

# Aylık Strateji

Şubat 2025

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

# Trump göreve başladı...

Öneri: AL

ABD’de yeni Başkan Trump, 20 Ocak’ta göreve başladı. Göreve başladığı hafta çizdiği piyasa dostu profil ve kademeli tarifeleri benimseyeceği açıklamalarına karşın seçim kampanyasında verdiği sözler doğrultusunda yeni gümrük tarifeleri ile başta Çin olmak üzere ithalat fiyatlarını artırmasının, ABD’de enflasyon ile mücadele eden Fed’in işini zorlaştırması beklenmektedir. 2024 yılında toplamda 100 baz puan indirim yapan ve Ocak ayını pas geçen Fed’in, 2025 yılında enflasyondaki belirsizliklere bağlı olarak bir sonraki faiz indirimini (maksimum 50 baz puan) yılın ikinci yarısına öteleyeceği tahvil piyasalarında fiyatlanmaktadır. ABD’den daha zayıf makro verilere ve daha düşük enflasyon verilerine sahip Euro bölgesinde ise ECB’nin yakın dönemde de faiz indirimlerine devam etmesi beklenmektedir.

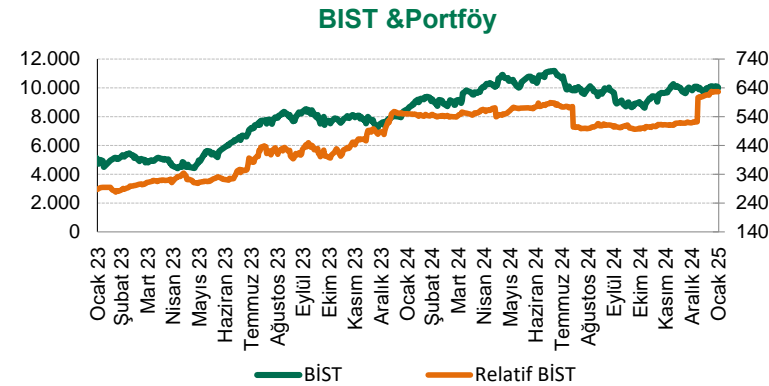
Yurt içinde ise TCMB, Aralık ayında enflasyon görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak başladığı faiz indirimlerine Ocak ayında da devam etti. Asgari ücrete yapılan %30 zam ve yönetilen ve yönlendirilen fiyat artışlarına bağlı olarak yılın ilk iki ayında ortalamaların üzerinde gelecek enflasyon rakamlarına rağmen baz etkisi ile 12 aylık enflasyon rakamlarında düşüş trendinin devam etmesi bekleniyor. Ancak son PPK toplantısında karar metninde uzun zamandır korunan “aylık enflasyonda kalıcı ve belirgin düşüş sağlanana kadar” sıkı duruşun korunacağına ilişkin ifade “enflasyonda kalıcı düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar” şeklinde değiştiren TCMB’nin faiz indirimlerine Mart ayında da devam etmesi beklenmektedir.

Fed ve ECB’nin toplantılarının olmadığı Şubat ayında global piyasalar, İngiltere’nin faiz kararı, başta ABD ve Avrupa’dan gelecek makro veriler ve göreve başlayan ABD Başkanı Trump’ın ihracat tarifelerine yönelik atacağı adımlar ile yön bulmaya çalışacaktır. Ayrıca, yapay zeka ve elektrikli araçlar konusunda yaşanan ticaret savaşlarındaki gelişmelerin, özellikle son yıllarda piyasaları domine eden teknoloji şirketlerine etkileri de, piyasalar tarafından yakından takip edilecektir. Diğer yandan Trump’ın göreve gelmesi ile seçim döneminde gündeme getirdiği “çatışmaları sonlandıracağız” söylemine bağlı olarak Rusya-Ukrayna ve Ortadoğu’da yaşanan çatışmalara yönelik atacağı adımlar da yakından takip edilecektir.

Toplantı sayısını 12’den 8’e düşüren TCMB’nin Şubat ayında faiz toplantısı bulunmamaktadır. İç piyasanın 7 Şubat’ta açıklanacak olan yılın ilk Enflasyon Raporu’na, fiyat artışları nedeniyle aylık bazda ortalamaların üzerinde gelen Ocak ayı enflasyon verilerine ve açıklanacak diğer makroekonomik verilere odaklanacaktır. Ayrıca, son dönemde ısınan iç siyaset ve Esad rejiminin devrilmesi ile güneydoğu komşumuz Suriye’de yaşanacak gelişmelerin Türkiye’ye etkileri de piyasalar tarafından yakından takip edilmektedir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	10.004	1,77%	1,8%
BIST - 100, USD	280	0,4%	0,4%
MSCI Turkey	303.814	1,6%	1,6%
MSCI EMEA	213	4,5%	4,5%
MSCI EM	1.093	1,7%	1,7%
Gösterge Tahvil	38,16%	-240bps	-511bps
USD/TL	35,7630	1,37%	1,37%
F/K			
Bankacılık	6,6		
Sanayi	10,6		
Demir&Çelik	11,9		
GYO	3,9		
Telekom	5,5		
2025T F/K	6,6		

\*Kapanış 31 Ocak 2025



## TCMB faiz indirimlerine devam edecek...

TCMB'nin faiz indirimlerine başlayacağı beklentisi ile Aralık ayında gördüğü 10.262 puandaki ara zirveden sonra Ocak ayında 9.600-10.150 bandında dalgalı bir seyir izleyen BIST 100 endeksi, ayı %1,77 artışla 10.004,38 puandan tamamladı. Sınai endeksi ayı %3,13 düşüyle tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %2,62 yükselişle pozitif ayrışmayı sürdürdü.

