme

F/K	12.9x	17.3x	3.5x
F/DD	1.1x	1.0x	1.5x
FD/FAVÖK	3.7x	3.8x	2.2x
FD/Net satışlar	0.6x	0.6x	0.4x
Temettü verimi	%8	%5	%3
Serbest nakit akışı verimi	%25	%62	%34

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Arçelik

Arçelik için 12 aylık hedef fiyatımızı 206,60 TL olarak tutuyor ve endeks üzeri getiri tavsiyesi ile ARCLK için AL tavsiyemizi koruyoruz. i) Whirlpool operasyonları satın alımı ile satışların büyümesi ii) satın alınan operasyonlardan kaynaklı tek seferlik giderlerin 2024'te operasyonel kârlılığı etkilemesine karşın, 2025 yılında kademeli bir toparlanmanın öngörülmesi iii) küresel beyaz eşya talebinde artışın sinyalleri, AL tavsiyemizi korumanın temel nedenleri arasındadır. 2025T tahminlerimize göre Arçelik, 41,1x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

**Küresel görünümde beyaz eşya talebinde iyileşme görünümü...** Küresel piyasalarda faiz indirimlerinin başlaması ve iç piyasada da bu sürecin devreye girmesi, son dönemde zorluklarla karşılaşan beyaz eşya sektörüne önemli bir ivme kazandıracığı öngörüyoruz. Ayrıca, 2025 yılında Türk hisse senedi piyasasında risk primlerinde beklenen düşüşler, sektörün toparlanması ve büyümesine katkı sağlayacak bir diğer önemli etken olarak görüyoruz. Bu gelişmeler, Arçelik için risk/getiri potansiyelini artırarak şirketin büyüme ve toparlanma sürecindeki cazibesini güçlendireceğini düşünüyoruz.

**Finansal tahminlerimizde iyileşme öngörüyoruz...** Birleşmenin sancılarının 1Ç25 itibarıyla itibarıyla azalmasını, Whirlpool operasyonlarının konsolide operasyonel karlılığa pozitif etkisinde iyileşmenin olmasını bekliyoruz. Arçelik'in konsolide FAVÖK marjının 2024 yılında %7,9'dan %5,8'e gerilemesini bekliyoruz. Ancak, orta ve uzun vadede yeniden yapılandırma adımlarıyla maliyetlerin kontrol altına alınacağını ve Whirlpool operasyonlarının konsolide gelirler ile marjlar üzerindeki baskısının azalacağını öngörüyoruz. Önümüzdeki beş yıl boyunca FAVÖK marjının ortalama %8,5 seviyesinde gerçekleşmesini, 2030 yılına kadar ise %10 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. 2025 ve sonrasında, özellikle maliyet optimizasyonu ve ürün inovasyonu alanlarında kaydedilecek ilerlemelerle marjların eski seviyelerine dönmesini bekliyoruz. Ayrıca, şirketin Avrupa operasyonlarını yeniden yapılandırarak faaliyet marjlarını artırmayı ve önümüzdeki 5 yıl içinde yıllık 300 milyon EUR tasarruf sağlamayı hedeflediğini öngörüyoruz. Projeksiyonlarımıza göre, şirketin FAVÖK rakamının 2024 yılında 582 milyon EUR seviyesinden 2027'de 1,1 milyar EUR'ya ulaşacağını ve bu süreçte yıllık bileşik büyüme oranının (CAGR) %18,2 olarak gerçekleşmesini hesaplıyoruz.

**Riskler:** i) mevcut kredi sıkışıklığının ve uzun süreli yüksek faiz ortamının talep üzerindeki baskıyı sürdürmesi, ii) Whirlpool'un operasyonel marjlarındaki toparlanmanın beklenenden daha uzun sürmesi ve iii) faiz indirimlerinin küresel talep üzerindeki etkisinin gecikmesi öne çıkmaktadır.

## ARCLK

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat **206,60 TL**  
Getiri Potansiyeli **%48**

### Pay bilgileri

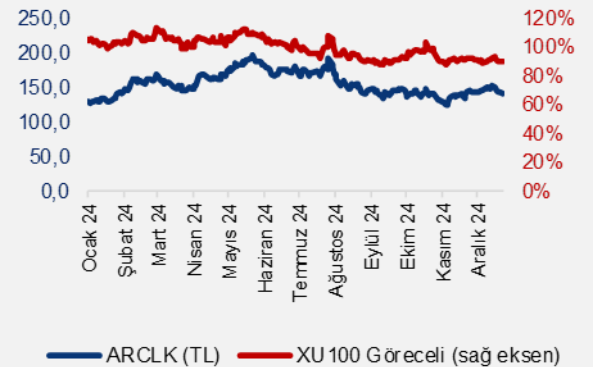
Pay Kodu	ARCLK TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	139,40
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	124 / 195
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	94.197 - 2.683
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	676 - 15%
Yabancı Takas Oranı	14,51%
Pazar	Yıldız
Sektör	Beyaz Eşya

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	8,2	8,1	13,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-2%	-4%	8%
USD	-4%	-7%	-9%
BIST-100'e göre performans	-3%	-2%	-16%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	257.104	410.376	529.386
FAVÖK	20.331	23.758	42.446
Net kâr	7.667	-8.000	2.290

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	12,3x	na	41,1x
F/DD	1,3x	1,3x	1,3x
FD/FAVOK	8,2x	8,3x	5,2x





## Arçelik – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T	Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	66.289	34.536	33.435	<b>Net satışlar</b>	<b>257.104</b>	<b>410.376</b>	<b>529.386</b>
Ticari alacaklar	90.375	106.106	126.730	Brüt kâr	75.378	114.186	156.409
Stoklar	64.464	87.722	92.989	Faaliyet giderleri	-63.762	-107.342	-140.167
Finansal yatırımlar	0	0	0	Esas faaliyet kâr	11.616	6.844	16.243
Maddi duran varlıklar	87.617	120.282	132.310	<b>FAVÖK</b>	<b>20.331</b>	<b>23.758</b>	<b>42.446</b>
Diğer duran varlıklar	41.963	61.218	64.279	Net diğer gelir	-1.458	-5.856	-4.817
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>409.862</b>	<b>449.742</b>	<b>517.749</b>	Net finansman geliri	-2.466	-13.382	-12.423
Kısa vadeli borçlanmalar	78.050	55.593	61.153	Vergi öncesi kâr	7.158	-11.675	-135
Ticari borçlar	73.643	102.301	117.513	Vergi gideri	1.237	1.955	2.917
Uzun vadeli borçlanmalar	60.405	82.652	97.530	<b>Net kâr</b>	<b>7.667</b>	<b>-8.000</b>	<b>2.290</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	57.687	97.066	99.007	<b>Nakit akış tablosu</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>179.718</b>	<b>196.537</b>	<b>216.117</b>	FAVÖK	<b>20.331</b>	<b>23.758</b>	<b>42.446</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>72.237</b>	<b>72.249</b>	<b>74.539</b>	Vergi gideri	-929	-1.711	-4.061
Ödenmiş sermaye	676	676	676	Yatırımlar	-13.145	-14.267	-16.940
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>409.862</b>	<b>449.742</b>	<b>517.749</b>	İşletme sermayesi değişimi	25.335	10.330	10.679
Net borç	72.166	103.710	125.247	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-19.078</b>	<b>-2.550</b>	<b>10.765</b>
Net işletme sermayesi	81.196	91.526	102.205	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Oranlar</b>				Net satışlar	%0	%60	%29
<b>Karlılık</b>				FAVÖK	%25	%17	%79
Özkaynak karlılığı	%12,3	-%11,1	%3,1	Net kâr	%22	-%204	-%129
Net kâr	%3,0	-%1,9	%0,4	Brüt marj	%29,3	%27,8	%29,5
Aktif devri	0,9x	1,1x	1,2x	Esas faaliyet kâr marjı	%4,5	%1,7	%3,1
Kaldıraç	4,7x	5,3x	5,9x	FAVÖK marjı	%7,9	%5,8	%8,0
Aktif karlılığı	%2,6	-%2,1	%0,5	Net marj	%3,0	-%1,9	%0,4
<b>Kaldıraç</b>				Serbest nakit akışı marjı	-%7,4	-%0,6	%2,0
Finansal borç/toplam varlıklar	%39	%34	%35	<b>Değerleme</b>			
Net borç/özsermaye	1,00	1,44	1,68	F/K	12,3x	n.a	41,1x
Net borç/FAVÖK	3,55	4,37	2,95	F/DD	1,3x	1,3x	1,3x
<b>Hisse başına (TL)</b>				FD/FAVOK	8,2x	8,3x	5,2x
Net kâr	11,35	-11,84	3,39	FD/Net satışlar	0,6x	0,5x	0,4x
Özkaynak	106,90	106,92	110,31	Temettü verimi	-%3,4	%0,0	%0,0
Temettü	-4,78	0,00	0,00	Serbest nakit akışı verimi	-%20,3	-%2,7	%11,4

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Aselsan

**Yeni sözleşme alımlarıyla toplam iş yükünün tarihi seviyelerde korunması, jeopolitik riskler nedeniyle küresel savunma harcamalarındaki artış ve Türkiye'nin savunma sanayindeki etkinliğini artırma çabaları, 2025 yılında şirketin büyümesini destekleyen önemli katalistler olacaktır.**

### Bakiye siparişler yeni projelerle artış göstermeye devam edecek...

Bakiye siparişlerdeki artış eğilimi sürüyor. ASELSAN, 2024 yılında imzaladığı 5 milyar dolarlık yeni sözleşmelerle birlikte toplamda 12,6 milyar dolarlık bakiye sipariş tutarına ulaştı. Bu siparişlerin %95'i savunma projelerine yönelikken, %49'u dolar, %33'ü avro ve %18'i TL bazında kaydedildi. Maliyetlerin %68'inin TL olması, döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı şirketin maliyet kontrolünü desteklemektedir. ASELSAN'ın ihracat odaklı büyüme stratejisi kapsamında, 2024 yılının ilk dokuz ayında yurt dışı sözleşmeleri geçen yılın aynı dönemine kıyasla %52 oranında artış göstermiştir. Şirketin yeni sipariş girişlerinin 2023 yılındaki seviyelere yaklaşacağı tahmin edilmekte ve bu durum güçlü büyüme potansiyelinin devam ettiğini ortaya koyuyor.

### ASELSAN'ın savunma sanayiindeki gücü ve stratejik projeleri katlanarak artacaktır...

2025 yılı Türkiye savunma sanayi bütçesinin, savunma harcamalarına 913,9 milyar lira, iç güvenlik için ise 694,5 milyar lira ayrılmasının ardından toplamda 1,61 trilyon liraya ulaşması beklenmektedir. Bütçe artışları, ASELSAN'ın faaliyet gelirlerine pozitif katkı sağlayacak ve şirketin savunma sanayi alanındaki katma değeri yüksek projeler ise karlılık performansını destekleyecek. ASELSAN, hem iç pazardaki güçlü konumu hem de Orta Vadeli Program (2025-2027) kapsamında savunma sanayi Ar-Ge çalışmalarına verilen önemin artmasıyla birlikte olumlu etkiler görmesi beklenen sektöründe lider oyuncu konumunda bulunuyor. Programda, yüksek katma değerli yerli üretim politikalarının desteklenmesi de ASELSAN'ın stratejik projelerine ivme kazandırmaya devam edecektir. Şirket, Savunma Sanayii İcra Komitesi öncülüğünde geliştirilen Çelik Kubbe Projesi ile GÖKDEMİR, HİSAR-A+, SİPER, GÖKER, HİSAR-O+ ve GÖKBERK gibi hava savunma sistemlerini entegre ederek Türkiye'nin hava sahasını kapsayan kapsamlı bir savunma ağı oluşturmayı hedefliyor. Çelik Kubbe projesi kapsamında, silah sistemlerinin yanı sıra hedefleri doğru bir şekilde takip eden, tespit eden ve kategorize eden radar ve elektro-optik sensörler de bulunacak. Bu bağlamda, ASELSAN'ın bu projede önemli bir rol oynayacağı ve bu durumun şirket'in sipariş birikimine olumlu katkı sağlayacağı öngörülmüyor. Ayrıca, devletin savunma bütçesindeki artışlar, ASELSAN için önemli bir avantaj sağlamaktadır. Tedarik ağı, ileri teknoloji çözümleri ve nitelikli insan kaynağı ile ASELSAN, Türk savunma sanayisinde olduğu kadar global arenada da adından söz ettirmektedir.

**Riskler:** i) kurdaki kazançların sınırlı olması ve TL'nin güçlü seyri kur farkı gelirleri üzerinde baskı unsuru yaratması ii) küresel ekonomik aktivitelerde olası yavaşlamalar neticesinde savunma sanayi bütçesinde oluşabilecek azalışlar.

## ASELS

gözden geçiriliyor

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

### Pay bilgileri

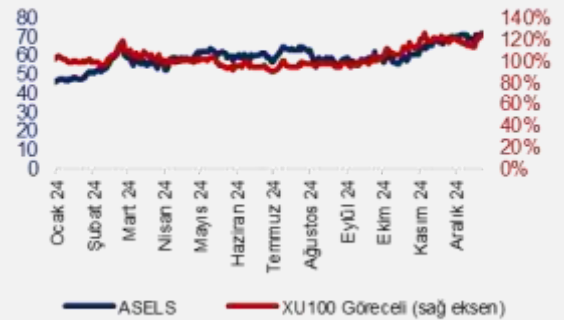
Pay Kodu	ASELS TL
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	72,05
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	43 / 71
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	328548,0 - 9358,6
Pay adedi (mn)	4.560
Halka Açıklık Oranı	%26
Pazar	Yıldız
Sektör	Savunma

Ort. Günlük İşlem Hacı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	56,7	61,8	64,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	5%	22%	60%
USD	3%	18%	35%
BIST-100'e göre performans	5%	25%	25%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	20.139	66.860	73.593
FAVÖK	5.502	14.040	16.027
Net kâr	7.131	1.282	7.290

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	8,2x	8,7x	-217,7x
F/DD	2,0x	2,4x	3,4x
FD/FAVOK	9,8x	11,9x	10,7x



## Aselsan – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	2.492	9.371	8.980
Ticari alacaklar	9.803	24.532	27.978
Stoklar	7.639	27.648	43.715
Diğer dönen varlıklar	3.241	11.368	18.347
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>23.175</b>	<b>72.918</b>	<b>99.020</b>
Finansal yatırımlar	2.369	8.425	9.209
Maddi duran varlıklar	3.432	18.455	32.239
Maddi olmayan duran varlıklar	2.268	9.131	16.504
Diğer duran varlıklar	15.170	35.874	47.602
<b>Duran varlıklar</b>	<b>23.238</b>	<b>71.884</b>	<b>105.555</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>46.413</b>	<b>144.803</b>	<b>204.576</b>

Kısa vadeli borçlanmalar	5.070	16.088	25.553
Ticari borçlar	6.039	16.107	20.194
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	5.640	19.470	22.425
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>16.750</b>	<b>51.666</b>	<b>68.173</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	333	1.763	1.535
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3.495	10.568	14.794
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>3.828</b>	<b>12.331</b>	<b>16.329</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>25.835</b>	<b>80.806</b>	<b>120.074</b>
Ana ortaklığa ait	25.563	79.851	118.621
Kontrol gücü olmayan paylar	272	955	1.453
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>46.413</b>	<b>144.803</b>	<b>204.576</b>

Net borç	2.911	8.480	18.107
Net işletme sermayesi	9.003	27.970	47.420
Net işletme sermayesi (operasyonel)	11.403	36.073	51.498
Yatırılan sermaye	14.703	55.556	96.164

## Oranlar

Karlılık			
Özsermaye kârlılığı	%32,5	%2,4	%7,3
Net kâr	%35,4	%1,9	%9,9
Aktif devri	0,5x	0,7x	0,4x
Kaldıraç	1,8x	1,8x	1,7x
Aktif kârlılığı	%17,7	%1,3	%4,2
Yatırılan sermaye kârlılığı	%32,7	%26,4	%13,3

## Kaldıraç

Net borç/toplam varlıklar	%12	%12	%13
Net borç/özsermaye	0,11	0,10	0,15
Net borç/FAVÖK	0,53	0,60	1,13

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>20.139</b>	<b>66.860</b>	<b>73.593</b>
Brüt kâr	6.649	17.833	20.105
Faaliyet giderleri	1.579	6.239	7.480
Esas faaliyet kârı	5.070	11.594	12.625
<b>FAVÖK</b>	<b>5.502</b>	<b>14.040</b>	<b>16.027</b>
Net diğer gelir	4.359	6.376	12.383
Net finansman geliri	-2.230	-18.915	-17.797
Vergi öncesi kâr	7.196	-912	7.210
Vergi gideri	69	-2.102	-165
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>7.131</b>	<b>1.282</b>	<b>7.290</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	<b>5.502</b>	<b>14.040</b>	<b>16.027</b>
Vergi gideri	49	26.710	-288
Yatırımlar	3.433	12.049	12.140
İşletme sermayesi değişimi	2.821	18.967	19.450
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-801</b>	<b>-43.686</b>	<b>-15.274</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%25	%232	%10
FAVÖK	%40	%155	%14
Net kâr	%60	-%82	%469
Brüt marj	%33,0	%26,7	%27,3
Esas faaliyet kâr marjı	%25,2	%17,3	%17,2
FAVÖK marjı	%27,3	%21,0	%21,8
Net marj	%35,4	%1,9	%9,9
Serbest nakit akışı marjı	%35,4	%1,9	%9,9

## Hisse başına (TL)

Net kâr	1,56	0,28	1,60
Özsermaye	5,67	17,72	26,33
Temettü	0,09	0,10	0,09

## Değerleme

F/K	8,2x	8,7x	-217,7x
F/DD	2,0x	2,4x	3,4x
FD/FAVOK	9,8x	11,9x	10,7x
FD/Net satışlar	2,4x	3,2x	2,4x
Temettü verimi	%1	%1	%0
Serbest nakit akışı verimi	-%2	-%66	-%10

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Aygaz

**Aygaz, 9A24 döneminde 58 milyar TL satış geliri, 1,1 milyar TL FAVÖK ve 1,3 milyar TL net kar açıkladı. Şirketin finansal sonuçlarını, mevcut operasyonlarını ve gelecek görünümünü değerlendirdik. Aygaz'ın önümüzdeki dönemde yeni pazarlarda LPG yatırımları ile yayılımının artmasını, paket teslim operasyonlarının iyileşerek karlılığa destek olmasını ve şirketin güçlü bilanço yapısını korumasını bekliyoruz.**

**Sektöründe sağlam bir oyuncu...** Aygaz, LPG'nin temini, stoklanması, dolumu ve LPG'li cihaz üretimi ile satışını kapsayan süreçleri gerçekleştirirken, 81 ilde 1.830 otogaz istasyonu, 2.182 tüpgaz bayii ile hizmet vermektedir. Şirket, her gün yaklaşık 40 bin eve girmekte ve günde 240 binin üzerinde araca, Aygaz ve markalarının istasyonlarından yakıt temin etmektedir. Şirketin ana stratejileri arasında i) Türkiye'de LPG ve doğal gaz işinde mevcut konumunu güçlendirmek, ii) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki LPG yatırımları ile uluslararası yayılımı genişletmek ve iii) sürdürülebilirlik ve enerji dönüşümü odağında mevcut ve komşu iş alanlarındaki fırsatları değerlendirmek yer almaktadır. Aygaz, Türkiye LPG dağıtımında lider konumda bulunurken, otogaz pazarında dünyanın en büyük 2., evsel LPG pazarında ise Avrupa'nın en büyük 4. şirketi konumunda bulunmaktadır. Kendine ait 4 gemilik filosu ile tedarik zinciri süreçlerine değer katan şirketin, taşıma kapasitesi 67 bin metre küp ve yaş ortalaması 15 olan özel donanımlı dört LPG tankeri bulunmaktadır.

**Yurtdışı yatırımları devam ediyor...** Aygaz, yurtiçi operasyonlarının yanı sıra yurt dışı yatırımlarını da hızla devam ettirmektedir. Bu kapsamda LPG pazarı 2018-2023 yılları arasında %14 yıllık bileşik büyüme oranı ile dünyanın en hızlı büyüyen LPG pazarlarından biri olan Bangladeş'e yatırım yapmıştır. Şirketin Chittagong'da toplam küre tank sayısı 6 adede ulaşmış olup, stok kapasitesi 16 bin tona çıkmıştır. İkinci dolum hattı ise yeni devreye alınmıştır. Ülkedeki bir diğer proje olan Dhaka tesisi için gerekli yasal izinler alınmış olup inşaat çalışmaları ise devam etmektedir. Tesisin 2025 yılının ikinci çeyreğinde devreye alınması beklenmektedir. Aygaz, 2024 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla bölgede 168 bayi ve ~12.000 satış noktası ile çalışılmaktadır. Ek olarak dökmegaz ve otogaz satış faaliyetlerine de başlanmıştır. Şirket, Ocak-Eylül döneminde toplamda 85 bin ton satışa ulaşırken, Türkiye ve uluslararası pazarda LPG yatırımlarını artıracığını ifade etmiştir. Yıl boyu LPG talebinin yüksek baz nedeniyle normalleşmesi, şirketin operasyonel performansını etkilemiştir. Buna rağmen şirketin farklı iş kollarında faaliyet göstermesi, paket teslim işi ve yurt dışı operasyonları şirkete olumlu yansımaktadır. Ayrıca Tüpraş tarafından gelen temettü bilanço yapısını desteklemektedir.

**2024 ve 2025 beklentileri...** Aygaz, alternatif enerji kaynakları ve ürünler ile yeni iş modelleri geliştirme çalışmalarını da sürdürmektedir. Önümüzdeki dönemde Bangladeş ve Asya'da girilecek yeni pazarlar ile ticaret kabiliyetinin artmasını, artan LPG talebi ile şirketin karlılığına pozitif yansımaları bekliyoruz. Paket teslim işinde paket sayısı arttıkça karlılığa katkı sağlamasını ve Tüpraş tarafından gelen katkıyla şirketin güçlü bilanço yapısını koruyacağını düşünüyoruz.

## AYGAZ

*gözden geçiriliyor*

**12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli**

### Pay bilgileri

Pay Kodu	AYGAZ TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	169.20
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	115.7 / 221.4
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	37,190 - 1,061
Pay adedi (mn)	219.8
Halka Açıklık Oranı	%24
Pazar	Yıldız
Sektör	Enerji

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	1.5	1.7	2.5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	4%	13%	31%
USD	2%	10%	10%
BIST-100'e göre performans	-4%	15%	1%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	15,893	71,288	64,835
FAVÖK	705	1,029	1,165
Net kâr	670	6,848	5,954

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	n.a.	10.0x	3.6x
F/DD	2.2x	3.4x	2.3x
FD/FAVOK	11.2x	17.3x	19.8x



## Aygaz – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	1.693	3.069	4.784
Ticari alacaklar	1.065	4.051	5.454
Stoklar	1.433	3.849	2.697
Diğer dönen varlıklar	446	1.335	846
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>4.638</b>	<b>12.304</b>	<b>13.781</b>
Finansal yatırımlar	2.623	28.135	41.569
Maddi duran varlıklar	772	4.487	5.954
Maddi olmayan duran varlıklar	33	177	328
Diğer duran varlıklar	268	669	1.120
<b>Duran varlıklar</b>	<b>3.696</b>	<b>33.467</b>	<b>48.971</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>8.333</b>	<b>45.771</b>	<b>62.752</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	1.067	4.596	2.890
Ticari borçlar	2.122	6.608	7.110
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	680	1.263	2.276
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>3.869</b>	<b>12.466</b>	<b>12.276</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	1.486	1.335	127
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	259	1.110	729
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>1.745</b>	<b>2.444</b>	<b>856</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>2.719</b>	<b>30.861</b>	<b>49.621</b>
Ana ortaklığa ait	2.698	30.599	49.140
Kontrol gücü olmayan paylar	21	262	481
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>8.333</b>	<b>45.771</b>	<b>62.752</b>
Net borç	859	2.861	-1.768
Net işletme sermayesi	142	1.364	-389
Net işletme sermayesi (operasyonel)	376	1.292	1.040
Yatırılan sermaye	946	6.028	5.892
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%26,6	%40,8	%14,8
Net kâr	%4,2	%9,6	%9,2
Aktif devri	2,3x	2,6x	1,2x
Kaldıraç	2,7x	1,6x	1,3x
Aktif kârlılığı	%9,8	%25,3	%11,0
Yatırılan sermaye kârlılığı	%51,7	-%0,6	%4,7
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%31	%13	%5
Net borç/özsermaye	0,32	0,09	-0,04
Net borç/FAVÖK	1,22	2,78	-1,52

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>15.893</b>	<b>71.288</b>	<b>64.835</b>
Brüt kâr	1.438	3.858	4.963
Faaliyet giderleri	916	3.885	4.613
Esas faaliyet kârı	522	-27	350
<b>FAVÖK</b>	<b>705</b>	<b>1.029</b>	<b>1.165</b>
Net diğer geliri	-85	78	166
Net finansman geliri	-163	280	-139
Vergi öncesi kâr	697	6.494	5.466
Vergi gideri	70	-31	-75
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>670</b>	<b>6.848</b>	<b>5.954</b>

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023
<b>FAVÖK</b>	<b>705</b>	<b>1.029</b>	<b>1.165</b>
Vergi gideri	53	0	-5
Yatırımlar	174	577	584
İşletme sermayesi değişimi	194	1.222	-1.754
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>285</b>	<b>-771</b>	<b>2.340</b>

Büyüme ve marjlar	2021	2022	2023
Net satışlar	%57	%349	-%9
FAVÖK	%69	%46	%13
Net kâr	-%2792	%922	-%13
Brüt marj	%9,0	%5,4	%7,7
Esas faaliyet kâr marjı	%3,3	%0,0	%0,5
FAVÖK marjı	%4,4	%1,4	%1,8
Net marj	%4,2	%9,6	%9,2
Serbest nakit akışı marjı	%4,2	%9,6	%9,2

Hisse başına (TL)	2021	2022	2023
Net kâr	3,05	31,16	27,09
Özsermaye	12,37	140,40	225,75
Temettü	0,68	0,68	1,00

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	n.a.	10,0x	3,6x
F/DD	2,2x	3,4x	2,3x
FD/FAVOK	11,2x	17,3x	19,8x
FD/Net satışlar	0,5x	0,6x	0,3x
Temettü verimi	%3	%1	%1
Serbest nakit akışı verimi	%6	n.a.	%10

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## BİM Birleşik Mağazalar

**Makroekonomik çerçevede avantajlı konumuyla öne çıkıyor. Güncellediğimiz makro ve mikro tahminler ışığında, araştırma kapsamımızda bulunan BİM için tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı revize ediyoruz. Şirketin güçlü operasyonel performansı, destekleyici sektör dinamikleri ve gelecek döneme ilişkin makro beklentiler doğrultusunda 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 693 TL olarak belirlerken, AL tavsiyemizi koruyoruz. 2025T dönemi tahminlerimizde şirket, 9,2 F/K ve 8,6 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**

**Makro görünüm destekleyici etki yaratıyor...** BİM, yüksek gıda enflasyonu ve faaliyet kaldırıcı etkisiyle 2024'ün ilk 9 ayında güçlü finansal sonuçlar elde etti. Operasyonel nakit akışındaki pozitif seyir ve FAVÖK marjındaki iyileşmelerle olumlu bir görünüm sergilendi. Türkiye'de 18'i FİLE olmak üzere toplam 253 yeni mağaza açılışıyla net mağaza sayısını 11.952'ye, Fas ve Mısır'daki açılışlarla toplam mağaza sayısını 13.377'ye yükseltti. BİM, organize ticaretin payındaki artış ve online satış kanallarının katkısıyla reel ciro büyümesini %10'un üzerine çıkarken, operasyonel marjlar, maliyet kontrolü, etkin stok yönetimi ve kapasite artışlarıyla korundu. Buna karşılık, artan üretici fiyatları ve asgari ücret zamları yılın ilk yarısında marjları baskılayan unsurlar olarak öne çıktı. Makro trendlerin gıda perakende sektörünü desteklemeye devam edeceğini öngörürken, 2025 yılı asgari ücret artışının da devam eden talep üzerinde katkı sağlamasını bekliyoruz. Yüksek iş değiştirme oranları ve toplu iş sözleşmeleri beraberinde birim personel giderlerinde sektörde farklılaşmalar yaşanabilir. Buna rağmen, düşük gelir gruplarındaki alım gücünün artışı, talebi olumlu etkileyebilir. Ayrıca, trafik artışları, sepet büyümesi ve online satışların gelişimi, şirketin operasyonel kaldıraç avantajını sürdürmesine katkı sağlayacaktır. Şirketin büyümesine ivme kazandıracak katalistler: **i)** Organize ticaretin payındaki artış ve tüketicilerin uygun fiyatlı ürünlere yönelimi, **ii)** Makroekonomik iyileşme ve dezenflasyon sürecinin marjlar üzerindeki pozitif etkisi, **iii)** Online satış kanalları ve yurt dışı operasyonların büyüme üzerindeki destekleyici rolü yer almaktadır.

**Riskler...** Şirketin karşılaştığı başlıca riskler arasında, 2025 yılı için beklenen asgari ücret artışlarının operasyonel marjlar üzerindeki olumsuz etkisi ve sektördeki yüksek iş değiştirme oranlarının operasyonel verimliliği düşürme potansiyeli olarak öne çıkıyor. Artan üretici fiyatları ve maliyet kontrolündeki zorluklar, özellikle operasyonel marjların korunmasında baskı yaratabilir. Bunun yanı sıra, toplu iş sözleşmeleri ve sektörde farklılaşan personel giderlerinin rekabet gücü üzerinde dalgalı etkiler oluşturabileceğini değerlendiriyoruz. Talep tarafında düşük gelir gruplarının alım gücünün daha fazla zayıflaması da sektördeki büyüme üzerinde sınırlayıcı bir etki yaratabilir.

## BIMAS

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

693.00 TL  
%41

### Pay bilgileri

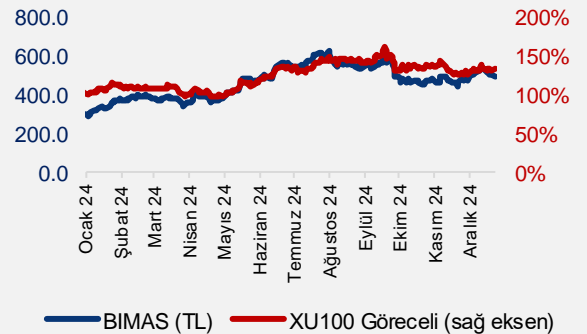
Pay Kodu	BIMAS TL
Pay fiyatı (23.12.2024)	491.00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	286.6 / 615.5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	298,135 - 8,492
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	607 - 60%
Yabancı Takas Oranı	48.0%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende Ticaret

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	57.8	71.2	62.3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	6%	-15%	66%
USD	4%	-17%	40%
BIST-100'e göre performans	5%	-12%	29%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	328,442	551,295	778,700
FAVÖK	13,751	22,987	35,587
Net kâr	15,441	20,660	32,509

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	19.3x	14.4x	9.2x
F/DD	4.3x	3.3x	2.5x
FD/FAVOK	23.0x	13.8x	8.6x



## BİM Birleşik Mağazalar – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T	Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	3,607	3,632	16,015	<b>Net satışlar</b>	<b>328,442</b>	<b>551,295</b>	<b>778,700</b>
Ticari alacaklar	16,460	27,924	37,335	Brüt kâr	51,683	89,861	128,486
Stoklar	27,328	55,527	75,710	Faaliyet giderleri	-48,324	-82,556	-114,703
Finansal yatırımlar	3,382	6,370	10,123	Esas faaliyet kârı	3,359	7,305	13,783
Maddi duran varlıklar	49,822	60,882	63,889	<b>FAVÖK</b>	<b>13,751</b>	<b>22,987</b>	<b>35,587</b>
Diğer duran varlıklar	47,535	80,688	109,018	Net diğer gelir	601	-141	-380
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>148,133</b>	<b>235,023</b>	<b>312,090</b>	Net finansman geliri	17,236	19,335	22,193
Kısa vadeli borçlanmalar	4,659	4,705	4,752	Vergi öncesi kâr	22,045	28,812	38,711
Ticari borçlar	45,145	99,156	137,169	Vergi gideri	-6,599	-8,153	-6,202
Uzun vadeli borçlanmalar	17,679	18,033	18,393	<b>Net kâr</b>	<b>15,441</b>	<b>20,660</b>	<b>32,509</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	10,909	23,357	31,148	<b>Nakit akış tablosu</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>28,588</b>	<b>41,390</b>	<b>49,541</b>	FAVÖK	<b>13,751</b>	<b>22,987</b>	<b>35,587</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>69,112</b>	<b>89,772</b>	<b>120,628</b>	Vergi gideri	-6,599	-8,153	-6,202
Ödenmiş sermaye	607	607	607	Yatırımlar	-9,765	-21,453	-18,689
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>148,133</b>	<b>235,023</b>	<b>312,090</b>	İşletme sermayesi değişimi	1,517	-14,349	-8,419
Net borç	18,731	19,106	7,131	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-4,131</b>	<b>7,730</b>	<b>19,114</b>
Net işletme sermayesi	-1,357	-15,705	-24,124	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Oranlar</b>				Net satışlar	%122	%68	%41
<b>Karlılık</b>				FAVÖK	%16	%67	%55
Özkaynak kârlılığı	%32.7	%26.0	%30.9	Net kâr	%89	%34	%57
Net kâr	%4.7	%3.7	%4.2	Brüt marj	%15.7	%16.3	%16.5
Aktif devri	3.1x	2.9x	2.8x	Esas faaliyet kâr marjı	%1.0	%1.3	%1.8
Kaldıraç	2.3x	2.4x	2.6x	FAVÖK marjı	%4.2	%4.2	%4.6
Aktif kârlılığı	%14.5	%10.8	%11.9	Net marj	%4.7	%3.7	%4.2
<b>Kaldıraç</b>				Serbest nakit akışı marjı	-%1.3	%1.4	%2.5
Finansal borç/toplam varlıklar	%15	%10	%7	<b>Değerleme</b>			
Net borç/özsermaye	0.27	0.21	0.06	F/K	19.3x	14.4x	9.2x
Net borç/FAVÖK	1.36	0.83	0.20	F/DD	4.3x	3.3x	2.5x
<b>Hisse başına (TL)</b>				FD/FAVOK	23.0x	13.8x	8.6x
Net kâr	25.43	34.02	53.54	FD/Net satışlar	1.0x	0.6x	0.4x
Özkaynak	113.82	147.85	198.66	Temettü verimi	%1.2	%0.4	%0.6
Temettü	5.75	2.14	2.72	Serbest nakit akışı verimi	-%1.4	%2.6	%6.4

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Brisa Bridgestone

Küresel lastik endüstrisi için zorlu geçen 2024 yılı ardından önümüzdeki dönemlerde talep artışıyla ciro yaratımında iyileşme ve maliyetlerin de kontrol altına alınmasıyla marjlar üzerinde toparlanma öngörüyoruz. Orijinal Ekipman (OE) kanalında pazarın üzerinde performans gösteren ve Pazar payı kazanan BRISA için potansiyel toparlanmanın devamını bekliyoruz.

**Küresel lastik pazarında toparlanma başladı...** OE (Orijinal Ekipman) pazarındaki durgunluğa rağmen, küresel lastik talebi 2024'ün ilk dokuz ayında ivme kazandı ve yenileme pazarında yıllık %4 büyüme sağlandı. Bu oran, önceki beş yılda elde edilen negatif bileşik büyüme oranına (CAGR) kıyasla önemli bir iyileşme olarak ön plana çıkıyor. Avrupa pazarı ise kış ve dört mevsim lastiklerinin satışları sayesinde Eylül ayında %11 yıllık büyüme kaydederken, yılın ilk dokuz ayında büyüme oranı %7'ye ulaştı. 2024 yılında özellikle Avrupa pazarının negatif ayrıştığı dönemde faiz indirim döngüsünün başlaması ve düşük baz etkisinin oluşmasıyla birlikte 2025 yılında iyileşmenin başlayacağını ve kayda değer bir toparlanmanın olacağını bekliyoruz.

**Şirketin yatırım alanları gelecek dönemlerde meyvesini vermeye başlayacaktır.** Brisa, mobilite dönüşümüne yön vermek için üç ana yatırım alanına odaklanmıştır: mobilite çözümleri, lastik odaklı çözümler ve lastik geliştirmeleri. Mobilite çözümleri kapsamında, OtoPratik ve ProPratik gibi yeni iş kolları yaratılarak elektrikli araç hizmetleri ve e-şarj ağı genişletilmektedir. Arvento platformu ile filo yönetiminde lider bir tercih haline gelmek hedeflenmektedir. Lastik odaklı çözümler, dijitalleşme ve uçtan uca filo yönetimiyle yatırım getirisini artırmayı hedeflerken, ileri telematik ve analitik teknolojilerle dijital bağlantı oluşturulmaktadır. Ayrıca, elektrikli araçlar için premium performans sunan yeni nesil lastikler geliştirilerek, geleceğin ihtiyaçlarına uygun ürünler pazara sunulmaktadır.

**9 aylık sonuçları zayıf karşıladık...** BRISA, yılın ilk 9 ayında 23.986 milyon TL satış geliri, 2.9 milyar TL FAVÖK ve 2.2 milyar TL net kar elde etti. Son çeyrekte ise pazardaki %17'lik daralmaya karşın toplam satış hacmi %3 gerilerken, yurtiçi satış hacmi %8 azaldı ve ihracat satışları %5 arttı. Lastik yenileme kanalında %10 daralma yaşanırken, satış maliyetleri %5 azaldı. Operasyonel giderlerde %3 azalma görülmesine rağmen, FAVÖK marjı %10,1 seviyesinde gerçekleşti. Yılın son ayında özellikle zorunlu kış lastiği kullanımının yürürlüğe girmesinin kademli ciro yaratımına katkı sağlamasını, FAVÖK marjında ise iyileşmelerin olmasını öngörüyoruz.

## BRISA

*gözden geçiriliyor*

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

### Pay bilgileri

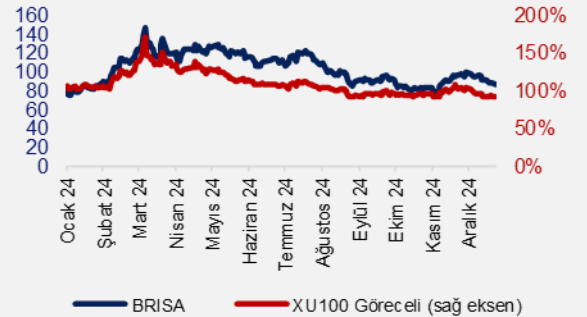
Pay Kodu	BRISA TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	86,00
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	71 / 148
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	26240,1 - 747,4
Pay adedi (mn)	305
Halka Açıklık Oranı	%10
Pazar	Yıldız
Sektör	Lastik ve Kauçuk Ürünleri

Ort. Günlük İşlem Hacı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	1,0	0,9	1,4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-10%	-11%	14%
USD	-12%	-13%	-4%
BIST-100'e göre performans	-11%	-8%	-11%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	6.634	26.863	26.498
FAVÖK	1.483	4.103	4.273
Net kâr	1.004	2.557	4.029

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	11,7x	8,7x	7,3x
F/DD	4,9x	4,7x	5,5x
FD/FAVOK	8,5x	7,2x	4,9x





## Brisa Bridgestone – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	3.479	8.048	19.639
Ticari alacaklar	1.043	3.954	5.188
Stoklar	1.109	4.045	4.467
Diğer dönen varlıklar	253	505	635
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>5.884</b>	<b>16.552</b>	<b>29.929</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	2.017	11.632	16.588
Maddi olmayan duran varlıklar	126	806	1.229
Diğer duran varlıklar	2.262	3.767	2.604
<b>Duran varlıklar</b>	<b>4.405</b>	<b>16.205</b>	<b>20.420</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>10.289</b>	<b>32.757</b>	<b>50.350</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	2.067	8.458	13.273
Ticari borçlar	2.807	7.210	8.734
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	214	822	1.484
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>5.088</b>	<b>16.490</b>	<b>23.491</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	2.724	2.796	7.937
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	169	1.854	654
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>2.892</b>	<b>4.650</b>	<b>8.591</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>2.309</b>	<b>11.617</b>	<b>18.268</b>
Ana ortaklığa ait	2.309	11.527	18.164
Kontrol gücü olmayan paylar	0	89	103
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>10.289</b>	<b>32.757</b>	<b>50.350</b>
Net borç	1.311	3.206	1.572
Net işletme sermayesi	-616	472	73
Net işletme sermayesi (operasyonel)	-655	789	921
Yatırılan sermaye	1.527	12.910	17.890
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%53,6	%36,7	%27,0
Net kâr	%15,1	%9,5	%15,2
Aktif devri	0,8x	1,2x	0,6x
Kaldıraç	4,4x	3,1x	2,8x
Aktif kârlılığı	%12,3	%11,9	%9,7
Yatırılan sermaye kârlılığı	%56,5	%30,1	%14,5
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%47	%34	%42
Net borç/özsermaye	0,57	0,28	0,09
Net borç/FAVÖK	0,88	0,78	0,37

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>6.634</b>	<b>26.863</b>	<b>26.498</b>
Brüt kâr	2.016	5.954	6.499
Faaliyet giderleri	769	3.241	3.700
Esas faaliyet kârı	1.247	2.713	2.799
<b>FAVÖK</b>	<b>1.483</b>	<b>4.103</b>	<b>4.273</b>
Net diğer gelir	-604	-1.019	-173
Net finansman geliri	243	1.172	706
Vergi öncesi kâr	885	2.866	3.332
Vergi gideri	-119	308	-684
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>1.004</b>	<b>2.557</b>	<b>4.029</b>

## Nakit akış tablosu

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023
FAVÖK	1.483	4.103	4.273
Vergi gideri	-168	292	-574
Yatırımlar	438	1.550	1.338
İşletme sermayesi değişimi	-682	1.088	-399
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>1.895</b>	<b>1.173</b>	<b>3.907</b>

## Büyüme ve marjlar

Büyüme ve marjlar	2021	2022	2023
Net satışlar	%57	%305	-%1
FAVÖK	%57	%177	%4
Net kâr	%90	%155	%58
Brüt marj	%30,4	%22,2	%24,5
Esas faaliyet kâr marjı	%18,8	%10,1	%10,6
FAVÖK marjı	%22,4	%15,3	%16,1
Net marj	%15,1	%9,5	%15,2
Serbest nakit akışı marjı	%15,1	%9,5	%15,2

## Hisse başına (TL)

Hisse başına (TL)	2021	2022	2023
Net kâr	3,29	8,38	13,20
Özsermaye	7,57	38,07	59,87
Temettü	0,81	2,03	3,60

## Değerleme

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	11,7x	8,7x	7,3x
F/DD	4,9x	4,7x	5,5x
FD/FAVOK	8,5x	7,2x	4,9x
FD/Net satışlar	2,0x	1,6x	0,8x
Temettü verimi	%3	%5	%6
Serbest nakit akışı verimi	%25	%10	%20

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Desa Deri

Desa Deri için 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 32,00 TL olarak revize ediyoruz. Hedef fiyatımız %57 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Şirketin yurtiçi talep artışını mağaza açılışlarıyla karşılayan, ihracat pazarlarında talep yükseldiğinde üretimi artıran esnek iş modelini beğenmeye devam ediyoruz. Önümüzdeki dönemde maliyet kaynaklı baskıların hafiflemesiyle birlikte Desa'nın operasyonel kârlılığını artırmasını bekliyoruz. Desa, 2025T tahminlerimize göre 9,6x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

**Döviz cinsinden gelir ve çeşitlendirilmiş iş modeli...** Son yıllarda küresel deri sektörü, kalite ve tasarıma önem veren, sürdürülebilir kaynak kullanımının etkisi altında şekillenmektedir. Uluslararası markalarla rekabet, ürün yenilikçiliği ve hızlı koleksiyon döngülerini gerektirirken, Türkiye'nin deri üretimindeki tarihsel deneyimi ve maliyet/kalite avantajı, Desa'ya önemli bir rekabet gücü sağlamaktadır. Desa, Türkiye'de deri ve deri mamulleri üreticisi olarak faaliyetlerini sürdürürken, İtalya'da da "Made in Italy" ürünler üretmek için 2.000 metrekarelik bir alanda Ar-Ge ve üretim tesisi bulunmaktadır. Kadın ve erkek giyim, çanta ve aksesuar üretimi yapan şirket, bu ürünleri hem toptan hem de perakende satış kanalları üzerinden müşterilerine sunarken, Desa'nın Türkiye genelindeki operasyonları, toplamda 111 mağaza ve 14.789 metrekare mağaza alanından oluşmaktadır. 2007 yılında dünyanın en büyük seyahat ürünleri markalarından Samsonite ile %40 - %60 ortaklık yapısıyla kurduğu ortak girişim, Desa'nın uluslararası profiline katkı sağlarken Desa, aynı zamanda yurt dışında e-ticaret satış kanalları aracılığıyla birçok ürününü 900-3.000 EUR arasında değişen fiyatlarla satışa sunmaktadır.

**Şirketin finansal performansı ve talep görünümü...** Desa, 9A24 döneminde 2.074 milyon TL satış geliri açıklarken, brüt kârlılık, maliyetlerdeki baskı nedeniyle hem yıllık, hem de çeyreklik bazda daralmıştır. Şirketin net karı aynı yatırım gelirleri ile desteklenmiş, aynı dönemde geçen yıl ile paralel 285 milyon TL olarak açıklanmıştır. Net kar marjı geçen yılın dönemine göre yaklaşık 2,6 puan iyileşerek %13,8'e ulaşmıştır. Bu dönemde şirket, döviz kurlarındaki dalgalanmaları dikkate alarak, uzun vadeli alımları azaltarak siparişe dayalı alımları önceliklendirdiğini, ürün yelpazesini çeşitlendirerek stok devir hızını artırdığını ve müşteri portföyünü çeşitlendirdiğini açıklamıştır. 9A24 itibarıyla şirketin net nakit pozisyonu 1.140 milyon TL seviyesindedir. Yılın ilk dokuz ayında Türkiye deri ve deri ürünleri ihracatının yıllık bazda %21,3'lük gerilemesine paralel olarak şirketin satış adetleri azalmıştır. Covid sonrası deri ürünlerine talep ciddi şekilde artmış, 2023 ortasından bu yana ise normalleşme sürecine girilmiştir.

**Başarılı maliyet yönetimi ve ihracatta yeni fırsatlar...** Yıl geneline yayılan talepteki daralmaya rağmen Desa, sektördeki konumunu korumaktadır. 2024 yılı sonuna yaklaşırken, küresel çapta yüksek enflasyon ve dış talepteki yavaşlamanın etkisiyle zorlu bir yıl geçirirken, bu dönemde yatırımlarına devam etmiştir. Desa, büyüme stratejileri kapsamında mevcut pazarlardaki müşteri ağını genişletmeyi ve ihracatı artırmak amacıyla yeni pazarlara açılmayı hedeflemektedir. Ayrıca, online satış kanallarındaki büyüme stratejisi devam etmektedir. Şirketin iş modelini beğenmeye devam ederken, önümüzdeki dönemde maliyet kaynaklı baskıların gevşemesi ile Desa'nın kârlılığını artırmasını bekliyoruz.

## DESA

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat 32 TL  
Getiri Potansiyeli %57

### Pay bilgileri

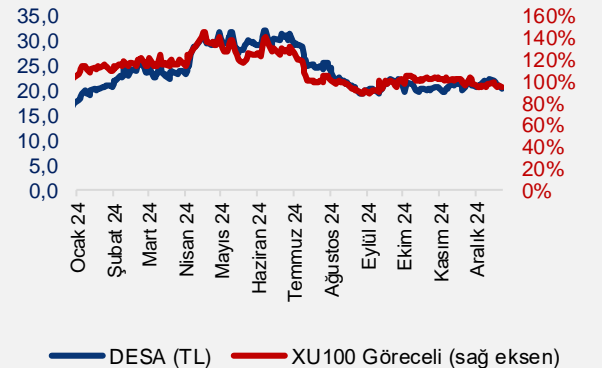
Pay Kodu	DESA TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	20,40
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	17 / 32
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	4998,0 - 142,4
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	245 - 22%
Yabancı Takas Oranı	10,26%
Pazar	Yıldız
Sektör	Deri Giyim

Ortalama işlem hacmi 1 Ay 3 Ay 12 Ay  
milyon ABD doları 0,6 0,4 0,8

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	-6%	18%
USD	-2%	-9%	-1%
BIST-100'e göre performans	-1%	-4%	-8%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	2.449	2.701	3.747
FAVÖK	805	800	1.105
Net kâr	496	359	520

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	10,1x	13,9x	9,6x
F/DD	2,3x	1,9x	1,6x
FD/FAVOK	5,4x	6,5x	4,4x



## Desa Deri – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T	Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	887	134	491	<b>Net satışlar</b>	<b>2.449</b>	<b>2.701</b>	<b>3.747</b>
Ticari alacaklar	279	277	381	Brüt kâr	1.217	1.506	2.091
Stoklar	322	541	702	Faaliyet giderleri	-698	-1.051	-1.450
Finansal yatırımlar	443	1.348	1.375	Esas faaliyet kân	519	455	640
Maddi duran varlıklar	567	596	602	<b>FAVÖK</b>	<b>805</b>	<b>800</b>	<b>1.105</b>
Diğer duran varlıklar	1.020	1.050	1.102	Net diğer gelir	100	73	79
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>3.946</b>	<b>4.654</b>	<b>5.507</b>	Net finansman geliri	-100	-175	-235
Kısa vadeli borçlanmalar	127	167	175	Vergi öncesi kâr	632	528	693
Ticari borçlar	566	699	834	Vergi gideri	-136	-169	-173
Uzun vadeli borçlanmalar	145	175	183	<b>Net kâr</b>	<b>496</b>	<b>359</b>	<b>520</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	475	319	429	<b>Nakit akış tablosu</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>493</b>	<b>613</b>	<b>722</b>	FAVÖK	<b>805</b>	<b>800</b>	<b>1.105</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>2.206</b>	<b>2.587</b>	<b>3.106</b>	Vergi gideri	-130	-114	-160
Ödenmiş sermaye	245	245	245	Yatırımlar	-45	-58	-53
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>3.946</b>	<b>4.654</b>	<b>5.507</b>	İşletme sermayesi değişimi	-59	84	132
Net borç	-615	207	-133	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>688</b>	<b>545</b>	<b>761</b>
Net işletme sermayesi	35	118	250	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Oranlar</b>				Net satışlar	-%4	%10	%39
<b>Karlılık</b>				FAVÖK	%4	-%1	%38
Özkaynak kârlılığı	%30,0	%15,0	%18,3	Net kâr	%152	-%28	%45
Net kâr	%20,3	%13,3	%13,9	Brüt marj	%49,7	%55,7	%55,8
Aktif devri	0,8x	0,7x	0,9x	Esas faaliyet kâr marjı	%21,2	%16,8	%17,1
Kaldıraç	1,8x	1,6x	1,5x	FAVÖK marjı	%32,8	%29,6	%29,5
Aktif kârlılığı	%16,9	%9,6	%12,1	Net marj	%20,3	%13,3	%13,9
<b>Kaldıraç</b>				Serbest nakit akışı marjı	%28,1	%20,2	%20,3
Finansal borç/toplam varlıklar	%8	%9	%8	<b>Değerleme</b>			
Net borç/özsermaye	-0,28	0,08	-0,04	F/K	10,1x	13,9x	9,6x
Net borç/FAVÖK	-0,76	0,26	-0,12	F/DD	2,3x	1,9x	1,6x
<b>Hisse başına (TL)</b>				FD/FAVOK	5,4x	6,5x	4,4x
Net kâr	2,02	1,47	2,12	FD/Net satışlar	1,8x	1,9x	1,3x
Özkaynak	9,00	10,56	12,68	Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0
Temettü	0,00	0,00	0,00	Serbest nakit akışı verimi	%13,8	%10,9	%15,2

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Doğuş Otomotiv

**Doğuş Otomotiv (DOAS) için 12 aylık değerlememiz 253,00 TL hedef fiyata işaret ederken, %31 getiri potansiyeli ile TUT tavsiyemizi koruyoruz. Şirket için endekse paralel getiri öngörüyoruz. İç pazarda rekabetin artması ii)ştirak katkısının beklenenden az gerçekleşmesi TUT tavsiyemizi korumanın temel nedenleri arasındadır. 2025T'de DOAS, 4,7x F/K, 3,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**

**Çin menşeli araçlar 2025 yılında Pazar payını daha da artırabilir.** Çinli otomobil markaları, Türkiye'yi Avrupa pazarına açılmak için stratejik bir köprü olarak görmekte. Bu sebeple, BYD gibi markalar Türkiye'de büyük yatırımlar yapmayı planlıyor. Örneğin, BYD, Manisa'da 1 milyar dolarlık yatırımla üretim tesisi kurmayı hedeflediğini ve üretime 2026 yılında başlamayı planladığını duyurmuştu. Chery, MG, Skywell gibi markalar ise agresif fiyat politikaları ve gelişmiş elektrikli araç teknolojileriyle pazara hızlı bir şekilde giriş yaptı. Türkiye'deki Çinli markaların pazar payı %10'un üzerine ulaşmış durumda. Bu rakamın 2025 yılında daha da artmasını bekliyoruz. Bu durum, yerli üreticiler ve diğer yabancı markalar için ciddi bir rekabet oluşturuyor. Çinli markaların, maliyetleri düşürme ve özellikle fiyat rekabeti yapma potansiyeli, sektördeki dinamikleri değiştirebilir.

**Doğuş Otomotiv'in iştiraklerinin net kara katkısı beklentilerin altında kalmaya devam ediyor.** 2024'ün ilk dokuz ayında iştiraklerden sağlanan net kara katkı, 1,028 milyon TL ile sınırlı kalırken, bu tutar 2023'ün aynı dönemindeki 4,039 milyon TL'ye kıyasla ciddi bir gerilemeye işaret etmektedir. Özellikle 3Ç24 döneminde, iştiraklerden 822 milyon TL net zarar kaydedilmiştir. İştirak kârlılığındaki bu olumsuz performans, ağırlıklı olarak VDF şirketleri ve Yüce Oto'nun zayıf sonuçlarından kaynaklanmaktadır. VDF Servis'in yüksek özkaynak yapısı, enflasyon muhasebesinin etkilerini daha belirgin hale getirirken, VDF Finans'ın piyasa faiz oranlarının üzerinde faiz sunması, düşük kredi penetrasyonuna yol açmıştı. Bunun yanı sıra, ikinci el araç pazarındaki durgunluk VDF Filo'nun operasyonlarını olumsuz etkilemiş, bu etkinin temel nedenlerinden biri de artan stok maliyetleri olmuştu. Tüm bu faktörlerin bir araya gelmesiyle, iştiraklerden sağlanan kârlılık önemli ölçüde zayıflayarak, net kara negatif bir etkide bulunmuştur. 2025 itibarıyla faiz indirim döngüsünün başlamasıyla iç pazarda talebin iyileşmesi ve buna paralel olarak şirketin karlılık marjlarında iyileşmeler yaşanmasını bekliyoruz.

**Pazarda köklü/lider konumu olumsuzlukların aşılması adına öne çıkıyor.** DOAS, Kasım ayında satışlarını önceki yıla göre %31,6 artırarak 19.553 adede ulaştı. Pozitif seyrin Aralık ayında da devam etmesini beklerken, toplam otomotiv satışlarının yılı 1,2 milyon seviyesinde kapatacağı ve DOAS'ın pazar payını %16,2'ye çıkaracağını öngörüyoruz.

## DOAS

## TUT

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

253 TL  
%31

### Pay bilgileri

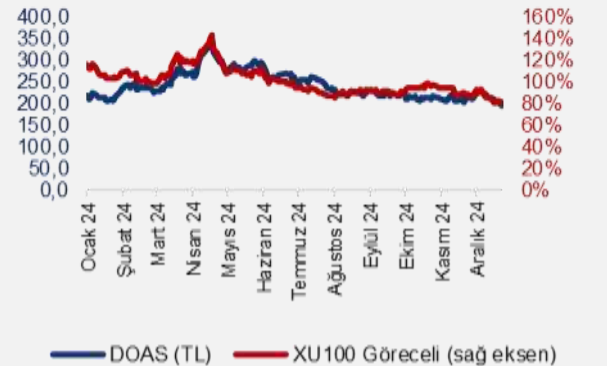
Pay Kodu	DOAS TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	193,70
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	192 / 343
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	42614,0 - 1213,8
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	220 - 39%
Yabancı Takas Oranı	15,73%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	14,5	9,6	14,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-8%	-11%	-12%
USD	-9%	-14%	-26%
BIST-100'e göre performans	-8%	-9%	-32%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	149.245	159.153	199.929
FAVÖK	24.676	14.320	19.389
Net kâr	19.622	5.857	8.990

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	2,2x	7,3x	4,7x
F/DD	0,8x	0,8x	0,7x
FD/FAVOK	1,9x	4,0x	3,1x



## Doğuş Otomotiv – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	10.385	1.216	-653
Ticari alacaklar	17.498	10.587	12.175
Stoklar	14.469	20.445	25.683
Finansal yatırımlar	1.709	338	270
Maddi duran varlıklar	16.632	17.508	19.576
Diğer duran varlıklar	31.511	37.814	47.267
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>87.907</b>	<b>104.319</b>	<b>125.299</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	6.242	9.660	10.143
Ticari borçlar	11.577	14.031	16.837
Uzun vadeli borçlanmalar	8.404	6.720	7.191
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	9.130	5.454	6.000
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>12.175</b>	<b>13.191</b>	<b>15.034</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>56.163</b>	<b>51.227</b>	<b>63.145</b>
Ödenmiş sermaye	220	220	220
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>87.907</b>	<b>104.319</b>	<b>125.299</b>
Net borç	4.262	15.165	17.987
Net işletme sermayesi	20.390	17.001	21.021

## Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%44,9	%10,9	%15,7
Net kâr	%13,1	%3,7	%4,5
Aktif devri	2,1x	1,8x	2,1x
Kaldıraç	1,6x	1,7x	1,7x
Aktif kârlılığı	%27,7	%6,5	%9,4

## Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%16	%19	%17
Net borç/özsermaye	0,08	0,30	0,28
Net borç/FAVÖK	0,17	1,06	0,93

## Hisse başına (TL)

Net kâr	89,19	26,62	40,86
Özkaynak	255,29	232,85	287,02
Temettü	-30,19	44,60	13,31

Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>149.245</b>	<b>159.153</b>	<b>199.929</b>
Brüt kâr	32.130	24.817	33.449
Faaliyet giderleri	-8.669	-12.556	-17.140
Esas faaliyet kârı	23.461	12.261	16.309
<b>FAVÖK</b>	<b>24.676</b>	<b>14.320</b>	<b>19.389</b>
Net diğer gelir	3.170	1.776	1.631
Net finansman geliri	-5.303	-2.679	-4.998
Vergi öncesi kâr	25.880	9.991	11.351
Vergi gideri	-6.118	-4.089	-2.292
<b>Net kâr</b>	<b>19.622</b>	<b>5.857</b>	<b>8.990</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	24.676	14.320	19.389
Vergi gideri	-1.877	-3.065	-4.077
Yatırımlar	-770	-3.270	-4.128
İşletme sermayesi değişimi	-13.804	-3.389	4.020
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>35.834</b>	<b>11.374</b>	<b>7.164</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%69	%7	%26
FAVÖK	%82	-%42	%35
Net kâr	%26	-%70	%53
Brüt marj	%21,5	%15,6	%16,7
Esas faaliyet kâr marjı	%15,7	%7,7	%8,2
FAVÖK marjı	%16,5	%9,0	%9,7
Net marj	%13,1	%3,7	%4,5
Serbest nakit akışı marjı	%24,0	%7,1	%3,6

## Değerleme

F/K	2,2x	7,3x	4,7x
F/DD	0,8x	0,8x	0,7x
FD/FAVOK	1,9x	4,0x	3,1x
FD/Net satışlar	0,3x	0,4x	0,3x
Temettü verimi	-%15,6	%23,0	%6,9
Serbest nakit akışı verimi	%84,1	%26,7	%16,8

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Emlak Konut GYO

**Emlak Konut GYO, stratejik yatırımları, güçlü arsa portföyü ve kentsel dönüşüm projelerine odaklanmasıyla, uzun vadeli büyümesini sürdürme potansiyeline sahip. 2025 yılında faiz indirimlerinin etkisi ve kentsel dönüşüm projelerinin hız kazanmasıyla birlikte, sektörde pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Ayrıca, uluslararası projelerin ve Suudi Arabistan'daki iş birliklerinin şirketin gelirlerine olumlu katkı sağlayacağını öngörüyoruz.**

**Makroekonomik görünümün desteği ile güçlü projeler...** Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) sektördeki lider konumunu sürdürüyor. Şirket, Gelir Paylaşımı Modeli (GPM) ve Anahtar Teslim Modeli ile projelerini hayata geçirerek hem riskleri minimize etmekte hem de gelir potansiyelini artırmakta. Özellikle İstanbul, Ankara, İzmir ve Antalya gibi stratejik bölgelerdeki faaliyetleri ile modern şehirleşme ve sürdürülebilir yaşam alanları oluşturma vizyonunu sürdürmekte. 2024 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla Emlak Konut, toplam aktif büyüklüğünde ve özsermayesinde önemli artışlar kaydederken, net kâr tarafında güçlü bir büyüme sergiledi. Şirketin arsa portföyü değerindeki artış, gelecekteki projeleri için güçlü bir temel oluşturmaktadır. Özellikle kentsel dönüşüm projeleri ve deprem bölgelerinin yeniden inşası, şirketin faaliyet alanlarını genişletmekte ve gelirlerine katkı sağlamaktadır. 2025 yılı özelinde, küresel merkez bankalarının temkinli genişlemeci adımları ve yurt içindeki faiz indirim sürecinin başlamasıyla birlikte konut talebinde canlanma bekliyoruz. Bu süreçte, kentsel dönüşüm projelerinin hız kazanmasıyla birlikte inşaat aktivitesinin artması öngörülmüyor. Devletin, deprem bölgelerinde konut ihtiyacını karşılamaya yönelik attığı adımlar, Emlak Konut için önemli fırsatlar sunmakta. Şirketin belirlediği 450.000 konut teslimi hedefi, Türkiye'nin kentsel dönüşüm sürecinde kritik bir rol üstlenmesini sağlarken, bu projeler şirketin büyüme ivmesini desteklemekte. Ayrıca, uluslararası projeler ve Suudi Arabistan'da imzalanan anlaşmalar, Emlak Konut'un yurt dışı büyüme potansiyelini güçlendirmekte ve nakit akışını destekleyen önemli unsurlar arasında yer almaktadır.

**Riskler...** i) 2025 yılında özellikle faiz indirim sürecindeki olası gecikme, ii) yüksek faiz oranlarının konut kredisi talebini olumsuz etkilemesi, iii) makroekonomik koşullardaki bozulma, iv) kentsel dönüşüm projelerinde yaşanabilecek gecikmeler ve maliyet artışları.

## EKGYO

*gözden geçiriliyor*

**12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli**

### Pay bilgileri

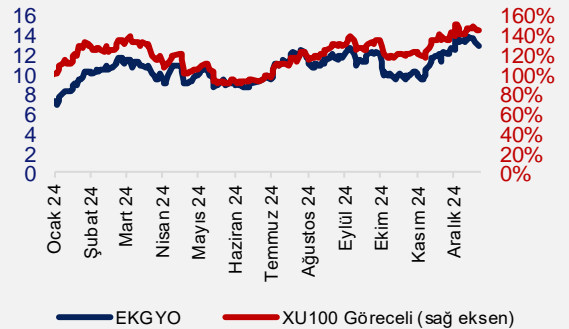
Pay Kodu	EKGYO TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	12.86
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	6.8 / 13.7
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	48,868 - 1,392
Pay adedi (mn)	3800.0
Halka Açıklık Oranı	%51
Pazar	Yıldız
Sektör	GYO

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	81.4	66.4	66.2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	6%	6%	87%
USD	4%	3%	57%
BIST-100'e göre performans	5%	9%	45%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	5,736	20,518	27,901
Net kâr	1,434	1,317	-3,814
Net Borç	983	-9	-14,752

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	7.1x	7.2x	0.1x
F/DD	0.5x	0.8x	1.3x
FD/FAVOK	10.5x	6.5x	8.4x



## Emlak Konut GYO – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	3,635	9,897	20,731
Ticari alacaklar	2,678	5,158	10,338
Stoklar	17,562	87,826	112,416
Diğer dönen varlıklar	1,710	6,287	7,181
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>25,585</b>	<b>109,168</b>	<b>150,666</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	78	396	561
Maddi olmayan duran varlıklar	3	13	9
Diğer duran varlıklar	4,963	11,705	12,927
<b>Duran varlıklar</b>	<b>5,045</b>	<b>12,114</b>	<b>13,497</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>30,629</b>	<b>121,282</b>	<b>164,163</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	2,710	4,820	4,263
Ticari borçlar	1,976	4,769	5,200
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	8,045	43,758	72,521
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>12,731</b>	<b>53,347</b>	<b>81,984</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	1,907	5,068	1,716
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	114	265	917
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>2,021</b>	<b>5,333</b>	<b>2,633</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>15,877</b>	<b>62,602</b>	<b>79,546</b>
Ana ortaklığa ait	15,877	62,602	79,546
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>30,629</b>	<b>121,282</b>	<b>164,163</b>
Net borç	983	-9	-14,752
Net işletme sermayesi	11,929	50,744	52,214
Net işletme sermayesi (operasyonel)	18,264	88,215	117,554
Yatırılan sermaye	12,010	51,153	52,784
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%9.4	%3.4	-%5.4
Net kâr	%25.0	%6.4	-%13.7
Aktif devri	0.2x	0.3x	0.2x
Kaldıraç	1.9x	1.9x	2.0x
Aktif kârlılığı	%4.9	%1.7	-%2.7
Yatırılan sermaye kârlılığı	%11.3	%8.3	%7.3
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%15	%8	%4
Net borç/özsermaye	0.06	0.00	-0.19
Net borç/FAVÖK	0.56	0.00	-3.05

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>5,736</b>	<b>20,518</b>	<b>27,901</b>
Brüt kâr	2,205	5,126	8,343
Faaliyet giderleri	476	1,833	3,584
Esas faaliyet kârı	1,729	3,293	4,759
<b>FAVÖK</b>	<b>1,755</b>	<b>3,353</b>	<b>4,837</b>
Net diğer gelir	89	2,219	-947
Net finansman geliri	-384	-4,194	-7,626
Vergi öncesi kâr	1,434	1,317	-3,814
Vergi gideri	0	0	0
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>1,434</b>	<b>1,317</b>	<b>-3,814</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	2021	2022	2023
FAVÖK	1,755	3,353	4,837
Vergi gideri	0	0	0
Yatırımlar	15	-54	37
İşletme sermayesi değişimi	-480	38,814	1,471
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>2,219</b>	<b>-35,408</b>	<b>3,329</b>

## Büyüme ve marjlar

	2021	2022	2023
Net satışlar	%27	%258	%36
FAVÖK	%128	%91	%44
Net kâr	%67	-%8	-%389
Brüt marj	%38.4	%25.0	%29.9
Esas faaliyet kâr marjı	%30.1	%16.1	%17.1
FAVÖK marjı	%30.6	%16.3	%17.3
Net marj	%25.0	%6.4	-%13.7
Serbest nakit akışı marjı	%25.0	%6.4	-%13.7

## Hisse başına (TL)

	2021	2022	2023
Net kâr	0.38	0.35	-1.00
Özsermaye	4.18	16.47	20.93
Temettü	0.02	0.10	0.24

## Değerleme

	2021	2022	2023
F/K	7.1x	7.2x	0.1x
F/DD	0.5x	0.8x	1.3x
FD/FAVÖK	10.5x	6.5x	8.4x
FD/Net satışlar	2.0x	2.3x	1.5x
Temettü verimi	%1	%3	%3
Serbest nakit akışı verimi	%28	-%253	%12

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Karsan Otomotiv

**Karsan, 9A24 döneminde 5.8 milyar TL satış geliri, 195 milyon TL FAVÖK ve 841 milyon TL net zarar açıkladı. Şirketin finansal sonuçlarını, mevcut operasyonlarını ve gelecek görünümünü değerlendirdik.**

**Yılın ilk 9 ayı finansal performansı zayıftı...** Şirket, yılın ilk 9 ayında geçen yılın aynı dönemine göre net zarar elde etti. Son çeyrekte yurt içi satışlar %19, yurt dışı satışlar ise %42 geriledi. Artan maliyetler, yükselen finansman giderleri ve azalan net parasal pozisyon katkısı zarar şirketin net zarar yazmasında başlıca sebepler arasında bulunuyor. Şirketin operasyonel karlılığı ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla zayıf seyretmeye devam ediyor. Yılı bu baskılarla tamamlamasını öngörüyoruz., Ek olarak, teslimatların genellikle yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde yoğunlaştığını, bu dönemde alacakların artabileceğini ve Noel ile Yılbaşı tatilleri nedeniyle tahsilat süreçlerinde zorluklar yaşanabileceğini düşünüyoruz.

**İhracat ayak izi artmaya devam ediyor.** Türkiye, 2024'ün ilk 11 ayında otobüs, minibüs ve midibüs ihracatında 2,31 milyar dolara ulaşarak tarihin en yüksek seviyesine ulaştı. İhracat adetlerindeki artışın 2025 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Karsan, Hollanda'ya ilk ihracatını 2 adet otonom e-ATAK ile gerçekleştirmiş olup, bu araçlar yıl sonunda teslim edilerek havalimanı transferlerinde sürücüsüz toplu ulaşımın öncüsü olma yolmayı hedefliyor. Otonom e-ATAK modeli ayrıca, İsviçre'nin tarihi şehirlerinden Arbon'da önümüzdeki yıl hizmete başlamayı planlamaktadır. Ek olarak şirket yönetimi, ABD pazarında ise JEST modeli ile operasyonlarını yürüteceklerini ve JEST'in ABD pazarında kendi pazarını oluşturacağını öngörüyorlar. Kuzey Amerika pazarında ise toplamda 133 adet e-JEST modeline sahip olduklarını belirttiler. İlaveten, 4 yıldır Avrupa elektrikli minibüs ve midibüste %24'lük e-ATAK modeli ve %29 e-Jest payı ile pazar lideri konumundadır. Avrupa'daki pazarın 2023 yılında 6.000 elektrikli araçtan oluştuğunu ve bu rakamın 2030 yılında 30.000 adede ulaşabileceğini öngörüyorlar. Şirketin yeni alımları ve hedefleri gelecek görünümüne katkı sunacaktır.

**2025 yılında otonom ve elektrikli araç pazarında adından söz ettirebilir.** Şirket, 9A24'te elektrikli ve otonom araçlardaki liderliğini korudu. 2023'te Avrupa elektrikli toplu ulaşım pazarında %5,9 pay ile 6. sıraya yükselen şirket, 23 ülkede toplam 968 adet elektrikli araca ulaşmıştır. e-JEST ve e-ATAK modelleriyle Türkiye menşei elektrikli araçların Avrupa'daki %85'ini tescil ettirmiştir. Otonom araç projelerinde ABD, Norveç, İsviçre ve Japonya gibi pazarlarda toplam 90 bin kilometrelik sürüş deneyimi ve 30 bin yolcu taşımıştır. Toyota ile hidrojen yakıt hücresi teknolojisi iş birliğiyle 2025'te e-ATA HYDROGEN modelini piyasaya sunmayı hedefleyen şirket, sürdürülebilirlik kapsamında Enerjisa ile üretimde %100 yenilenebilir enerji kullanımına geçmiştir. Avrupa'dan sonra Kuzey Amerika ve Japonya pazarlarına giriş yapan Karsan, küresel yayılımını artırmaya devam ediyor.

## KARSN

*gözden geçiriliyor*

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

### Pay bilgileri

Pay Kodu	KARSN TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	12,22
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	08 / 19
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	10998,0 - 313,3
Pay adedi (mn)	900
Halka Açıklık Oranı	%39
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ort. Günlük İşlem Hacı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	9,5	12,5	19,9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-5%	-31%	43%
USD	-7%	-33%	20%
BIST-100'e göre performans	-6%	-29%	11%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	2.069	5.264	7.548
FAVÖK	403	282	719
Net kâr	99	-206	637

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	1098,0x	993,4x	-19,8x
F/DD	5,1x	6,1x	4,5x
FD/FAVOK	14,7x	21,3x	29,5x





## Karsan Otomotiv – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	312	314	1.556
Ticari alacaklar	998	3.345	3.146
Stoklar	314	1.847	1.706
Diğer dönen varlıklar	302	1.268	1.425
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>1.925</b>	<b>6.773</b>	<b>7.834</b>
Finansal yatırımlar	145	343	332
Maddi duran varlıklar	764	3.520	3.863
Maddi olmayan duran varlıklar	347	2.162	1.941
Diğer duran varlıklar	556	1.316	1.345
<b>Duran varlıklar</b>	<b>1.812</b>	<b>7.341</b>	<b>7.481</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>3.737</b>	<b>14.114</b>	<b>15.315</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	1.480	5.064	4.138
Ticari borçlar	479	1.974	2.550
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	178	387	1.426
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>2.137</b>	<b>7.425</b>	<b>8.114</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	523	1.356	1.034
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	83	1.039	977
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>606</b>	<b>2.395</b>	<b>2.010</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>994</b>	<b>4.294</b>	<b>5.190</b>
Ana ortaklığa ait	990	4.232	5.145
Kontrol gücü olmayan paylar	4	62	45
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>3.737</b>	<b>14.114</b>	<b>15.315</b>
Net borç	1.691	6.106	3.615
Net işletme sermayesi	956	4.098	2.301
Net işletme sermayesi (operasyonel)	833	3.218	2.302
Yatırılan sermaye	2.067	9.780	8.105
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%11,5	-%7,8	%13,4
Net kâr	%4,8	-%3,9	%8,4
Aktif devri	0,6x	0,6x	0,5x
Kaldıraç	3,7x	3,4x	3,1x
Aktif kârlılığı	%3,1	-%2,3	%4,3
Yatırılan sermaye kârlılığı	%13,1	-%1,8	%3,6
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%54	%45	%34
Net borç/özsermaye	1,70	1,42	0,70
Net borç/FAVÖK	4,20	21,68	5,03

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>2.069</b>	<b>5.264</b>	<b>7.548</b>
Brüt kâr	574	727	1.568
Faaliyet giderleri	250	859	1.166
Esas faaliyet kârı	324	-131	402
<b>FAVÖK</b>	<b>403</b>	<b>282</b>	<b>719</b>
Net diğer gelir	453	799	1.002
Net finansman geliri	-724	-906	-1.615
Vergi öncesi kâr	54	-239	-211
Vergi gideri	-55	-72	-831
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>99</b>	<b>-206</b>	<b>637</b>

## Nakit akış tablosu

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023
FAVÖK	403	282	719
Vergi gideri	-331	-40	1.584
Yatırımlar	155	450	451
İşletme sermayesi değişimi	-109	3.142	-1.797
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>688</b>	<b>-3.271</b>	<b>481</b>

## Büyüme ve marjlar

Büyüme ve marjlar	2021	2022	2023
Net satışlar	%33	%154	%43
FAVÖK	%5	-%30	%155
Net kâr	%387	-%308	-%409
Brüt marj	%27,7	%13,8	%20,8
Esas faaliyet kâr marjı	%15,7	-%2,5	%5,3
FAVÖK marjı	%19,5	%5,3	%9,5
Net marj	%4,8	-%3,9	%8,4
Serbest nakit akışı marjı	%4,8	-%3,9	%8,4

## Hisse başına (TL)

Hisse başına (TL)	2021	2022	2023
Net kâr	0,11	-0,23	0,71
Özsermaye	1,10	4,77	5,77
Temettü	0,00	0,00	0,00

## Değerleme

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	1098,0x	993,4x	-19,8x
F/DD	5,1x	6,1x	4,5x
FD/FAVOK	14,7x	21,3x	29,5x
FD/Net satışlar	3,3x	3,8x	2,0x
Temettü verimi	%0	%0	%0
Serbest nakit akışı verimi	%19	-%50	%5

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Lider Faktoring

**Model portföyümüzde bulunan ve görece zayıf fiyat performansı sergileyen Lider Faktoring için pay başına 12 aylık hedef fiyatı 3,70 TL olarak hesaplıyoruz. Hedef fiyatımız %21 düzeyinde sınırlı bir potansiyele işaret ederken, tavsiyemizi AL'dan, TUT'a revize ediyor ve şirketi model portföyümüzden çıkarıyoruz. Ekonomik konjonktürün faktoring sektörü lehine olduğu 9A24 döneminde LIDFA'nın karlılık performansı zayıf kalırken, beklenti gerisinde kalan sonuçlar neticesinde öngörülen hisse fiyat performansını sergileyemedi. Beklentilerin gerisinde kalan finansal sonuçların nedenleri olarak i) gelirlerdeki ivmeye rağmen enflasyonist dönemde yüksek finansman gideri ve esas faaliyet giderlerinin faaliyet karlılığını baskılamış olması, ii) diğer faaliyet gelirlerindeki paralel performansı, takipteki alacaklara karşılık ayrılık tutarındaki ani artış ve yüksek vergi yükünün net kar marjını baskılamış olması yer alıyor.**

**9A24 dönemde marjlar baskılandı...** Yılın ilk dokuz ayında yaşanan parasal sıkılaştırma süreci, şirketlerin finansmana erişim ihtiyacını artırırken, alternatif finansman kaynağı olarak görülen faktoring sektörüne olan talebi güçlendirdi. Nitekim, finansman talebindeki güçlü görünüm beraberinde Lider Faktoring'in faaliyet gelirleri yıllık bazda %172 artışla 2.2 milyar TL seviyesine ulaştı. Faaliyet gelirlerindeki iyileşme ivmesine karşılık, yüksek faiz oranları beraberinde kredi ve borçlanma faizi yükümlülüğünde beklenenden yüksek artış kaydedildi. Finansman giderlerindeki yükseliş, 9 aylık dönemde şirketin brüt karlılık marjını yıllık bazda %28'den, %15'e gerilemesine sebebiyet verdi. Diğer faaliyet gelirlerinin paralel performansı doğrultusunda tek seferlik gelir etkisi azalırken, vergi yükünün yüksekliği net karlılık marjını baskıladı. Şirketin 9A24'te nominal net karlılığı yıllık bazda %12'lik artışla 457 milyon TL'ye ulaşırken, aynı dönemde net kar marjı %51 düzeyinden, %21'e geriledi.

**2025 yılı görünümü paralel beklentide ilerliyor...** 9 aylık sonuçlarda 2.2 milyar TL seviyesinde gerçekleşen esas faaliyet gelirlerinin bu yıl sonu 3.1 TL'ye ulaşmasını, 2025 yılında ise yıllık %50 artışla 4.7 milyar TL'ye yükselmesi öngörüyoruz. Esas gelirlerdeki iyileşmenin, buna karşılık finansman gider artışının brüt karlılık marjı üzerinde baskının devamını bekliyoruz. Şirketin 2024 yılını yıllık %57 artışla 956 milyon TL, 2025 yılını %16 artışla 1.1 milyar TL brüt karlılıkla tamamlayacağını hesaplıyoruz. 9A24 döneminde 457 milyon TL net kar elde edilirken, dördüncü çeyrekte 165 milyon TL karlılık ile 2024 yılını 622 milyon TL net kar ile kapatacağını, 2025 yılında ise net karın %7,8 artışla 671 milyon TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz.

**Riskler:** i) Ekonomik konjonktürde finansman talebinde ani bir düşüş yaşanması ii) olası makro değişimlerin özkaynak getirilerini baskılaması değerlendirilmemizde ana riskler olarak yer almaktadır.

### Tavsiye

TUT

Hedef fiyat TL 3,70  
Getiri potansiyeli %21

### Pay bilgileri

Pay Kodu	LIDFA TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	3,05
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	2,7 / 4,4
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	1.703 - 48,5
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	558 - 40%
Yabancı Takas Oranı	0,00%
Pazar	Ana Pazar
Sektör	Faktoring

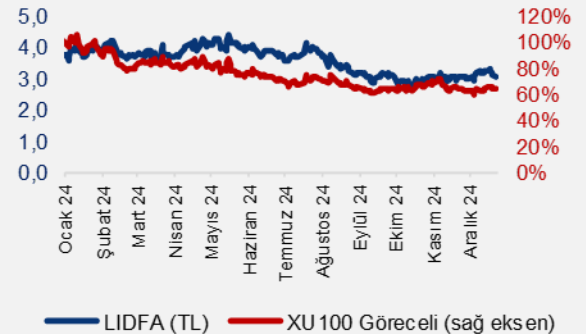
Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon USD	1,1	0,8	1,1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	-2%	-18%
USD	-2%	-5%	-31%
BIST-100'e göre performans	0%	1%	-36%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Esas faaliyet gelirleri	1.267	3.112	4.661
Brüt faaliyet kâr	322	412	248
Net kâr	566	622	671

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	2,8x	2,9x	2,7x

Bilanço	2023	2024T	2025T
Aktif Toplamı	4.340	7.850	11.645
Özkaynaklar	1.110	1.656	1.902



## Lider Faktoring – Özet Tablolar

<b>Bilanço</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
Nakit ve benzerleri	20	10	34	66	224	305
Faktoring alacakları	737	1.008	1.796	3.477	6.269	8.539
Takipteki alacaklar	29	30	18	17	25	34
Beklenen zarar karşılıkları	-29	-30	-17	-17	-26	-35
Maddi duran varlıklar	60	67	176	247	370	504
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>945</b>	<b>1.231</b>	<b>2.283</b>	<b>4.340</b>	<b>7.850</b>	<b>11.645</b>
Alınan krediler	710	918	1.480	2.347	4.797	6.534
Faktoring borçları	2	2	2	3	4	4
Kiralama işlemlerinden borçlar	44	28	107	227	317	431
İhraç edilen menkul kıymetler (net)	0	47	101	460	480	654
Borç ve gider karşılıkları	9	9	22	24	44	60
<b>Toplam yükümlülükler</b>	<b>768</b>	<b>1.014</b>	<b>1.777</b>	<b>3.230</b>	<b>6.194</b>	<b>9.742</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>176</b>	<b>216</b>	<b>506</b>	<b>1.110</b>	<b>1.656</b>	<b>1.902</b>
Ödenmiş sermaye	90	90	135	254	558	558
Kar Yedekleri	86	126	371	856	1.098	1.344
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>945</b>	<b>1.231</b>	<b>2.283</b>	<b>4.340</b>	<b>7.850</b>	<b>11.645</b>
<b>Gelir Tablosu</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
Esas faaliyet gelirleri	144	223	509	1.267	3.112	4.661
Finansman giderleri	-124	-168	-304	-658	-2.155	-3.552
Brüt kar	19	55	206	609	956	1.109
Esas faaliyet giderleri	-51	-56	-115	-286	-545	-861
Brüt faaliyet kârı	-31	0	91	322	412	248
Diğer faaliyet giderleri	-3	-19	0	0	-3	-13
Vergi öncesi kâr	7	50	282	813	899	1.014
Vergi gideri	0	-12	-75	-247	-277	-343
<b>Net kâr</b>	<b>6</b>	<b>38</b>	<b>207</b>	<b>566</b>	<b>622</b>	<b>671</b>

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Logo Yazılım

**Logo Yazılım, 9A24 döneminde 3,6 milyar TL satış geliri, 1,3 milyar TL FAVÖK ve 318 milyon TL net kar açıkladı. Şirketin finansal sonuçlarını, mevcut operasyonlarını ve gelecek görünümünü değerlendirdik. Logo Yazılım, gelirlerde güçlü büyüme, tekrarlayan gelirlerin payının artması ve güçlü müşteri kazanımı ile iş modelini beğendiğimiz bir şirket olarak öne çıkıyor.**

**Sektöründe sağlam bir oyuncu...** Kurumsal yazılım uygulamaları pazarında faaliyet gösteren Logo Yazılım, değişik sektörler için geniş ürün portföyü ile Türkiye'deki birçok KOBİ ve şirketin yazılım çözümleri için önemli bir durak noktası olmaktadır. Ayrıca, Romanya'da Total Soft, Hindistan'da Logo Infosoft gibi iştirakleri mevcuttur. Şirketin cirosunda tekrarlanan net satışların yüksek payı, gelirlerde ve faaliyet marjlarındaki sürdürülebilirliğe katkıda bulunmaktadır. Şirket, mevcut müşteri tabanını artıran yeni müşteri kazanımlarıyla genişletirken, satış büyümesiyle karlılık korumaktadır. Logo'nun önümüzdeki dönemde sektördeki güçlü talep, yeni müşteri kazanımı ve maliyetlerdeki baskının hafiflemesiyle karlılığını artırmasını, şirketin sektörde güçlü konumunu koruyacağını düşünüyoruz.

**Operasyonlar güçlü kalmaya devam ediyor...** Logo Yazılım 9A24'te 318 milyon TL net kar açıkladı. Şirket, aynı dönemde 3,648 milyon TL ciro ve 1,333 milyon TL FAVÖK elde ederek yıllık bazda sırasıyla %19 ve %24 artış kaydetti. Romanya operasyonlarının toparlanması, Temmuz'daki fiyat artışları ve SaaS geçişi ciro ve FAVÖK büyümesini destekledi. Tekrar eden gelirler 9A23'te konsolide gelirlerin %67'si iken 9A24'te %70'ini oluşturdu. FAVÖK marjı yıllık bazda iyileşirken, net nakit pozisyonu bir önceki çeyreğe göre %10 arttı. Makro zorluklara rağmen 9A24'te EAS ve e-Servis segmentinde yeni müşteri kazanımı 7 bin seviyesinde gerçekleşti. Başarılı maliyet kontrolü ile faaliyet giderlerindeki büyüme enflasyonun altında gerçekleşti.

**2024 ve 2025 beklentileri...** Yönetim 2024 yıl sonu beklentilerini korudu. Yönetim, Logo TR için TMS29 sonrası ciro büyümesini %34 ve UMS29 sonrası FAVÖK büyümesini %15 olarak öngörürken, Romanya operasyonları için, Euro bazında %11 büyüme ve %24 FAVÖK marjı beklemektedir. Romanya'daki iştirakin %20 hissedarı olan Avramos Holding, 2027 yılı sonuna kadar Logo'ya toplam 15,1 milyon Euro ödeme yaparak Total Soft'taki payını 2025 yılında %20'den %30'a ve 2027 yılı sonuna kadar %30'dan %85'e olmak üzere iki aşamada artıracak. Aynı anlaşma kapsamında Logo, Total Soft'ta 9 milyon Euro tutarında sermaye artışı yapacak ve Avramos'un %20 hissesine ilişkin Logo'nun bilançosunda yükümlülük olarak sınıflandırılan 10,5 milyon Euro tutarındaki satış opsiyonu iptal edilecek. Önümüzdeki dönemde maliyet baskılarının karlılık üzerindeki etkisinin yumuşamasını bekliyoruz. Böylece karlılık marjlarında kademeli toparlanma bekliyor, şirketin enflasyon üzerinde büyümesini devam ettireceğini düşünüyoruz. Logo'nun nihai hedefleri arasında tekrarlayan gelirin payını artırırken, maliyetleri aşağı çekmek ve müşteri deneyimini artırmak öne çıkıyor. Ayrıca, dijital dönüşüm ve bulut teknolojilerine olan talebin artması, Logo Yazılım'ın büyümesine olumlu katkı sağlayacaktır.

## LOGO

*gözden geçiriliyor*

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

### Pay bilgileri

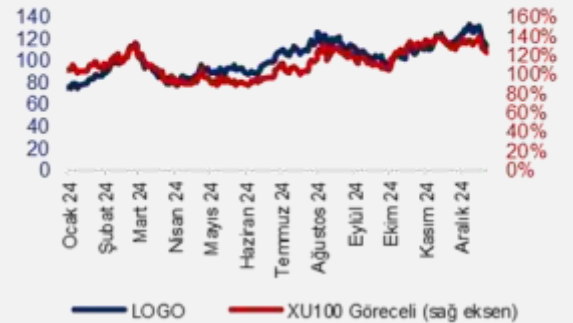
Pay Kodu	LOGO TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	116.74
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	68.6 / 132.3
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	11,090 - 316
Pay adedi (mn)	95
Halka Açıklık Oranı	%65
Pazar	Yıldız
Sektör	Teknoloji

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	1.5	1.4	2.2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	13%	57%
USD	0%	9%	32%
BIST-100'e göre performans	-5%	15%	21%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	767	2,887	2,975
FAVÖK	286	1,041	726
Net kâr	265	319	140

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	26.5x	15.1x	32.7x
F/DD	6.9x	5.6x	5.0x
FD/FAVOK	18.5x	12.9x	5.9x



## Logo Yazılım – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	433	1.055	1.046
Ticari alacaklar	334	638	1.108
Stoklar	6	14	49
Diğer dönen varlıklar	23	82	126
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>796</b>	<b>1.789</b>	<b>2.330</b>
Finansal yatırımlar	184	636	1.092
Maddi duran varlıklar	21	212	386
Maddi olmayan duran varlıklar	432	1.433	2.296
Diğer duran varlıklar	374	831	1.154
<b>Duran varlıklar</b>	<b>1.011</b>	<b>3.111</b>	<b>4.929</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>1.807</b>	<b>4.901</b>	<b>7.259</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	94	101	139
Ticari borçlar	82	237	382
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	567	1.652	2.990
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>742</b>	<b>1.989</b>	<b>3.512</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	173	317	335
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	59	148	283
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>232</b>	<b>466</b>	<b>619</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>834</b>	<b>2.446</b>	<b>3.129</b>
Ana ortaklığa ait	759	2.267	2.867
Kontrol gücü olmayan paylar	74	179	262
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>1.807</b>	<b>4.901</b>	<b>7.259</b>
Net borç	-167	-637	-571
Net işletme sermayesi	-285	-1.154	-2.089
Net işletme sermayesi (operasyonel)	258	415	775
Yatırılan sermaye	168	491	594
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%38,6	%19,4	%5,0
Net kâr	%34,5	%11,0	%4,7
Aktif devri	0,5x	0,9x	0,5x
Kaldıraç	2,1x	2,0x	2,2x
Aktif kârlılığı	%18,2	%9,5	%2,3
Yatırılan sermaye kârlılığı	%102,0	%173,4	%50,5
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%15	%9	%7
Net borç/özsermaye	-0,20	-0,26	-0,18
Net borç/FAVÖK	-0,58	-0,61	-0,79

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>767</b>	<b>2.887</b>	<b>2.975</b>
Brüt kâr	624	2.282	2.425
Faaliyet giderleri	417	1.569	2.083
Esas faaliyet kârı	207	713	342
<b>FAVÖK</b>	<b>286</b>	<b>1.041</b>	<b>726</b>
Net diğer gelir	16	119	69
Net finansman geliri	77	-433	-211
Vergi öncesi kâr	300	390	188
Vergi gideri	23	57	58
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>265</b>	<b>319</b>	<b>140</b>

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023
FAVÖK	<b>286</b>	<b>1.041</b>	<b>726</b>
Vergi gideri	16	105	105
Yatırımlar	140	495	678
İşletme sermayesi değişimi	-156	-869	-934
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>287</b>	<b>1.311</b>	<b>878</b>

Büyüme ve marjlar	2021	2022	2023
Net satışlar	%41	%277	%63
FAVÖK	%62	%264	-%30
Net kâr	%131	%20	-%56
Brüt marj	%81,4	%79,0	%81,5
Esas faaliyet kâr marjı	%27,0	%24,7	%11,5
FAVÖK marjı	%37,3	%36,1	%24,4
Net marj	%34,5	%11,0	%4,7
Serbest nakit akışı marjı	%34,5	%11,0	%4,7

Hisse başına (TL)	2021	2022	2023
Net kâr	2,65	3,19	1,40
Özsermaye	8,34	24,46	31,29
Temettü	0,30	0,90	1,50

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	26,5x	15,1x	32,7x
F/DD	6,9x	5,6x	5,0x
FD/FAVOK	18,5x	12,9x	5,9x
FD/Net satışlar	6,4x	4,9x	2,1x
Temettü verimi	%1	%2	%2
Serbest nakit akışı verimi	%7	%28	%13

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## MLP Sağlık

**MLP Sağlık, 35 hastane ve 6.300'ün üzerinde yatak kapasitesiyle Türkiye'de en büyük hastaneler grubu olarak faaliyet göstermeye devam ediyor. Geçtiğimiz hafta %48 nominal getiri ile model portföyümüzden çıkardığımız, araştırma kapsamında tutmaya devam ettiğimiz MLP Sağlık için 475,60 TL hedef fiyatıyla önerimizi AL'dan TUT'a revize ediyoruz.**

**MLP Sağlık, 2024 yılının ilk 9 ayında yurt içinde 4, yurt dışında ise 2 yeni hastane alımı ile hastane portföyünü büyümeye devam etti...** 2023 yılı sonu itibarıyla, 29 hastane ile faaliyet gösteren MLP Sağlık, 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde, yurt içinde İstanbul, Kocaeli, Ankara ve İzmir'de, yurt dışında ise Kosova ve Dubai olmak üzere toplamda 6 yeni hastane ile toplam hastane sayısını 29'dan 35'e yükseltti. Medical Park Pendik Hastanesinin JCI sertifikasyonu almasıyla toplamda JCI akreditasyonlu hastane sayısı 7'ye ulaştı. Yeni hastaneler ile birlikte, 2023 yılı sonunda 5.700 düzeyinde olan yatak kapasitesi %10 artışla 6.300'e yükseldi. 2024 yılında, MLP Sağlık'ın yeni hastane alımları ve mevcut hastanelerde bulunan atıl katların devreye alınmasıyla birlikte yatak kapasitesi artışlarına devam etmesini bekliyoruz.

**2024 yılının ilk 9 ayında, güçlü ciro büyümesi elde edildi...** 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre %26 artışla 27,6 milyar TL düzeyinde ciro yaratımı gerçekleşti. Bu dönemde, yurt içi hasta hasılatı hem hasta sayısındaki artış ve hem de ortalama fiyatlarındaki artış sayesinde %32 artışla 23,8 milyar TL düzeyinde gerçekleşirken, yatan hasta gelirleri %28, ayakta hasta gelirleri ise %36 arttı. Yabancı sağlık turizmi gelirleri ise azalan hasta sayısı ve yurt yurt içi birim fiyatlarındaki artışa kıyasla sabit seyreden USD/TL kuru nedeniyle bir önceki yılın aynı dönemine göre %7 azaldı. Diğer yan iş kolları gelirleri, üniversite hastanelerinden elde edilen yönetim danışmanlığı gelirleri sayesinde %34 artışla 745 milyon TL'ye ulaştı. 2025 yılında, cari sağlık harcamalarının GSYİH içerisindeki payının artmaya devam etmesini bekliyoruz.

**Etkin stok ve maliyet yönetimi sayesinde elde edilen güçlü FAVÖK marjının korunmasını bekliyoruz...** 2024 yılının ilk 9 ayında, malzeme giderlerinin hasılatı oranı etkin stok yönetimi sayesinde 86 baz puan azalarak %13,2'ye geriledi. Personel giderlerinin toplam hasılatı oranı ise bir önceki yılın aynı dönemine paralel gerçekleşti. Görece daha düşük hizmet giderleri nedeniyle, diğer giderlerin hasılatı oranı 249 baz puan azalarak %9,6'ya geriledi. Doktor giderlerinin toplam hasılatı oranı ise 140 baz puan artarak %25 seviyesine yükseldi. 2024 yılının ilk 9 ayında, FAVÖK marjı %25,7 düzeyinde gerçekleşirken, 2025 yılı için %25,2 düzeyinde FAVÖK marjı tahmin ediyoruz. Değerleme dönemimizde, ortalama FAVÖK marjının ise %24,6 düzeyinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

## MPARK

## TUT

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

475,60 TL  
%26

### Pay bilgileri

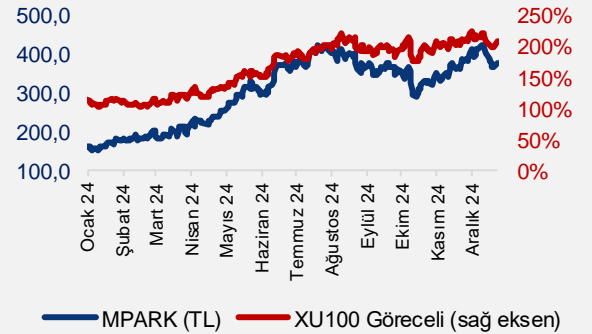
Pay Kodu	MPARK TL
Pay fiyatı (23.12.2024)	376,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	146 / 421
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	71820,6 - 2045,8
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	191 - 27%
Yabancı Takas Oranı	26,84%
Pazar	Yıldız
Sektör	Sağlık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon USD	5,0	4,9	5,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-2%	4%	132%
USD	-4%	0%	94%
BIST-100'e göre performans	-3%	6%	80%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	22.449	38.554	55.232
FAVÖK	5.784	9.916	13.891
Net kâr	4.530	4.922	6.252

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	15,9x	14,6x	11,5x
F/DD	4,2x	3,2x	2,5x
FD/FAVOK	13,2x	7,6x	5,0x



## MLP Sağlık – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	3.821	5.491	14.490
Ticari alacaklar	4.969	7.035	8.474
Stoklar	1.463	1.352	2.717
Finansal yatırımlar	0	100	100
Maddi duran varlıklar	10.660	16.252	16.233
Diğer duran varlıklar	17.693	17.670	25.313
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>38.605</b>	<b>47.899</b>	<b>67.328</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	4.161	5.245	7.514
Ticari borçlar	5.546	7.208	11.034
Uzun vadeli borçlanmalar	4.067	3.307	5.290
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	7.316	9.512	13.626
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>11.383</b>	<b>12.819</b>	<b>18.917</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>17.220</b>	<b>22.627</b>	<b>28.879</b>
Ödenmiş sermaye	208	208	208
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>38.605</b>	<b>47.899</b>	<b>67.328</b>
Net borç	4.406	3.061	-1.686
Net işletme sermayesi	885	1.178	157

## Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%33,4	%24,7	%24,3
Net kâr	%20,2	%12,8	%11,3
Aktif devri	0,7x	0,9x	1,0x
Kaldıraç	2,3x	2,2x	2,2x
Aktif karlılığı	%14,8	%11,4	%10,9
<b>Kaldıraç</b>			
Finansal borç/toplam varlıklar	%21	%18	%19
Net borç/özsermaye	0,26	0,14	-0,06
Net borç/FAVÖK	0,76	0,31	-0,12

## Hisse başına (TL)

Net kâr	23,71	25,77	32,73
Özkaynak	90,15	118,46	151,19
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>22.449</b>	<b>38.554</b>	<b>55.232</b>
Brüt kâr	6.430	10.748	15.156
Faaliyet giderleri	-2.189	-3.502	-4.718
Esas faaliyet kâr	4.241	7.246	10.439
<b>FAVÖK</b>	<b>5.784</b>	<b>9.916</b>	<b>13.891</b>
Net diğer gelir	130	104	148
Net finansman geliri	1.386	-784	-2.762
Vergi öncesi kâr	10.203	13.647	17.371
Vergi gideri	-1.077	-1.521	-1.484
<b>Net kâr</b>	<b>4.530</b>	<b>4.922</b>	<b>6.252</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	<b>5.784</b>	<b>9.916</b>	<b>13.891</b>
Vergi gideri	-281	-480	-692
Yatırımlar	-1.365	-1.851	-2.651
İşletme sermayesi değişimi	-653	292	-1.021
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>4.790</b>	<b>7.292</b>	<b>11.568</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%19	%72	%43
FAVÖK	%35	%71	%40
Net kâr	-%4	%9	%27
Brüt marj	%28,6	%27,9	%27,4
Esas faaliyet kâr marjı	%38,4	%37,0	%36,0
FAVÖK marjı	%25,8	%25,7	%25,1
Net marj	%20,2	%12,8	%11,3
Serbest nakit akışı marjı	%21,3	%18,9	%20,9

## Değerleme

F/K	15,9x	14,6x	11,5x
F/DD	4,2x	3,2x	2,5x
FD/FAVOK	13,2x	7,6x	5,0x
FD/Net satışlar	3,4x	1,9x	1,3x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0
Serbest nakit akışı verimi	%6,7	%10,2	%16,1

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Petkim

**Petkim, 9A24 döneminde 57 milyar TL satış geliri ve 127 milyon TL zarar açıkladı. Şirketin finansal sonuçlarını, mevcut operasyonlarını ve gelecek görünümünü değerlendirdik. Önümüzdeki dönemde şirketin operasyonel karlılık göstergesi olan etilen-nafta makasında toparlanma beklentimiz ve maliyet kaynaklı baskıların hafiflemesinin Petkim'in karlılığına olumlu yansımaları bekliyoruz.**

**Petrokimya sektöründe sağlam bir oyuncu...** Ülkenin tek entegre petrokimya tesisine sahip olan Petkim, 50'yi aşan petrokimyasal ürün yelpazesıyla bugün Türk sanayisinde hammadde üreticisi konumunda bulunmaktadır. Petkim'in ürettiği petrokimyasal ürünler; inşaat, tarım, otomotiv, elektrik, elektronik, ambalaj, tekstil sektörlerinin önemli girdileridir. Petkim, 2024'ün ilk dokuz ayında 127 milyon TL zarar açıklamıştır. Zayıf ürün marjları, planlı ve plansız bakımlar kaynaklı zayıf performans burada etkili olurken, FAVÖK, esas olarak negatif fiyat değişimi, stok etkisi ve miktar ile verimlilik sebebiyle gerilemiştir. Sektörde dördüncü çeyrekte gözle görülür bir toparlanma beklememekle birlikte, 2025 yılının da benzer zorlukların devam etmesini bekliyoruz. Şirketin operasyonel karlılığının göstergesi olan etilen-nafta fiyat makası zaman zaman iyileşse de, belirgin bir seyir söz konusu değil. Ancak, biten bakımların pozitif etkisi beraberinde kapasite kullanım oranı ve satışlar tarafına görece katkı sağlayacaktır.

**Operasyonlar geçen yıl ile paralel seyrediyor...** Enflasyon muhasebesi uygulanmış verilere göre 9A24'te Petkim'in satış gelirleri yıllık bazda %8 daralarak 57 milyar TL oldu. Toplam satış hacmi 461 bin ton seviyesinde gerçekleşirken, üretim hacmi geçen yılın aynı dönemine göre azalışla 522 bin ton olarak gerçekleşti. Kapasite kullanım oranları tüm gruplarda düşüş gösterdi. Operasyonel karlılık göstergesi olan etilen-nafta fiyat makası, 3Ç24'te 217 \$/ton oldu. (2Ç24: 142 \$/ton). Etilen-nafta makası 5 yıllık ortalamasına ulaşsa da Platts endeksinde gözle görülür bir iyileşme görülmedi. 3Ç24 PLATTS endeksinde, önceki çeyreğe kıyasla %1'lik azalış oldu. Şirket, üçüncü çeyrekte düşük ürün marjları ve Star Rafinerisi'ndeki bakım nedeniyle yıllık ve çeyreklik bazda daralan sonuçlar açıkladı.

**Petrokimya sektörü görünümü ve beklentiler...** Petrokimya sektöründeki durgunluk, 2024 yılı üçüncü çeyreğinde de devam etti. Küresel ölçekte artan jeopolitik gerilimler ve ekonomik belirsizlikler, sektör üzerinde baskılar oluşturdu. Rusya-Ukrayna savaşı ve Orta Doğu'daki çatışmalar, küresel enerji fiyatlarında oynaklığa neden olurken, OPEC+ Libya'daki üretim aksaklıkları sebebiyle arz artırma planını erteledi. Türkiye'de plastik işleme sektöründeki kapasite kullanım oranları düştü ve finansman maliyetlerinin yüksekliği sektördeki daralmayı derinleştirdi. Zayıf ekonomik aktivite, Çin'in ihracatçı olarak rekabeti artırması, Amerika'da ve Çin'de yeni eklenen kapasiteler ve birikmiş stok sebebiyle sektör karlılığı 2022'den beri baskı altında bulunuyor. Küresel ekonomide faiz indirimleri toparlanma beklentilerini artırsa da, etkilerinin kademeli olarak gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Petkim, geçtiğimiz günlerde yeni proses ünitelerinin kurulmasını ve mevcut aromatik kompleksinin, modernizasyonunu içeren, "Master Plan" adı verilen yeni bir projeyi gerçekleştirmeyi amaçladığını açıklamıştı. Proje detaylarını görmenin daha doğru olacağını düşünüyoruz.

## PETKM

*gözden geçiriliyor*

**12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli**

### Pay bilgileri

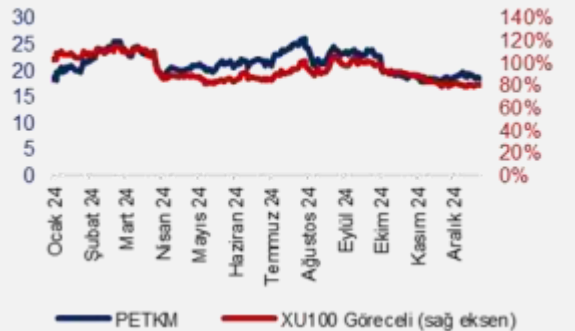
Pay Kodu	PETKM TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	18.61
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	17.1 / 26.0
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	47,165 - 1,345
Pay adedi (mn)	2534.4
Halka Açıklık Oranı	%47
Pazar	Yıldız
Sektör	Petrokimya

Ort. Günlük İşlem Hac	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	27.2	27.0	42.9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	9%	-21%	2%
USD	7%	-24%	-14%
BIST-100'e göre performans	1%	-20%	-21%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	28,716	97,857	60,441
FAVÖK	6,090	568	-2,121
Net kâr	5,452	-1,281	7,390

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	9.6x	4.5x	n.a.
F/DD	1.9x	1.9x	2.1x
FD/FAVOK	8.0x	6.7x	21.4x





## Petkim – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	3.714	23.774	5.894
Ticari alacaklar	5.107	7.802	10.252
Stoklar	3.540	7.627	8.343
Diğer dönen varlıklar	7.263	17.928	3.136
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>19.623</b>	<b>57.131</b>	<b>27.626</b>
Finansal yatırımlar	9	66	32.734
Maddi duran varlıklar	7.303	34.992	43.936
Maddi olmayan duran varlıklar	91	360	425
Diğer duran varlıklar	3.401	10.688	25.420
<b>Duran varlıklar</b>	<b>10.805</b>	<b>46.106</b>	<b>102.515</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>30.428</b>	<b>103.237</b>	<b>130.141</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	2.877	42.390	22.914
Ticari borçlar	3.836	7.262	11.218
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	943	1.787	2.214
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>7.655</b>	<b>51.439</b>	<b>36.346</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	9.224	4.938	18.513
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	830	2.321	5.466
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>10.054</b>	<b>7.260</b>	<b>23.979</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>12.719</b>	<b>44.538</b>	<b>69.816</b>
Ana ortaklığa ait	12.722	44.480	69.476
Kontrol gücü olmayan paylar	-3	58	340
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>30.428</b>	<b>103.237</b>	<b>130.141</b>
Net borç	8.387	23.555	35.533
Net işletme sermayesi	11.131	24.308	8.299
Net işletme sermayesi (operasyonel)	4.811	8.167	7.377
Yatırılan sermaye	18.525	59.660	52.660
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye karlılığı	%53,8	-%4,5	%12,9
Net kâr	%19,0	-%1,3	%12,2
Aktif devri	1,1x	1,5x	0,5x
Kaldıraç	2,5x	2,3x	2,0x
Aktif karlılığı	%21,6	-%1,9	%6,3
Yatırılan sermaye karlılığı	%30,8	-%5,8	-%9,1
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%40	%46	%32
Net borç/özsermaye	0,66	0,53	0,51
Net borç/FAVÖK	1,38	41,46	-16,75

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>28.716</b>	<b>97.857</b>	<b>60.441</b>
Brüt kâr	6.417	607	-2.328
Faaliyet giderleri	867	3.445	4.051
Esas faaliyet kârı	5.550	-2.838	-6.379
<b>FAVÖK</b>	<b>6.090</b>	<b>568</b>	<b>-2.121</b>
Net diğer gelir	1.761	4.094	8.297
Net finansman geliri	-658	-5.141	-2.565
Vergi öncesi kâr	6.652	-3.885	9.277
Vergi gideri	1.136	-2.543	1.864
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>5.452</b>	<b>-1.281</b>	<b>7.390</b>
<b>Nakit akış tablosu</b>			
FAVÖK	<b>6.090</b>	<b>568</b>	<b>-2.121</b>
Vergi gideri	947	-1.858	-1.282
Yatırımlar	1.086	7.147	2.507
İşletme sermayesi değişimi	6.281	13.177	-16.009
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-2.225</b>	<b>-17.898</b>	<b>12.662</b>
<b>Büyüme ve marjlar</b>			
Net satışlar	%137	%241	-%38
FAVÖK	%236	-%91	-%473
Net kâr	%401	-%123	-%677
Brüt marj	%22,3	%0,6	-%3,9
Esas faaliyet kâr marjı	%19,3	-%2,9	-%10,6
FAVÖK marjı	%21,2	%0,6	-%3,5
Net marj	%19,0	-%1,3	%12,2
Serbest nakit akışı marjı	%19,0	-%1,3	%12,2
<b>Hisse başına (TL)</b>			
Net kâr	2,15	-0,51	2,92
Özsermaye	5,02	17,57	27,55
Temettü	0,00	0,00	0,00
<b>Değerleme</b>			
F/K	9,6x	4,5x	n.a.
F/DD	1,9x	1,9x	2,1x
FD/FAVÖK	8,0x	6,7x	21,4x
FD/Net satışlar	1,4x	1,1x	0,7x
Temettü verimi	%0	%0	%0
Serbest nakit akışı verimi	n.a.	n.a.	%29

## Pegasus Hava Taşımacılığı

**Pegasus Hava Taşımacılığı, Türkiye'nin en genç filosu ve artan destinasyon sayısı ile yurt içinde ve dışında yolcu trafiğini artırıyor.**

**Hem yurt içi hem yurt dışı yolcu trafiğinde güçlü büyüme ve pazar kazanımı devam ediyor...** 2024 yılının ilk 11 ayında taşınan yolcu sayısı, bir önceki yıla göre %17 artışla 34,4 milyon kişi düzeyinde gerçekleşti. 2024 yılının ilk 11 aylık döneminde, yurt içinde taşınan yolcu sayısı bir önceki yıla göre %17 artışla 12,9 milyon kişi olarak gerçekleşirken, yurt dışında taşınan yolcu sayısı ise %17'lik artışla 21,5 milyon kişiye ulaştı. Bu dönemde, ASK (Arz Edilen Koltuk Kilometre) ise %15 arttı. 2025 yılında, hem yurt içinde hem yurt dışında yolcu büyümesinin devam etmesini bekliyoruz.



**Artan doluluk oranı ve genişleyen filo ile istikrarlı verimlilik artışı sağlanıyor...** Pegasus Hava Taşımacılığı, uçak başı ortalama 4,5 yaş ile Türkiye'deki en genç ve global düşük maliyetli filoya sahip konumda. 2024 yılı sonunda 118 uçak olması beklenen filonun, A321neo ve A320neo ağırlığı yüksek olması sebebiyle karlılık destekleniyor. 3Ç24 itibarıyla, A320neo ve A321neo uçaklar, Pegasus filosunun %87'sini oluşturuyor. Filoya 2029 yılına kadar en az 52 adet A321neo teslimatının daha gerçekleşmesi, 2025 yılında ise en az 9 adet A321neo'nun teslim alınması bekleniyor. 2024 yılının ilk 11 ayında, doluluk oranı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 300 baz puanı artışla %87,9 düzeyine yükseldi. Karlılık açısından AKK başına yakıt tüketimini düşüren uçaklarda doluluk oranı daha yüksek taşımacılığın 2025 yılında devam etmesini, ve bunun operasyonel karlılığı pozitif etkilemesini bekliyoruz.

## PGSUS

*gözden geçiriliyor*

**12 Aylık Hedef Fiyat**  
**Getiri Potansiyeli**

### Pay bilgileri

Pay Kodu	PGSUS TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	221,30
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	131 / 257
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	110650,0 - 3155,8
Pay adedi (mn)	500
Halka Açıklık Oranı	%43
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

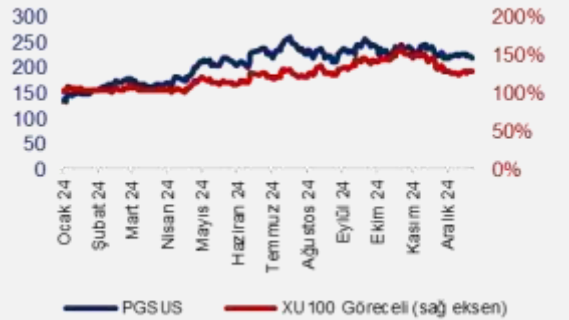
Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	70,4	54,7	59,7

### Fiyat performansı

	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	1%	-13%	67%
USD	-1%	-15%	40%
performans	-6%	-11%	28%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	10.664	42.732	70.532
Net kâr	-1.972	7.100	20.908
Net Borç	29.124	48.180	84.905

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	-4,3x	-3,6x	10,3x
FD/Net satışlar	4,8x	3,4x	2,5x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0



## Pegasus – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	7.542	12.820	34.613
Ticari alacaklar	337	1.175	1.669
Stoklar	141	502	1.075
Diğer dönen varlıklar	4.666	6.221	10.644
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>12.687</b>	<b>20.717</b>	<b>48.002</b>
Finansal yatırımlar	2.340	4.643	2.277
Maddi duran varlıklar	1.855	3.515	10.378
Maddi olmayan duran varlıklar	184	287	644
Diğer duran varlıklar	35.897	66.641	140.656
<b>Duran varlıklar</b>	<b>40.276</b>	<b>75.086</b>	<b>153.954</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>52.963</b>	<b>95.803</b>	<b>201.955</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	7.768	9.887	18.625
Ticari borçlar	1.890	3.931	6.526
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	3.021	6.943	12.033
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>12.679</b>	<b>20.760</b>	<b>37.184</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	28.898	51.113	100.894
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	4.516	5.885	9.208
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>33.414</b>	<b>56.999</b>	<b>110.102</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>6.870</b>	<b>18.045</b>	<b>54.669</b>
Ana ortaklığa ait	6.870	18.045	54.669
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>52.963</b>	<b>95.803</b>	<b>201.955</b>
Net borç	29.124	48.180	84.905
Net işletme sermayesi	233	-2.975	-5.171
Net işletme sermayesi (operasyonel)	-1.412	-2.254	-3.782
Yatırılan sermaye	2.272	826	5.851
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	-%32,2	%57,0	%57,5
Net kâr	-%18,5	%16,6	%29,6
Aktif devri	0,3x	0,6x	0,5x
Kaldıraç	6,7x	6,0x	4,1x
Aktif kârlılığı	-%4,8	%9,5	%14,0
Yatırılan sermaye kârlılığı	-%29,5	%497,5	%331,2
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%69	%64	%59
Net borç/özsermaye	4,24	2,67	1,55
Net borç/FAVÖK	12,83	3,42	3,93

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>10.664</b>	<b>42.732</b>	<b>70.532</b>
Brüt kâr	118	11.577	16.818
Faaliyet giderleri	663	1.943	2.996
Esas faaliyet kârı	-545	9.634	13.823
<b>FAVÖK</b>	<b>2.271</b>	<b>14.099</b>	<b>21.626</b>
Net diğer gelir	-36	491	608
Net finansman geliri	-1.486	-3.525	-4.336
Vergi öncesi kâr	-2.057	6.619	10.115
Vergi gideri	-84	-481	-10.793
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>-1.972</b>	<b>7.100</b>	<b>20.908</b>

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023
FAVÖK	2.271	14.099	21.626
Vergi gideri	-22	-700	-14.749
Yatırımlar	-36	-461	-266
İşletme sermayesi değişimi	1.089	-3.209	-2.195
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>1.240</b>	<b>18.470</b>	<b>38.836</b>

Büyüme ve marjlar	2021	2022	2023
Net satışlar	%122	%301	%65
FAVÖK	%372	%521	%53
Net kâr	%0	-%460	%194
Brüt marj	%1,1	%27,1	%23,8
Esas faaliyet kâr marjı	-%5,1	%22,5	%19,6
FAVÖK marjı	%21,3	%33,0	%30,7
Net marj	-%18,5	%16,6	%29,6
Serbest nakit akışı marjı	-%18,5	%16,6	%29,6

Hisse başına (TL)	2021	2022	2023
Net kâr	-3,94	14,20	41,82
Özsermaye	13,74	36,09	109,34
Temettü	0,00	0,00	0,00

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	-4,3x	-3,6x	10,3x
F/DD	1,6x	2,7x	3,2x
FD/FAVOK	64,4x	15,8x	7,6x
FD/Net satışlar	4,8x	3,4x	2,5x
Temettü verimi	%0	%0	%0
Serbest nakit akışı verimi	%15	%87	%60

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Sasa Polyester

**2025 yılında küresel elyaf üretiminin artışını sürdürmesi, 2023'te 124 milyon tona ulaşan üretimin 2030'da 160 milyon tona çıkacağı öngörüsü gelecek görünümünü destekliyor. Polyester, toplam elyaf üretimindeki %57'lik payıyla pazar liderliğini sürdüren SASA'nın, Türkiye'de yıllık 1,7 milyon ton kapasiteli PTA tesisini devreye almasıyla, ithalatı azaltarak sektöre önemli katkı sağlamasını bekliyoruz.**

**PTA Tesisi'nin açılışı şirket için ana katalizör olacaktır.** Şirket, Adana'da kurduğu yıllık 1,75 milyon ton kapasiteli PTA üretim tesisi, 1,5 milyar USD yatırımla dışa bağımlılığı azaltmayı ve polyester üretimindeki hammadde ihtiyacını karşılamayı hedefliyor. SASA'nın INVISTA teknolojisiyle çevre dostu üretim yapacak olan tesisi, 2024 yıl sonu, 2025 yıl başı aralığının faaliyete geçerek cari açığın kapanmasına katkı sağlamasını bekliyoruz. Ek olarak, tesis, INVISTA teknolojisi kullanarak enerji üretiminde oluşan gazları değerlendirerek kendi elektrik ihtiyacını karşılayacak ve geleneksel PTA tesislerine göre %65 daha az sera gazı emisyonu gerçekleştirecektir. Açılması beklenen tesisin orta-uzun vadede şirketin finansalları üzerinde pozitif etki sağlamasını bekleriz. Ayrıca faaliyete geçecek olan yeni tesisin, maliyetler üzerinde baskıyı hafifletmesi ile FAVÖK'e olumlu katkı yaratmasını öngörüyoruz. Ek olarak, ABD'nin Çin'e olası ambargo ve ek gümrük vergisi getirme olasılığında kendi hammaddesini üretecek olan Sasa için bir avantaj olacaktır.

**2025 yılında talepte toparlanma bekleniyor...** Yapılan araştırmalara göre, polyester elyaf pazarının 2025 yılında 125,01 milyar USD değerinde olacağını ve 2025-2030 döneminde %5,9'luk bir CAGR ile büyüyerek 2030'da 166,54 milyar USD'ye ulaşacağı öngörülmüyor. Özellikle Çin'de alınan teşvik kararları, dünya elyaf üretiminin %72'sini gerçekleştiren ülkenin polyester ve elyaf üreticileri için maliyet avantajı sağladı. Sasa'nın gelirlerinin %30-33'ünün suni elyaf ve polyester elyaftan oluştuğunu düşünürsek, her ne kadar PTA tesisinin faaliyete geçmesi ardından ithal hammadde bağımlılığının ortadan kalkacağı düşünülse de alınan bu teşviklerin global pazarda da maliyetleri genel anlamda azaltabileceğini öngörüyoruz.

**Talep ve fiyatlamayla beraber 2025 yılı finansallarında kademeli toparlanma öngörüyoruz..** SASA, yılın ilk 9 ayında 17.2 milyar TL net kar elde etti. Açıklanan net kar bir önceki yılın aynı dönemine göre %97 artış gösterdi. Satışlar tarafında ise, aynı dönemde azalış olsa da çeyrek bazda küresel anlamda zorlukların yaşandığı bu dönemde %1,1 artış sağladı. Operasyonel karlılık tarafında ise toparlanmaların olduğu görülüyor. Elde edilen sonuçların, önümüzdeki dönemlerde şirketin finansallarında toparlanma sinyalleri verdiğini değerlendiriyoruz.

**Riskler:** i) PTA Tesislerinin faaliyete geçmesi öngörülenden daha uzun sürmesi ii) Elyaf ve polyester talebindeki küresel toparlanmanın beklenenden daha uzun sürmesi

### SASA

*gözden geçiriliyor*

**12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli**

#### Pay bilgileri

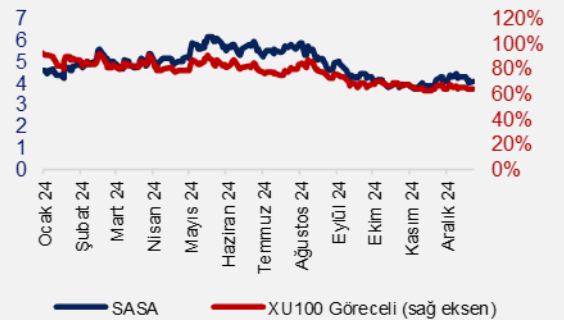
<b>Pay Kodu</b>	<b>SASA TI</b>
<b>Pay fiyatı (23 Aralık 2024)</b>	4,05
<b>Pay fiyat aralığı (52 haftalık)</b>	04 / 06
<b>Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)</b>	177453,2 - 5054,7
<b>Pay adedi (mn)</b>	43.816
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	%23
<b>Pazar</b>	Yıldız
<b>Sektör</b>	Kimyasal Endüstri

<b>Ort. Günlük İşlem Hacı</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>12 Ay</b>
mn USD	65,7	50,6	60,5

<b>Fiyat performansı</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>YBB</b>
TL	-3%	-9%	-11%
USD	-5%	-11%	-25%
BIST-100'e göre performans	-4%	-6%	-31%

<b>TL mn</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Net satışlar	14.645	61.835	46.317
FAVÖK	3.354	11.541	7.912
Net kâr	697	22.754	18.192

<b>Değerleme</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
F/K	112,6x	43,9x	16,3x
F/DD	10,8x	16,3x	13,2x
FD/FAVOK	30,0x	28,7x	29,8x



## Sasa Polyester – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	2.174	1.414	7.148
Ticari alacaklar	2.218	5.956	14.618
Stoklar	3.903	15.025	15.462
Diğer dönen varlıklar	689	1.844	1.876
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>8.984</b>	<b>24.239</b>	<b>39.105</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	8.701	51.674	113.337
Maddi olmayan duran varlıklar	4	22	486
Diğer duran varlıklar	4.505	24.039	53.301
<b>Duran varlıklar</b>	<b>13.210</b>	<b>75.735</b>	<b>167.125</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>22.194</b>	<b>99.974</b>	<b>206.229</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	3.207	27.368	31.275
Ticari borçlar	3.959	12.371	11.745
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1.986	3.709	4.820
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>9.152</b>	<b>43.449</b>	<b>47.840</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	8.792	15.722	57.489
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	88	277	11.444
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>8.880</b>	<b>16.000</b>	<b>68.933</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4.163</b>	<b>40.526</b>	<b>89.457</b>
Ana ortaklığa ait	4.163	40.526	89.457
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>22.194</b>	<b>99.974</b>	<b>206.229</b>
Net borç	9.825	41.676	81.616
Net işletme sermayesi	866	6.744	15.392
Net işletme sermayesi (operasyonel)	2.163	8.610	18.336
Yatırılan sermaye	9.571	58.440	129.216
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%19,8	%101,8	%28,0
Net kâr	%4,8	%36,8	%39,3
Aktif devri	0,9x	1,0x	0,3x
Kaldıraç	4,7x	2,7x	2,4x
Aktif kârlılığı	%4,2	%37,3	%11,9
Yatırılan sermaye kârlılığı	%31,5	%24,5	%5,7
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%54	%43	%43
Net borç/özsermaye	2,36	1,03	0,91
Net borç/FAVÖK	2,93	3,61	10,32

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>14.645</b>	<b>61.835</b>	<b>46.317</b>
Brüt kâr	3.703	12.963	8.705
Faaliyet giderleri	592	2.551	1.969
Esas faaliyet kârı	3.111	10.412	6.737
<b>FAVÖK</b>	<b>3.354</b>	<b>11.541</b>	<b>7.912</b>
Net diğer gelir	-568	-149	-725
Net finansman geliri	-3.731	1.350	-5.889
Vergi öncesi kâr	-1.188	11.613	122
Vergi gideri	-1.885	-11.141	-18.070
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>697</b>	<b>22.754</b>	<b>18.192</b>

## Nakit akış tablosu

	2021	2022	2023
<b>FAVÖK</b>	<b>3.354</b>	<b>11.541</b>	<b>7.912</b>
Vergi gideri	4.937	-9.988	-997.048
Yatırımlar	2.494	18.618	23.033
İşletme sermayesi değişimi	500	5.878	8.648
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-4.577</b>	<b>-2.968</b>	<b>973.279</b>

## Büyüme ve marjlar

	2021	2022	2023
Net satışlar	%191	%322	-%25
FAVÖK	%225	%244	-%31
Net kâr	%123	%3163	-%20
Brüt marj	%25,3	%21,0	%18,8
Esas faaliyet kâr marjı	%21,2	%16,8	%14,5
FAVÖK marjı	%22,9	%18,7	%17,1
Net marj	%4,8	%36,8	%39,3
Serbest nakit akışı marjı	%4,8	%36,8	%39,3

## Hisse başına (TL)

	2021	2022	2023
Net kâr	0,02	0,52	0,42
Özsermaye	0,10	0,92	2,04
Temettü	0,00	0,00	0,00

## Değerleme

	2021	2022	2023
F/K	112,6x	43,9x	16,3x
F/DD	10,8x	16,3x	13,2x
FD/FAVOK	30,0x	28,7x	29,8x
FD/Net satışlar	6,1x	6,7x	5,1x
Temettü verimi	%0	%0	%0
Serbest nakit akışı verimi	-%13	-%2	%374

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## ŞOK Marketler

Zorlu makroekonomik koşullar, artan maliyet baskıları ve yoğun rekabet ortamında, ŞOK 2.0 mağaza modeli ile dönüşüm hedeflenirken, bu stratejinin başarılı olabilmesi için müşteri trafiği ve sepet büyüklüğündeki artışların sürdürülebilir olması kritik önem taşıyor. Özellikle 2024 yılı dördüncü çeyrek sonuçları ve 2025'in ilk çeyreği, şirketin operasyonel dönüşüm başarısını ve geleceğe yönelik beklentileri netleştirmede belirleyici olacaktır. Şok'un, BIM'in erişilebilirliği ve Migros'un hizmet modelini harmanlaması durumunda pozitif ayrışabileceğini değerlendiriyoruz. Ancak, maliyet baskıları ve rekabet koşullarının yarattığı risklerin takip edilmesi gerekmektedir.

**Yeni şirket stratejisi ŞOK 2.0 hizmet çeşitliliği sunuyor...** Şok, 2024 yılının ilk dokuz ayında TMS29 etkisiyle toplam satış gelirlerini bir önceki yılın aynı dönemine göre %4 artırdı ancak, bu dönemde 1.656 milyon TL'lik FAVÖK zararı açıklayan şirket, operasyonel olarak beklentilerimizin altında kaldı. Azalan alım gücü, piyasada artan durgunluk ve yoğun rekabetin yanı sıra, yüksek çalışan devir hızı ve artan maliyet baskıları şirketin performansı üzerinde negatif etki yarattı. Şok Marketler 2024 yılının ilk dokuz ayında 236 yeni mağaza açılışı gerçekleştirirken, verimsiz mağazalardaki operasyonlarını durdurmuş ve toplam mağaza sayısını 10.961'e çıkarmıştır. Şirket, stratejisini mağaza sayısı artırmaktan ziyade daha büyük metrekarelere sahip, geniş ürün ve hizmet çeşitliliği sunan ŞOK 2.0 mağazaları üzerine kurmaktadır. Bu yeni model, müşteri trafiği ve sepet büyüklüğünü artırmayı hedeflemektedir. Ancak, Migros gibi güçlü rakiplerle rekabeti artırırken, Şok Marketler'in bu dönüşümde BIM'in erişilebilirliği ile Migros'un hizmet modelini birleştirebilmesi, uzun vadeli performansı için pozitif bir gelişme olabilir. .

**Riskler...** Şirket, artan enerji, personel ve lojistik maliyetleri, operasyonel marjların baskı altında kalmasına yol açabilir. Özellikle asgari ücret artışlarının 2025'te yaratacağı maliyet yükü önemli bir risk oluşturmaktadır. Sektördeki yüksek çalışan sirkülasyonu, operasyonel verimlilikte ve hizmet kalitesinde bozulmaya neden olabilir ve BIM'in fiyat odaklı stratejisi ve Migros'un hizmet çeşitliliği karşısında, Şok Marketler'in ŞOK 2.0 modeliyle rekabet gücünü sürdürülebilir kılması zorlaşabilir.

## SOKM

*gözden geçiriliyor*

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

### Pay bilgileri

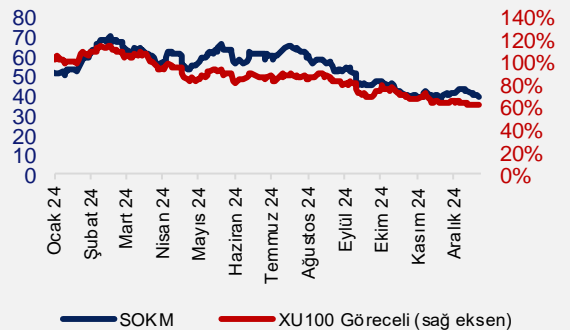
Pay Kodu	SOKM TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	39.58
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	37.7 / 70.0
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	23,482 - 669
Pay adedi (mn)	593.3
Halka Açıklık Oranı	%51
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende Ticaret

Ort. Günlük İşlem Hacn	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	8.8	9.3	13.5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	-12%	-23%
USD	-3%	-14%	-36%
BIST-100'e göre performans	-2%	-9%	-40%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	28,412	112,385	132,976
Net kâr	324	6,954	4,446
Net Borç	1,666	5,630	2,841

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	-23.6x	16.9x	4.3x
F/DD	34.8x	12.1x	6.4x
FD/FAVOK	4.1x	3.9x	5.6x



## ŞOK Marketler – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	1,344	1,416	5,723
Ticari alacaklar	100	200	191
Stoklar	2,849	15,715	24,945
Diğer dönen varlıklar	77	2,721	3,674
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>4,370</b>	<b>20,052</b>	<b>34,534</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	1,829	9,353	13,133
Maddi olmayan duran varlıklar	125	845	1,332
Diğer duran varlıklar	3,412	16,538	23,443
<b>Duran varlıklar</b>	<b>5,365</b>	<b>26,736</b>	<b>37,908</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>9,735</b>	<b>46,788</b>	<b>72,441</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	959	2,413	2,993
Ticari borçlar	5,321	18,504	26,674
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	785	1,793	3,713
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>7,066</b>	<b>22,711</b>	<b>33,381</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	2,051	4,632	5,571
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	122	1,594	6,235
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>2,173</b>	<b>6,226</b>	<b>11,806</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>496</b>	<b>17,851</b>	<b>27,255</b>
Ana ortaklığa ait	501	17,851	27,255
Kontrol gücü olmayan paylar	-5	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>9,735</b>	<b>46,788</b>	<b>72,441</b>
Net borç	1,666	5,630	2,841
Net işletme sermayesi	-3,081	-1,662	-1,577
Net işletme sermayesi (operasyonel)	-2,372	-2,590	-1,538
Yatırılan sermaye	-1,127	8,536	12,888
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%86.5	%75.8	%19.7
Net kâr	%1.1	%6.2	%3.3
Aktif devri	3.2x	4.0x	2.2x
Kaldıraç	23.3x	3.1x	2.6x
Aktif kârlılığı	%3.7	%24.6	%7.5
Yatırılan sermaye kârlılığı	-%119.1	%22.8	-%5.5
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%31	%15	%12
Net borç/özsermaye	3.36	0.32	0.10
Net borç/FAVÖK	0.64	1.12	0.74

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>28,412</b>	<b>112,385</b>	<b>132,976</b>
Brüt kâr	6,644	22,752	26,169
Faaliyet giderleri	4,856	21,697	26,905
Esas faaliyet kârı	1,788	1,055	-737
<b>FAVÖK</b>	<b>2,622</b>	<b>5,035</b>	<b>3,860</b>
Net diğer gelir	-689	-884	-198
Net finansman geliri	-799	7,076	6,832
Vergi öncesi kâr	301	7,247	5,898
Vergi gideri	-18	293	1,452
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>324</b>	<b>6,954</b>	<b>4,446</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	2021	2022	2023
FAVÖK	<b>2,622</b>	<b>5,035</b>	<b>3,860</b>
Vergi gideri	-107	43	-181
Yatırımlar	794	3,237	2,095
İşletme sermayesi değişimi	-340	1,419	85
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>2,276</b>	<b>337</b>	<b>1,861</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%33	%296	%18
FAVÖK	%25	%92	-%23
Net kâr	%19	%2044	-%36
Brüt marj	%23.4	%20.2	%19.7
Esas faaliyet kâr marjı	%6.3	%0.9	-%0.6
FAVÖK marjı	%9.2	%4.5	%2.9
Net marj	%1.1	%6.2	%3.3
Serbest nakit akışı marjı	%1.1	%6.2	%3.3

## Hisse başına (TL)

Net kâr	0.55	11.72	7.49
Özsermaye	0.84	30.09	45.94
Temettü	0.13	0.00	0.51

## Değerleme

F/K	-23.6x	16.9x	4.3x
F/DD	34.8x	12.1x	6.4x
FD/FAVOK	4.1x	3.9x	5.6x
FD/Net satışlar	0.4x	0.4x	0.2x
Temettü verimi	%1	%0	%1
Serbest nakit akışı verimi	%30	%3	%7

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Suwen Tekstil

Suwen Tekstil'i, 12 aylık 39,00 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza dahil ediyor ve %39 getiri potansiyeli ile AL tavsiyesi veriyoruz. Değerlememizde öne çıkan katalistler: i) 2028 yılına kadar 300-350 mağaza hedefi, ii) Satışlar içinde payının artmasını beklediğimiz e-ticaret operasyonları, iii) Genişleyen kitle ve geniş ürün gamı. Suwen, 2025T tahminlerimize göre 12,7x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

**Sektöründe güçlü bir oyuncu...** Kadın iç giyim sektöründe faaliyet gösteren Suwen, 2003 yılında kurulmuş ve 2007'de kendi markasıyla açtığı ilk mağazasıyla büyüme sürecinin temellerini atmıştır. Nisan 2022'de gerçekleşen halka arzıyla sermaye yapısını güçlendiren ve kurumsal görünürlüğü artırarak şirket, Türkiye kadın iç giyim, ev giyim ve plaj giyim (KİEP) sektöründe önemli bir konuma ulaşmıştır. Üretimini ağırlıklı olarak yerli imalatçılarla iş birliği yaparak gerçekleştiren Suwen, bu esnek tedarik modeli sayesinde pazara hızlı koleksiyon dönüşü sağlarken, maliyetlerini etkin bir şekilde kontrol edebilmektedir. Bu yaklaşım Suwen'e kayda değer bir rekabet avantajı kazandırmaktadır. Artan yurtiçi mağaza ağı ve güçlenen e-ticaret kanalı ile desteklenen Suwen, aynı zamanda ihracat pazarlarındaki varlığını genişleterek marka bilinirliğini uluslararası arenada artırmayı hedeflemektedir.

**Genişleyen ürün yelpazesi ve artan e-ticaret payı...** Son yıllarda ürün portföyünü istikrarlı bir şekilde genişleten ve dengeli fiyatlandırma stratejisini mağaza açılışlarıyla destekleyen Suwen, bu sayede enflasyonun üzerinde bir büyüme ivmesi yakalamıştır. Suwen, faaliyetlerine başlangıçta iç giyim odaklı bir şirket olarak giriş yapmış; ürün portföyünü stratejik olarak genişleterek ev giyim, plaj giyim, çorap ve aksesuar, ve son olarak kozmetik ve parfümeri kategorilerini bünyesine katmıştır. Bu kapsamlı ürün çeşitliliği, şirketin hedef müşteri kitlesine farklı ihtiyaçlar için çözümler sunarak pazar payını artırma potansiyeli taşımaktadır. 9A24 döneminde Suwen'in Türkiye mağazacılık satış büyümesi enflasyon muhasebesi sonrası %19, e-ticaret satış büyümesi ise %40 olmuştur. Aynı dönemde E-ticaret tarafında fatura sayısında %27, fatura başına tutarda ise %83 artış kaydedilmiştir.

**Mağaza açılışları ve satış alanı...** Suwen, geçtiğimiz yıllarda mağaza sayısını ve toplam satış alanını da hızla büyütüştür. Şirket, aynı zamanda mağaza başına düşen satış alan metrekaresini de artırmıştır. 30 Kasım itibarıyla Türkiye'de 49 ilde 175, yurtdışı pazarında ise 9 bayi, Kıbrıs'ta 2 ve Romanya'da 7 mağaza olmak üzere toplam 193 mağaza sayısına sahiptir. Şirket yurtiçinde her yıl 20 - 25 arasında mağaza açarak 5 yıl içerisinde 300 mağazaya ulaşmayı hedeflerken, yurtdışında ise 110 - 120 adete ulaşmayı planlamaktadır. Şirketin orta-uzun vadede satış ağına ve cirosunda benzer büyüme oranlarının sürdürülebileceğini düşünüyoruz. 9A24'te Suwen'in yurtiçinde brüt satış alanı 21 bin 619 metrekare olarak gerçekleşirken, mağaza başına düşen metrekare 2020'de 102 seviyesinden 2023 yılı sonunda 119'a ulaştı. Suwen'in mağaza açılışları, online kanal büyümesi ve genişleyen ürün gamı ile cazip bir yatırım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. İç piyasada artan talep koşulları ve maliyet kaynaklı baskıların gevşemesi ile Suwen'in operasyonel performansının güçlü kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

## SUWEN

## AL

12 Aylık Hedef Fiyat 39 TL  
Getiri Potansiyeli %39

### Pay bilgileri

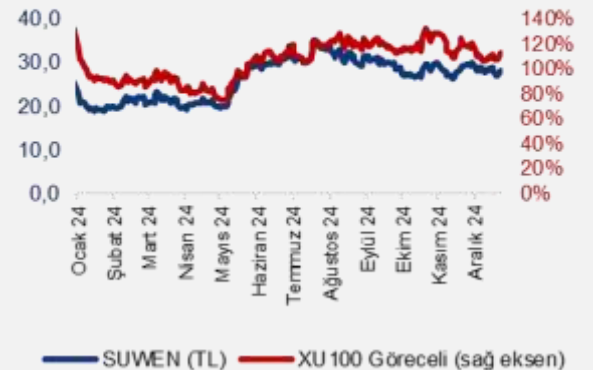
Pay Kodu	SUWEN TL
Pay fiyatı (23.12.2024)	28,10
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	19 / 35
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	6294,4 - 179,3
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	224 - 61%
Yabancı Takas Oranı	4,11%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	1,1	1,3	1,2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-4%	-5%	10%
USD	-6%	-7%	-8%
BIST-100'e göre performans	-5%	-2%	-14%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	2.504	4.662	6.233
FAVÖK	546	1.057	1.405
Net kâr	196	346	497

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	32,2x	18,2x	12,7x
F/DD	5,6x	4,5x	3,3x
FD/FAVOK	11,9x	6,5x	4,8x





**Riskler:** Önümüzdeki dönemde Suwen'in büyüme ve karlılık performansını sınırlayabilecek başlıca risk unsurları arasında, i) Tüketicilerin giyim ürünlerine yönelik iştahında azalma, ii) E-ticaret ve pazaryeri platformları arasındaki yoğun rekabet ortamı unsurları öne çıkıyor.

## Suwen Tekstil – Tablolar

Suwen Tekstil için, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) modelimize göre 2024 – 2033 dönemlerine ait nakit akımları tahminlerimiz ile 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 39,00 TL olarak hesaplıyoruz. Belirlemiş olduğumuz hedef fiyat, %39 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Projeksiyon dönemimiz için hesapladığımız ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %24 seviyesinde bulunmaktadır.

TL mn	2023	2024E	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satışlar</b>	<b>2.504</b>	<b>4.662</b>	<b>6.233</b>	<b>8.298</b>	<b>11.008</b>	<b>13.393</b>
<i>Büyüme %</i>	25%	86%	34%	33%	33%	22%
<b>FAVÖK</b>	<b>546</b>	<b>1.057</b>	<b>1.405</b>	<b>1.861</b>	<b>2.463</b>	<b>2.984</b>
<i>Büyüme %</i>	16%	93%	33%	32%	32%	21%
<i>FAVÖK Marjı %</i>	22%	23%	23%	22%	22%	22%
Vergiler	-143	-142	-164	-220	-294	-361
Yatırımlar	-135	-113	-145	-184	-233	-271
Net İşletme Sermayesi Değişimi	221	522	474	449	567	452
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>129</b>	<b>280</b>	<b>594</b>	<b>969</b>	<b>1.315</b>	<b>1.833</b>
<i>SNA Marjı %</i>	5%	6%	10%	12%	12%	14%
AOSM		23%	24%	24%	24%	24%
<b>İNA</b>		<b>227</b>	<b>389</b>	<b>513</b>	<b>561</b>	<b>628</b>

Sonsuz Büyüme Oranı	5%
Sonsuz Büyüme Değeri	21.381
<b>Sonsuz Büyüme Değeri (BD)</b>	<b>2.344</b>
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	5.110
<b>Firma Değeri</b>	<b>7.454</b>
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>6.983</b>
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>8.888</b>
Ödenmiş Sermaye	224
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>39,00</b>
Hisse Fiyatı	28,10
<b>Getiri Potansiyeli</b>	<b>39%</b>

## Suwen Tekstil – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T	Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	250	79	326	<b>Net satışlar</b>	<b>2.504</b>	<b>4.662</b>	<b>6.233</b>
Ticari alacaklar	58	95	88	Brüt kâr	1.298	2.406	3.219
Stoklar	677	1.236	1.691	Faaliyet giderleri	-1.053	-1.837	-2.450
Finansal yatırımlar	0	0	0	Esas faaliyet kâr	245	568	769
Maddi duran varlıklar	311	410	430	<b>FAVÖK</b>	<b>546</b>	<b>1.057</b>	<b>1.405</b>
Diğer duran varlıklar	694	712	726	Net diğer gelir	-13	43	51
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>1.990</b>	<b>2.531</b>	<b>3.261</b>	Net finansman geliri	102	-140	-185
Kısa vadeli borçlanmalar	248	436	552	Vergi öncesi kâr	338	488	660
Ticari borçlar	180	255	229	Vergi gideri	-143	-142	-164
Uzun vadeli borçlanmalar	225	205	274	<b>Net kâr</b>	<b>196</b>	<b>346</b>	<b>497</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	210	221	296	<b>Nakit akış tablosu</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>435</b>	<b>426</b>	<b>570</b>	FAVÖK	<b>546</b>	<b>1.057</b>	<b>1.405</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1.126</b>	<b>1.413</b>	<b>1.910</b>	Vergi gideri	-61	-142	-192
Ödenmiş sermaye	224	224	224	Yatırımlar	-135	-113	-145
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>1.990</b>	<b>2.531</b>	<b>3.261</b>	İşletme sermayesi değişimi	221	522	474
Net borç	223	563	501	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>129</b>	<b>280</b>	<b>594</b>
Net işletme sermayesi	554	1.076	1.550	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Oranlar</b>				Net satışlar	%42	%86	%34
<b>Karlılık</b>				FAVÖK	%32	%93	%33
Özkaynak kârlılığı	%21,6	%27,3	%29,9	Net kâr	-%14	%77	%44
Net kâr	%7,8	%7,4	%8,0	Brüt marj	%51,8	%51,6	%51,7
Aktif devri	1,5x	2,1x	2,2x	Esas faaliyet kâr marjı	%9,8	%12,2	%12,3
Kaldıraç	1,8x	1,8x	1,7x	FAVÖK marjı	%21,8	%22,7	%22,5
Aktif kârlılığı	%11,7	%15,3	%17,2	Net marj	%7,8	%7,4	%8,0
<b>Kaldıraç</b>				Serbest nakit akışı marjı	%5,2	%6,0	%8,9
Finansal borç/toplam varlıklar	%24	%25	%25	<b>Değerleme</b>			
Net borç/özsermaye	0,20	0,40	0,26	F/K	32,2x	18,2x	12,7x
Net borç/FAVÖK	0,41	0,53	0,36	F/DD	5,6x	4,5x	3,3x
<b>Hisse başına (TL)</b>				FD/FAVOK	11,9x	6,5x	4,8x
Net kâr	0,87	1,54	2,22	FD/Net satışlar	2,6x	1,5x	1,1x
Özkaynak	5,03	6,31	8,53	Temettü verimi	-%0,6	%0,0	%0,0
Temettü	-0,16	0,00	0,00	Serbest nakit akışı verimi	%2,0	%4,4	%8,8

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Torunlar GYO

**Torunlar GYO, güçlü varlık portföyü, karma kullanımlı projelere odaklanması ve genişleyen faaliyet alanlarıyla sektördeki konumunu güçlendirmektedir. Özellikle kentsel dönüşüm projeleri, kira gelirlerindeki ivme ve yabancı yatırımcı ilgisinin sürmesi, şirketin büyüme potansiyelini destekleyen önemli faktörler olarak öne çıkıyor.**

**Nakit fazlası yeni proje ve yatırım fırsatlarını destekliyor...**  
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO), perakende, konut, ofis ve otel yatırımlarında geniş portföyüyle öne çıkıyor. Karma kullanımlı projeler ve yüksek getirili yatırımları ile dikkat çeken şirket, İstanbul, Bursa, Antalya, Samsun ve Ankara gibi stratejik bölgelerde projelerini devam ettiriyor. 2024 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla Torunlar GYO, operasyonel gelirlerini alışveriş merkezlerinden elde edilen kira gelirlerinin toparlanmasıyla destekledi. Pandemi sonrası perakende sektöründe yaşanan canlanma, kira gelirlerini eski seviyelerine yaklaştırmış ve şirketin nakit akışını pozitif etkilemiştir. Ancak, Torun Tower gibi gayrimenkul satışlarından kaynaklanan kısa vadeli değer kayıpları, finansallar üzerinde geçici olumsuz etki yaratmıştır. Buna karşın, net borç pozisyonundaki iyileşme ve nakit fazlası elde edilmesi, şirketin finansal yapısının sağlamlığını pekiştirir nitelikte.

**Akıllı şehir ve çevreci projelere yatırımlar...** Şirketin, yenilikçi kentsel dönüşüm projeleri ile genişleyen faaliyet alanı, alışveriş merkezlerinden elde edilen kira gelirlerindeki toparlanma ve turizm ve lojistik alanındaki yatırımların çeşitlendirilmesi ile büyümeyi destekleyici unsurlar yaratması takip ettiğimiz olumlu gelişmeler arasında.

**Riskler...** i) 2025 yılında özellikle faiz indirim sürecindeki olası ecikmeler ve yüksek faiz oranlarının konut kredisi talebini olumsuz etkilemesi, makroekonomik koşullardaki bozulma gibi gelişmeler risk olarak görülebilir.

## TRGYO

*gözden geçiriliyor*

**12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli**

### Pay bilgileri

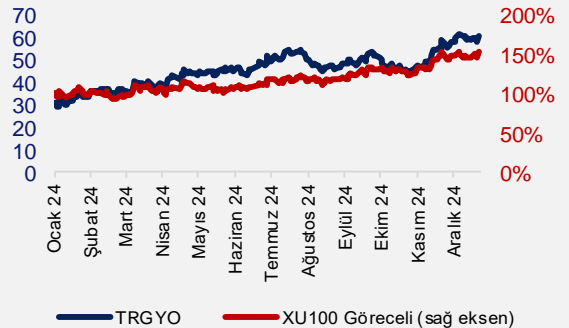
Pay Kodu	TRGYO TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	60.00
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	27.0 / 61.5
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	60,000 - 1,709
Pay adedi (mn)	1000.0
Halka Açıklık Oranı	%21
Pazar	Yıldız
Sektör	GYO

Ort. Günlük İşlem Hacn	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	2.4	2.5	3.1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	3%	12%	98%
USD	2%	9%	66%
BIST-100'e göre performans	3%	15%	53%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	1,456	5,177	4,858
Net kâr	5,746	16,883	13,320
Net Borç	4,796	5,741	404

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	9.1x	2.5x	1.5x
F/DD	0.4x	0.7x	0.7x
FD/FAVOK	12.2x	10.3x	7.1x



## Torunlar GYO – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	242	1,517	4,548
Ticari alacaklar	108	825	1,901
Stoklar	545	3,466	3,808
Diğer dönen varlıklar	210	210	482
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>1,105</b>	<b>6,019</b>	<b>10,739</b>
Finansal yatırımlar	516	1,626	3,160
Maddi duran varlıklar	33	69	65
Maddi olmayan duran varlıklar	2	2	1
Diğer duran varlıklar	18,246	60,705	95,505
<b>Duran varlıklar</b>	<b>18,796</b>	<b>62,401</b>	<b>98,732</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>19,901</b>	<b>68,420</b>	<b>109,471</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	2,460	2,978	2,256
Ticari borçlar	85	190	448
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	254	463	490
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>2,799</b>	<b>3,630</b>	<b>3,194</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	2,578	4,280	2,695
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2	1,277	5,416
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>2,581</b>	<b>5,556</b>	<b>8,111</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>14,522</b>	<b>59,234</b>	<b>98,165</b>
Ana ortaklığa ait	14,522	59,234	98,165
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>19,901</b>	<b>68,420</b>	<b>109,471</b>
Net borç	4,796	5,741	404
Net işletme sermayesi	524	3,850	5,253
Net işletme sermayesi (operasyonel)	568	4,102	5,261
Yatırılan sermaye	559	3,920	5,320
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%49.3	%45.8	%16.9
Net kâr	%394.5	%326.1	%274.2
Aktif devri	0.1x	0.1x	0.1x
Kaldıraç	1.4x	1.2x	1.1x
Aktif kârlılığı	%34.2	%38.2	%15.0
Yatırılan sermaye kârlılığı	%125.3	%115.6	%57.8
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%25	%11	%5
Net borç/özsermaye	0.33	0.10	0.00
Net borç/FAVÖK	4.42	1.76	0.12

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>1,456</b>	<b>5,177</b>	<b>4,858</b>
Brüt kâr	1,170	3,667	3,685
Faaliyet giderleri	120	430	344
Esas faaliyet kârı	1,049	3,237	3,340
<b>FAVÖK</b>	<b>1,085</b>	<b>3,260</b>	<b>3,363</b>
Net diğer gelir	5,885	10,409	8,486
Net finansman geliri	-1,332	2,890	864
Vergi öncesi kâr	5,746	16,883	13,320
Vergi gideri	0	0	0
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>5,746</b>	<b>16,883</b>	<b>13,320</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	2021	2022	2023
FAVÖK	<b>1,085</b>	<b>3,260</b>	<b>3,363</b>
Vergi gideri	0	0	0
Yatırımlar	27	1	0
İşletme sermayesi değişimi	-212	3,326	1,403
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>1,271</b>	<b>-66</b>	<b>1,959</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%32	%255	-%6
FAVÖK	%82	%200	%3
Net kâr	%1856	%194	-%21
Brüt marj	%80.3	%70.8	%75.8
Esas faaliyet kâr marjı	%72.1	%62.5	%68.8
FAVÖK marjı	%74.5	%63.0	%69.2
Net marj	%394.5	%326.1	%274.2
Serbest nakit akışı marjı	%394.5	%326.1	%274.2

## Hisse başına (TL)

Net kâr	5.75	16.88	13.32
Özsermaye	14.52	59.23	98.17
Temettü	0.00	0.00	0.20

## Değerleme

F/K	9.1x	2.5x	1.5x
F/DD	0.4x	0.7x	0.7x
FD/FAVOK	12.2x	10.3x	7.1x
FD/Net satışlar	7.2x	7.5x	4.8x
Temettü verimi	%0	%0	%1
Serbest nakit akışı verimi	%34	-%1	%9

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Türk Traktör

**Türk Traktör (TTRAK) için hedef fiyatımızı 995 TL'den 888,30 TL'ye revize ediyor ve tavsiyemizi "TUT" olarak koruyoruz. 2025 yılı tahminlerimizde TTRAK, 15,6x F/K ve 4,4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**

**Rekor yılların ardından normalleşme devam ediyor.** Şirket, 2024 yılının ilk 11 ayında 41.167 adet traktör üreterek, geçen yılın aynı dönemine göre %12,9'luk bir düşüş kaydetti. Aynı dönemde toplam traktör satışları ise %13,7 azaldı. Yılın son ayındaki verilerle birlikte 2024 yılını 44.650 adet üretimle kapatması, bunun da bir önceki yıla göre %13,7'lik bir düşüşe işaret edeceğini hesaplıyoruz. Toplam satışların ise 44.140 adede ulaşarak, geçen yılın aynı dönemine kıyasla %13,3 azalışla yılı tamamlamasını öngörüyoruz. 2025 yılında, faiz indirim döngüsünün başlamasıyla talepte bir miktar iyileşmenin yaşanacağını ancak, Türkiye Traktör pazarında daralmanın yılın ilk yarısında devam edeceğini öngörüyoruz.

**2025'te Türkiye traktör pazarındaki toparlanmanın yavaş olmasını bekliyoruz.** 2025'te Türkiye traktör pazarının %3 daralacağını, şirketin yurt içi satışlarının %3 azalacağını ve ihracat hacminin ise %1 artacağını tahmin ediyoruz. Tarımsal girdi maliyetlerindeki yükseliş ve yüksek faiz oranları, krediye erişimi zorlaştırarak talep üzerinde baskı yaratırken, 2024'te alım gücündeki gerileme ve sıkı para politikası bu etkileri daha da derinleştirdi. Ziraat Bankası'nın %24,6 faiz oranıyla sunduğu sübvans traktör kredisi, piyasa faizlerine kıyasla cazip kalmasına rağmen, 2023'te %69 olan Türk Traktör satışlarındaki payı, 2024'ün ilk dokuz ayında %23'e gerileyerek bankanın kredi verme konusunda daha seçici bir tutum sergilediğini ortaya koyuyor. 2025 yılının ilk yarısında çiftçilerin uygun kredilere erişiminin sınırlı olacağını ancak, yılın ikinci yarısından itibaren talebin kademeli iyileşmesini bekliyoruz. Tarım ve Orman Bakanlığı'nın yeni destekleme modeliyle ÇKS'ye kayıtlı üreticilere stratejik ürünler ve münavebeye uygun üretim teşvikleri sağlanarak planlı üretim ve milli tohum kullanımına destek verilecek.

**İhracat pazarlarında faiz indirim döngüsünün başlaması ile adetlerde kademeli artışlar gerçekleşebilir.** TTRAK, toplam ihracatının %80'ini Kuzey Amerika ve Avrupa ülkelerine gerçekleştirmekte olup, bu pazarlarda 2024 yılında uygulanan sıkı para politikalarının talepte daralmaya yol açtığı görüldü. Yılın ilk 11 ayında, şirketin ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine göre %23,2 azalarak 12.002 adede geriledi. Yılın son ayındaki satışlarla birlikte 2024 yılını 12.550 adet ihracatla tamamlamasını hesaplıyoruz. Ancak, bu pazarlarda para politikalarının gevşemesi durumunda, 2025'te şirketin ihracat adetlerinde kademeli bir iyileşme öngörmekteyiz.

**Riskler:** i) Talepte canlılığının beklenenden uzun sürmesi ii) tarımsal girdi fiyatlarının iyileşmesinin beklenen hızda gerçekleşmemesi

## TTRAK

## TUT

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

888,30 TL  
%28

### Pay bilgileri

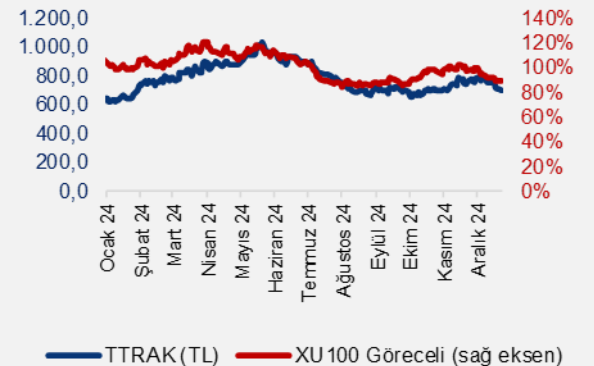
Pay Kodu	TTRAK TI
Pay fiyatı (23.12.2024)	693,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	599 / 1.025
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	69.396 - 1.977
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	100 - 24%
Yabancı Takas Oranı	23,28%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	5,7	6,1	8,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-7%	-1%	8%
USD	-9%	-4%	-10%
BIST-100'e göre performans	-8%	2%	-16%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	56.739	65.916	85.980
FAVÖK	12.829	12.068	11.105
Net kâr	9.064	6.536	4.451

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	7,7x	10,6x	15,6x
F/DD	3,3x	3,1x	3,0x
FD/FAVOK	4,2x	5,3x	4,4x



## Türk Traktör – Özet Tablolar

Bilanço	2023	2024T	2025T	Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	16.753	6.426	22.640	<b>Net satışlar</b>	<b>56.739</b>	<b>65.916</b>	<b>85.980</b>
Ticari alacaklar	3.282	6.553	6.413	Brüt kâr	15.140	14.979	13.856
Stoklar	11.814	13.491	7.904	Faaliyet giderleri	-368	-1.292	-3.059
Finansal yatırımlar	114	27	30	Esas faaliyet kân	14.772	13.688	10.798
Maddi duran varlıklar	9.383	10.979	6.974	<b>FAVÖK</b>	<b>12.829</b>	<b>12.068</b>	<b>11.105</b>
Diğer duran varlıklar	2.749	3.339	3.673	Net diğer gelir	-706	-1.130	-1.522
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>40.816</b>	<b>47.634</b>	<b>51.960</b>	Net finansman geliri	813	-370	-1.045
Kısa vadeli borçlanmalar	470	470	470	Vergi öncesi kâr	11.791	8.713	6.194
Ticari borçlar	11.929	9.666	14.602	Vergi gideri	-2.726	-2.177	-1.743
Uzun vadeli borçlanmalar	1.109	1.109	1.863	<b>Net kâr</b>	<b>9.064</b>	<b>6.536</b>	<b>4.451</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3.382	1.904	1.923	<b>Nakit akış tablosu</b>			
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>3.014</b>	<b>3.787</b>	<b>3.899</b>	FAVÖK	<b>12.829</b>	<b>12.068</b>	<b>11.105</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>20.920</b>	<b>22.335</b>	<b>22.865</b>	Vergi gideri	-932	-2.548	-2.181
Ödenmiş sermaye	100	100	100	Yatırımlar	-1.726	-3.246	-3.267
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>40.816</b>	<b>47.634</b>	<b>51.960</b>	İşletme sermayesi değişimi	1.487	7.210	-10.663
Net borç	-15.175	-4.847	-20.307	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>8.684</b>	<b>-937</b>	<b>16.319</b>
Net işletme sermayesi	3.168	10.378	-285	<b>Büyüme ve marjlar</b>			
<b>Oranlar</b>				Net satışlar	%37	%16	%30
<b>Karlılık</b>				FAVÖK	%161	-%6	-%8
Özkaynak kârlılığı	%60,1	%30,2	%19,7	Net kâr	%110	-%28	-%32
Net kâr	%16,0	%9,9	%5,2	Brüt marj	%26,7	%22,7	%16,1
Aktif devri	1,6x	1,6x	1,9x	Esas faaliyet kâr marjı	%21,2	%15,5	%10,1
Kaldıraç	2,3x	2,0x	2,0x	FAVÖK marjı	%22,6	%18,3	%12,9
Aktif kârlılığı	%25,9	%15,4	%10,1	Net marj	%16,0	%9,9	%5,2
<b>Kaldıraç</b>				Serbest nakit akışı marjı	%15,3	-%1,4	%19,0
Finansal borç/toplam varlıklar	%4	%4	%5	<b>Değerleme</b>			
Net borç/özsermaye	-0,73	-0,22	-0,89	F/K	7,7x	10,6x	15,6x
Net borç/FAVÖK	-1,18	-0,40	-1,83	F/DD	3,3x	3,1x	3,0x
<b>Hisse başına (TL)</b>				FD/FAVOK	4,2x	5,3x	4,4x
Net kâr	90,58	65,31	44,48	FD/Net satışlar	1,0x	1,0x	0,6x
Özkaynak	209,06	223,20	228,50	Temettü verimi	-%4,5	-%9,1	-%5,7
Temettü	-31,43	-63,41	-39,19	Serbest nakit akışı verimi	%12,5	-%1,4	%23,5

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Ülker Bisküvi Sanayi

2025 yılı için ürün fiyat güncellemelerinin FAVÖK marjlarını desteklemesi beklemekle birlikte, uygulamada karşılaşılabilecek zorluklar ve rekabet dinamikleri yakından izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. 2024'ün 4. çeyrek sonuçları ve 2025'in ilk çeyreği, Ülker'in gelecek dönem performansı ve sektördeki rekabete göre konumlanma açısından önemli görüyoruz. Bu dönemdeki performans, şirketin büyüme görünümünü ve marjlarını ne ölçüde toparlayabileceğini daha net ortaya koyacaktır.

**Doğru maliyet yönetimine rağmen fiyatı baskılayıcı etkenler sürüyor...** Ülker, 2024 yılında Türkiye pazarındaki güçlü performansı ve uluslararası pazarlardaki çeşitlendirilmiş operasyonlarıyla dikkat çekmekte. Ancak, bölgesel bazda gelir ve kârlılıkta dalgalanmalar yaşanmıştır. Türkiye'de ciro %7, FAVÖK %5 oranında artış gösterirken, uluslararası pazarlarda ciro ve FAVÖK oranlarında düşüşler kaydedilmiştir. Özellikle, Kuzey Afrika'da ciro ve FAVÖK'teki güçlü artışlar (%60 ve %55) pozitif bir tablo çizerken, Orta Asya ve Türkiye ihracatında yaşanan düşüşler zayıf noktalar olarak öne çıkmıştır. Şirketin, artan kakao fiyatları, ekonomik yavaşlama ve yerel pazardaki daralma gibi maliyet baskılarını hedge işlemleriyle yönetmeye çalıştığı görülmektedir. Kakao, palm yağı ve kuruyemişte %95'e varan hedge işlemleri, Ülker'in maliyetleri kontrol altına almak için aldığı proaktif önlemler arasında yer almaktadır. Ancak, şeker hariç hammaddelerde sağlanan bu koruma, artan girdi maliyetlerinin etkisini tamamen ortadan kaldıramadı. 2024 yıl sonu itibarıyla hedeflenen %18.5 FAVÖK marjı %18.2 olarak revize edilmiş, net satış beklentisi ise 85 milyar TL'den 80 milyar TL'ye düşürülmüştür. Şirketin geniş ürün portföyü, artan maliyetlerin marjlar üzerindeki olumsuz etkisini bir nebze dengelemiş, özellikle yeni ürünlerin Türkiye'de %13, uluslararası pazarlarda %7 ve toplamda %10 ciro katkısı sağlaması bu çeşitliliğin önemini ortaya koymuştur. Bununla birlikte, Türkiye'deki güçlü TL'nin ihracat üzerindeki negatif etkisi ve Kazakistan'da devlet desteğinin sona ermesinin satışlara olumsuz yansımaları, uluslararası operasyonlardaki zorlukları artırmaktadır.

**Olumlu ve Olumsuz Yönler...** Geniş ürün portföyü ve yeni ürünlerden gelen ciro katkısı, Kuzey Afrika'da devam eden güçlü performans, hammaddelerde yüksek hedge oranlarıyla maliyet baskılarının azaltılmaya çalışılması ve uzun vadeli kontratlarda 2025 fiyat güncellemeleriyle EBITDA marjında iyileşme beklentisi olumlu olarak, ekonomik yavaşlamanın maliyetleri artırıcı etkisi, Türkiye ihracatında güçlü TL'nin oluşturduğu baskı, Orta Asya ve Kazakistan gibi bölgelerde azalan talep ve Avrupa'da rekabetin etkilerini ise olumsuz olarak değerlendiriyoruz.

**Riskler...** Ülker, maliyet baskılarına ve yerel pazardaki daralmaya rağmen çeşitlendirilmiş operasyonları ve ürün portföyüyle zorlukları yönetmeye çalışmakta, ancak, 2024 yıl sonu hedeflerinde yapılan aşağı yönlü revizyonlar ve uluslararası pazarlardaki zayıflıklar, şirketin performansındaki belirsizlikleri artırmaktadır.

## ULKER

*gözden geçiriliyor*

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

### Pay bilgileri

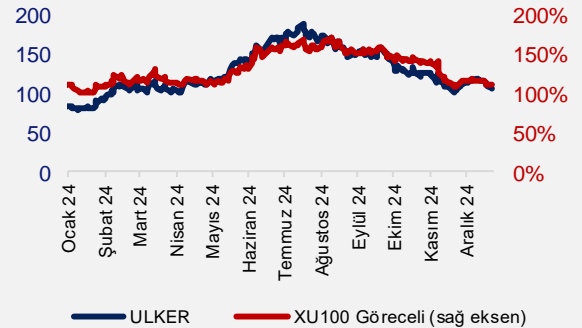
Pay Kodu	ULKER TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	105.80
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	72.8 / 187.3
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	39,069 - 1,113
Pay adedi (mn)	369.3
Halka Açıklık Oranı	%39
Pazar	Yıldız
Sektör	Gıda, İçecek ve Tütün

Ort. Günlük İşlem Hacm	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	21.3	18.1	23.3

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	-30%	29%
USD	1%	-32%	8%
BIST-100'e göre performans	2%	-28%	0%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	12,537	51,981	55,836
Net kâr	-464	985	3,379
Net Borç	8,757	23,538	25,680

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	6.1x	-3.4x	5.9x
F/DD	1.4x	2.6x	3.1x
FD/FAVOK	5.1x	5.6x	4.2x



## Ülker Bisküvi Sanayi – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	9,420	15,596	15,843
Ticari alacaklar	4,688	12,174	16,394
Stoklar	3,218	8,516	11,400
Diğer dönen varlıklar	1,439	5,487	6,613
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>18,765</b>	<b>41,773</b>	<b>50,251</b>
Finansal yatırımlar	1,878	4,428	5,448
Maddi duran varlıklar	3,641	14,703	22,110
Maddi olmayan duran varlıklar	651	1,480	1,929
Diğer duran varlıklar	1,308	3,765	3,938
<b>Duran varlıklar</b>	<b>7,479</b>	<b>24,376</b>	<b>33,425</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>26,244</b>	<b>66,149</b>	<b>83,676</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	2,863	18,787	7,419
Ticari borçlar	2,270	6,857	10,373
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,001	2,183	3,195
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>6,134</b>	<b>27,826</b>	<b>20,987</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	15,314	20,348	34,104
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	482	2,332	1,681
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>15,796</b>	<b>22,680</b>	<b>35,786</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4,314</b>	<b>15,643</b>	<b>26,903</b>
Ana ortaklığa ait	2,987	12,036	24,416
Kontrol gücü olmayan paylar	1,327	3,607	2,487
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>26,244</b>	<b>66,149</b>	<b>83,676</b>
Net borç	8,757	23,538	25,680
Net işletme sermayesi	6,074	17,138	20,840
Net işletme sermayesi (operasyonel)	5,636	13,834	17,421
Yatırılan sermaye	10,366	33,321	44,879
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	-%8.3	%9.9	%15.9
Net kâr	-%3.7	%1.9	%6.1
Aktif devri	0.5x	1.1x	0.7x
Kaldıraç	4.1x	4.6x	3.5x
Aktif kârlılığı	-%2.0	%2.1	%4.5
Yatırılan sermaye kârlılığı	%17.7	%20.3	%19.3
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%69	%59	%50
Net borç/özsermaye	2.03	1.50	0.95
Net borç/FAVÖK	3.76	3.51	2.42

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>12,537</b>	<b>51,981</b>	<b>55,836</b>
Brüt kâr	3,612	11,328	16,177
Faaliyet giderleri	1,514	5,793	6,760
Esas faaliyet kârı	2,098	5,535	9,416
<b>FAVÖK</b>	<b>2,328</b>	<b>6,703</b>	<b>10,601</b>
Net diğer gelir	6,297	6,087	8,781
Net finansman geliri	-8,466	-10,249	-13,421
Vergi öncesi kâr	-71	1,373	4,777
Vergi gideri	92	-57	554
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>-464</b>	<b>985</b>	<b>3,379</b>

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023
<b>FAVÖK</b>	<b>2,328</b>	<b>6,703</b>	<b>10,601</b>
Vergi gideri	-2,734	-228	1,093
Yatırımlar	465	1,146	1,111
İşletme sermayesi değişimi	656	11,064	3,702
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>3,941</b>	<b>-5,279</b>	<b>4,695</b>

Büyüme ve marjlar	2021	2022	2023
Net satışlar	%29	%315	%7
FAVÖK	%21	%188	%58
Net kâr	-%143	-%312	%243
Brüt marj	%28.8	%21.8	%29.0
Esas faaliyet kâr marjı	%16.7	%10.6	%16.9
FAVÖK marjı	%18.6	%12.9	%19.0
Net marj	-%3.7	%1.9	%6.1
Serbest nakit akışı marjı	-%3.7	%1.9	%6.1

Hisse başına (TL)	2021	2022	2023
Net kâr	-1.26	2.67	9.15
Özsermaye	11.68	42.36	72.85
Temettü	0.75	0.00	0.00

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	6.1x	-3.4x	5.9x
F/DD	1.4x	2.6x	3.1x
FD/FAVOK	5.1x	5.6x	4.2x
FD/Net satışlar	1.0x	1.1x	0.7x
Temettü verimi	%4	%0	%0
Serbest nakit akışı verimi	%55	-%77	%25

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.



## Vestel Beyaz Eşya

İç piyasada enflasyonist baskılar talep üzerinde negatif etki yaratmaya devam ediyor. Yüksek baz etkisiyle birlikte, alım gücündeki düşüş, sıkı para politikasının bir süre daha etkisini göstermesi ve taksit sınırlamaları nedeniyle iç talebin 2025'in ilk yarısına kadar zayıf kalacağını öngörüyoruz. İhracat tarafında ise faiz indirimlerinin başlaması ile birlikte toparlanmanın ivme kazanacağını düşünmekteyiz.

**2025 yılının ilk yarısından itibaren talepte iyileşmeler bekliyoruz.** Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği'nin verilerine göre, 6 ana ürün grubunu kapsayan yurt içi toptan beyaz eşya satışlarında, sıkılaştan finansal koşullarla birlikte yılın ikinci çeyreğinde başlayan daralma üçüncü çeyrekte de devam ederken, sektör toplam satışı %9 oranında düşüş kaydetti (3Ç23: %18 büyüme). Bu gelişmeler sonucunda, yılın ilk dokuz ayında toptan satış büyümesi %4 olarak gerçekleşti. Küresel çapta faiz indirimlerinin yanı sıra, Merkez Bankası'nın Kasım ayı karar metninde Aralık ayından itibaren faiz indirimine işaret etmesi, zorluklarla mücadele eden beyaz eşya sektörüne önemli bir destek sağlayacak gibi görünüyor. Ayrıca, 2025 yılında Türk hisse senedi piyasasında beklenen risk primi iyileşmeleri, sektörün toparlanması ve büyümesi adına kritik bir başka katalizör olarak değerlendiriliyoruz. Dezenflasyonist ortamda hane halkı tarafında talebin kademeli artacağını ve beyaz eşya yenileme döngüsünün hızlanacağını düşünüyoruz. Hasılatının %70'ini ihracat kanalından elde eden VESBE, özellikle ana ihracat pazarı olan Avrupa-İngiltere pazarının erken faiz indirimlerine başlamasıyla birlikte bu pazarlarda beyaz eşya talebinin artmasını ve Vestel Beyaz Eşya'nın buradaki pozitif etkiden yararlanmasını bekliyoruz.

**Zayıf 9A24 finansalları ardından 2025 yılında toparlanma beklentisi...** Şirket yılın ilk dokuz ayında 311 milyon TL net kar elde etti. Yılın son çeyreğinde faiz ortamının devam etmesi nedeniyle finansman giderlindeki artış net kar üzerinde baskı unsuru olmaya devam edecektir. Operasyonel karlılık tarafında ise, aynı dönemde elde edilen hammadde ve lojistik maliyetlerindeki artış, operasyonel kârlılık üzerinde baskı unsuru oldu. Gelecek dönemlerde makro gelişmelere paralel olarak operasyonel karlılık tarafında toparlanmanın yaşanacağını, maliyetlerde ise kademeli düşüşün devamını bekliyoruz. Bu gelişmelerin şirketin 2025 finansallarına kademeli olarak olumlu yansıtacağını öngörüyoruz.

**Riskler:** i) Küresel çapta talepteki toparlanmanın beklenenden uzun sürmesi ii) Kar marjlarındaki baskıdaki iyileşmenin uzun sürmesi ve küresel pazarda artan rekabet

**Avantajlar:** i) Beyaz eşya değişim döngüsünün ivme kazanması ii) yeşil teknoloji (çevre dostu ürünlere) artan talep ii) Avrupa pazarında ve Orta Doğu beyaz eşya pazarında büyüme trendleri

## VESBE

*gözden geçiriliyor*

12 Aylık Hedef Fiyat  
Getiri Potansiyeli

### Pay bilgileri

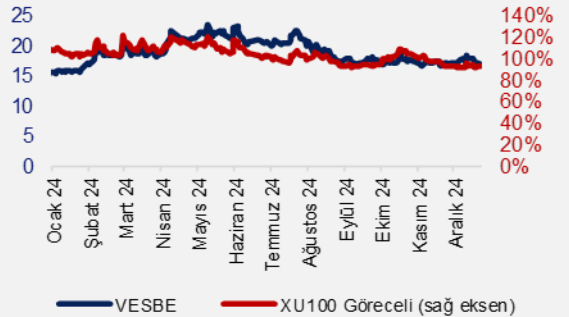
Pay Kodu	VESBE TI
Pay fiyatı (23 Aralık 2024)	16,93
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	15 / 23
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	27088,0 - 771,6
Pay adedi (mn)	1.600
Halka Açıklık Oranı	%19
Pazar	Yıldız
Sektör	Beyaz Eşya

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	3,6	2,4	3,4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	-4%	9%
USD	-2%	-6%	-8%
BIST-100'e göre performans	-1%	-1%	-15%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	16.178	59.583	61.070
FAVÖK	2.488	2.879	7.896
Net kâr	1.519	212	4.724

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	6,8x	8,3x	31,7x
F/DD	2,8x	2,9x	2,9x
FD/FAVOK	5,5x	5,9x	7,2x



## Vestel Beyaz Eşya – Özet Tablolar

Bilanço	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	113	1.020	1.003
Ticari alacaklar	5.154	14.223	18.874
Stoklar	2.649	7.604	9.830
Diğer dönen varlıklar	2.205	5.500	6.290
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>10.121</b>	<b>28.347</b>	<b>35.997</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	3.275	15.191	29.320
Maddi olmayan duran varlıklar	272	1.045	1.875
Diğer duran varlıklar	522	1.207	1.981
<b>Duran varlıklar</b>	<b>4.069</b>	<b>17.444</b>	<b>33.175</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>14.189</b>	<b>45.790</b>	<b>69.172</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	935	10.118	4.486
Ticari borçlar	5.843	17.512	23.264
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1.784	2.735	6.502
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>8.562</b>	<b>30.365</b>	<b>34.252</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	399	127	2.176
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	335	1.744	3.411
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>735</b>	<b>1.871</b>	<b>5.588</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4.893</b>	<b>13.554</b>	<b>29.332</b>
Ana ortaklığa ait	4.893	13.554	29.332
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>14.189</b>	<b>45.790</b>	<b>69.172</b>
Net borç	1.222	9.225	5.659
Net işletme sermayesi	2.381	7.080	5.227
Net işletme sermayesi (operasyonel)	1.960	4.315	5.440
Yatırılan sermaye	5.928	23.316	36.422
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye kârlılığı	%36,8	%2,3	%22,0
Net kâr	%9,4	%0,4	%7,7
Aktif devri	1,4x	2,0x	1,1x
Kaldıraç	2,7x	3,3x	2,7x
Aktif kârlılığı	%13,5	%0,7	%8,2
Yatırılan sermaye kârlılığı	%32,0	%4,9	%15,9
<b>Kaldıraç</b>			
Net borç/toplam varlıklar	%9	%22	%10
Net borç/özsermaye	0,25	0,68	0,19
Net borç/FAVÖK	0,49	3,20	0,72

Gelir tablosu	2021	2022	2023
<b>Net satışlar</b>	<b>16.178</b>	<b>59.583</b>	<b>61.070</b>
Brüt kâr	2.565	5.801	9.975
Faaliyet giderleri	461	4.907	4.035
Esas faaliyet kârı	2.104	895	5.940
<b>FAVÖK</b>	<b>2.488</b>	<b>2.879</b>	<b>7.896</b>
Net diğer gelir	-257	-2.346	-3.249
Net finansman geliri	-630	1.918	2.809
Vergi öncesi kâr	1.217	466	5.501
Vergi gideri	-302	254	776
<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>1.519</b>	<b>212</b>	<b>4.724</b>

## Nakit akış tablosu

Nakit akış tablosu	2021	2022	2023
FAVÖK	2.488	2.879	7.896
Vergi gideri	-522	488	838
Yatırımlar	728	6.226	4.036
İşletme sermayesi değişimi	206	4.699	-1.853
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>2.076</b>	<b>-8.534</b>	<b>4.874</b>

## Büyüme ve marjlar

Büyüme ve marjlar	2021	2022	2023
Net satışlar	%72	%268	%2
FAVÖK	%36	%16	%174
Net kâr	%14	-%86	%2131
Brüt marj	%15,9	%9,7	%16,3
Esas faaliyet kâr marjı	%13,0	%1,5	%9,7
FAVÖK marjı	%15,4	%4,8	%12,9
Net marj	%9,4	%0,4	%7,7
Serbest nakit akışı marjı	%9,4	%0,4	%7,7

## Hisse başına (TL)

Hisse başına (TL)	2021	2022	2023
Net kâr	0,95	0,13	2,95
Özsermaye	3,06	8,47	18,33
Temettü	0,50	0,44	0,22

## Değerleme

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	6,8x	8,3x	31,7x
F/DD	2,8x	2,9x	2,9x
FD/FAVOK	5,5x	5,9x	7,2x
FD/Net satışlar	1,0x	0,9x	0,4x
Temettü verimi	%8	%5	%2
Serbest nakit akışı verimi	%21	-%58	%22

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## --- Tacirler Yatırım Araştırma Takip Listesi ---

24.12.2024

Bankalar	Şirket Adı	Son Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	H. Açıklık Oranı (%)	Ort Hacim (3ay, mnTL)
AKBNK	Akbank	59.30	78.50	32%	TUT	308,360	8,784	52%	4,404
YKBNK	Yapı Kredi Bankası	28.24	42.80	52%	AL	238,545	6,795	39%	5,394
GARAN	Garanti Bankası	125.40	147.90	18%	TUT	526,680	15,002	14%	2,641
ISCTR	İş Bankası	12.85	19.80	54%	AL	321,250	9,151	31%	5,472
TSKB	T.S.K.B.	12.01	16.80	40%	AL	33,628	958	39%	270
HALKB	Halk Bankası	16.07	18.10	13%	TUT	115,459	3,289	9%	682
VAKBN	T. Vakıflar Bankası	22.70	26.20	15%	TUT	225,091	6,412	6%	624
ALBRK	Albaraka Türk	6.12	8.50	39%	AL	15,300	436	38%	69
SKBNK	Şekerbank	4.74	6.10	29%	TUT	11,850	338	48%	291
Holdingleler	Şirket Adı	Son Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	H. Açıklık Oranı (%)	Ort Hacim (3ay, mnTL)
KCHOL	Koç Holding	180.50	gözden geçiriliyor	-	-	457,730	13,038	22%	3,007
SAHOL	Sabancı Holding	92.00	gözden geçiriliyor	-	-	193,235	5,504	51%	1,629
DOHOL	Doğan Holding	15.25	gözden geçiriliyor	-	-	39,909	1,137	36%	336
TKFEN	Tekfen Holding	71.15	gözden geçiriliyor	-	-	26,326	750	48%	444
Telekomünikasyon	Şirket Adı	Son Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	H. Açıklık Oranı (%)	Ort Hacim (3ay, mnTL)
TCELL	Turkcell	90.70	156.30	72%	AL	199,540	5,684	54%	2,014
TTKOM	Türk Telekom	44.24	gözden geçiriliyor	-	-	154,840	4,411	13%	894
Otomotiv	Şirket Adı	Son Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	H. Açıklık Oranı (%)	Ort Hacim (3ay, mnTL)
FROTO	Ford Otosan	930.50	1412.00	52%	AL	326,522	9,301	18%	1,094
DOAS	Doğuş Otomotiv	193.70	253.00	31%	TUT	42,614	1,214	39%	325
TRAK	Türk Traktör	693.50	888.30	28%	TUT	69,396	1,977	24%	206
TOASO	Tofaş Otomobil F.	190.70	gözden geçiriliyor	-	-	95,350	2,716	24%	893
KARSN	Karsan Otomotiv	12.22	gözden geçiriliyor	-	-	10,998	313	39%	415
Havacılık	Şirket Adı	Son Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	H. Açıklık Oranı (%)	Ort Hacim (3ay, mnTL)
THYAO	Türk Hava Yolları	286.00	428.00	50%	AL	394,680	11,242	50%	7,246
PGSUS	Pegasus Hava Taşımacı	217.30	gözden geçiriliyor	-	-	108,650	3,095	43%	1,855
TAVHL	Tav Havalimanları	281.50	396.00	41%	AL	102,264	2,913	48%	464
Perakende	Şirket Adı	Son Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	H. Açıklık Oranı (%)	Ort Hacim (3ay, mnTL)
MGROS	Migros	487.50	705.00	45%	AL	88,264	2,514	51%	789
BIMAS	Bim Birleşik Mağazaları	491.00	693.00	41%	AL	298,135	8,492	60%	2,416
SOKM	Şok Marketler T.	39.58	gözden geçiriliyor	-	-	23,482	669	51%	312
Diğer	Şirket Adı	Son Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	H. Açıklık Oranı (%)	Ort Hacim (3ay, mnTL)
AEFES	Anadolu Efes	229.50	gözden geçiriliyor	-	-	135,888	3,871	32%	749
ARCLK	Arçelik	139.40	206.60	48%	AL	94,197	2,683	15%	274
ASELS	Aselsan	72.05	gözden geçiriliyor	-	-	328,548	9,359	26%	2,051
AYGAZ	Aygaz	162.50	gözden geçiriliyor	-	-	35,718	1,017	24%	58
BRISA	Brisa	86.00	gözden geçiriliyor	-	-	26,240	747	10%	30
CCOLA	Coca Cola İçecek	58.75	84.00	43%	AL	164,387	4,683	25%	483
DESA	Desa	20.40	32.00	57%	AL	4,998	142	22%	15
EKGYO	Emlak GYO	12.86	gözden geçiriliyor	-	-	48,868	1,392	51%	2,247
LIDFA	Lider Faktoring	3.05	3.70	21%	TUT	1,703	49	41%	25
LOGO	Logo	112.60	gözden geçiriliyor	-	-	10,697	305	64%	49
MAVI	Mavi Giyim	82.30	147.00	79%	AL	32,694	931	73%	329
MPARK	MLP Sağlık Hizmetleri	376.00	475.60	26%	TUT	71,821	2,046	27%	167
OYAKC	Oyak Çimento F.	22.84	gözden geçiriliyor	-	-	111,040	3,163	24%	342
PETKM	Petkim	18.34	gözden geçiriliyor	-	-	46,481	1,324	47%	899
SASA	Sasa	4.05	gözden geçiriliyor	-	-	177,453	5,055	23%	1,702
SUWEN	Suwen Tekstil	28.10	39.00	39%	AL	6,294	179	61%	43
TKNSA	Teknosa	39.40	48.00	22%	AL	7,919	226	50%	73
TRGYO	Torunlar GYO	60.00	gözden geçiriliyor	-	-	60,000	1,709	21%	86
TUPRS	Tüpraş	143.30	208.10	45%	AL	276,110	7,865	49%	2,397
ULKER	Ülker	105.80	gözden geçiriliyor	-	-	39,069	1,113	39%	618
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	16.93	gözden geçiriliyor	-	-	27,088	772	19%	80
YATAS	Yataş	26.02	gözden geçiriliyor	-	-	3,898	111	54%	30

## Künye

# Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

### Serhan Yenigün

Müdür

[serhan.yenigun@tacirler.com.tr](mailto:serhan.yenigun@tacirler.com.tr)

### Ekin Çınar

Ekonomist

[ekin.akbas@tacirler.com.tr](mailto:ekin.akbas@tacirler.com.tr)

### Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

[oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr](mailto:oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr)

### Ata Uçak

Sağlık, iletişim, demir-çelik, ulaştırma, enerji

[ata.ucak@tacirler.com.tr](mailto:ata.ucak@tacirler.com.tr)

### Eren Bozdoğan

Otomotiv, beyaz eşya, savunma,  
ilaç & sağlık, tekstil, madencilik, kimya

[eren.bozdogan@tacirler.com.tr](mailto:eren.bozdogan@tacirler.com.tr)

### Ali Berk Coşkuntuna

Gıda-içecek, perakende, çimento,  
GYO, taahhüt

[berk.coskuntuna@tacirler.com.tr](mailto:berk.coskuntuna@tacirler.com.tr)

### Özgür Kenan Tosun

Tekstil, elektronik perakende,  
teknoloji, petrokimya, kağıt, mobilya

[ozgur.tosun@tacirler.com.tr](mailto:ozgur.tosun@tacirler.com.tr)

### Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu

[omer.tarman@tacirler.com.tr](mailto:omer.tarman@tacirler.com.tr)

## Yatırım Merkezlerimiz

## Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmir Karşıyaka Şube	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.