7 Ocak'ta yayımladığımız yıllık strateji raporumuzda belirttiğimiz üzere, enflasyondaki gelişmelere bağlı olarak TCMB'nin faiz indirimlerine yılın genelinde devam edeceği beklentileri ile 2025 yılında riskli varlıklara olan ilginin artacağı beklentimizi koruyoruz. Global piyasalarda ise Trump belirsizliği nedeniyle Fed'in parasal gevşeme döngüsü yavaşlasa da 2025 yılının genelinde büyük merkez bankalarının parasal gevşeme sürecine devam edecek olmasının risk iştahını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Trump'ın Rusya-Ukrayna gibi jeopolitik risklerde azalmayı sağlaması durumunda, enerji fiyatlarındaki gerilemenin global enflasyona katkı sağlaması da risk iştahını destekleyebilir.

Yurt içinde enflasyon ile mücadeleyle devam eden para politikasına, maliye politikasındaki düzenlemelerin katkı sağlaması ve makro verilerdeki iyileşmenin ve iç talep yolu ile reel sektör kesiminde de kademeli iyileşmeye neden olması beklenmektedir. Bu gelişmelerin yanında derecelendirme kuruluşlarının yılın ikinci yarısında not iyileştirmelerine devam etmesi beklenirken, bu durum BIST'e olan yabancı ilgisinin artmasını sağlayacaktır.

Bu değerlendirmeler ışığında BIST 100 Endeksi için 12 aylık 15.000 puan olan hedefimizi ve hedef değerimizin cari endekse göre %49,9 getiri potansiyeli taşınması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey endeksi 2025T 6.63x ve 0.88x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 45,2% ve 44,7% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde değişikliğe gitmiyoruz.

### Piyasa Riskleri

- Yeni Başkan Trump'ın küresel ticareti ve büyümeyi etkileyecek şekilde gümrük tarifelerinde agresif bir tutum sergilemesi,
- Yurt içinde uygulanan dezenflasyon sağlayıcı politikalara rağmen enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi,
- Yumuşak iniş beklentilerine rağmen özellikle major ekonomilerde resesyon riskinin belirgin hale gelmesi ve faiz indirimlerinin hızlanarak oynaklığın artması,
- Global enflasyonda son aylarda görülen yukarı yönlü eğilimin sürmesi ve enflasyonun öngörülenden daha yapışkan hale gelmesi
- Başta İsrail-Filistin-İran ve Rusya-Ukrayna arasında süregelen gerginliklerin artması,

### Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	64,85	96,62	49,0%	0,0%	-1,7%
ASELS.TI	88,70	102,00	15,0%	22,3%	20,2%
CIMSA.TI	53,35	67,20	26,0%	14,5%	12,5%
FROTO.TI	929,50	1.491,00	60,4%	-0,8%	-2,5%
ISCTR.TI	14,16	21,47	51,6%	4,6%	2,8%
MGROS.TI	585,00	794,50	35,8%	6,9%	5,1%
SAHOL.TI	99,90	164,00	64,2%	4,1%	2,3%
TCELL.TI	108,10	148,48	37,4%	16,5%	14,5%
THYAO.TI	317,00	495,50	56,3%	12,8%	10,9%
YKBNK.TI	30,72	49,47	61,0%	0,3%	-1,4%
Ortalama				9,0%	7,1%

\*Kapanış 31 Ocak 2025

### Eklenen

-

### Çıkan

-

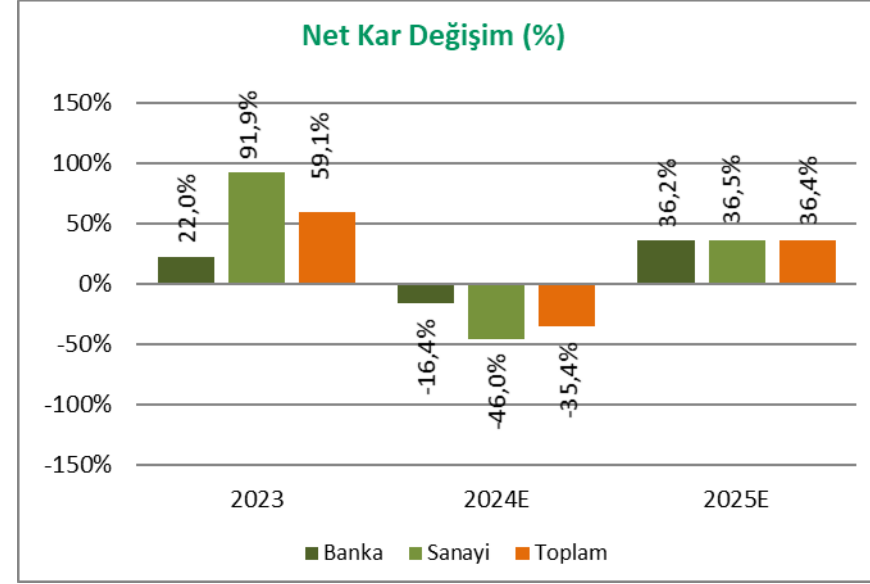
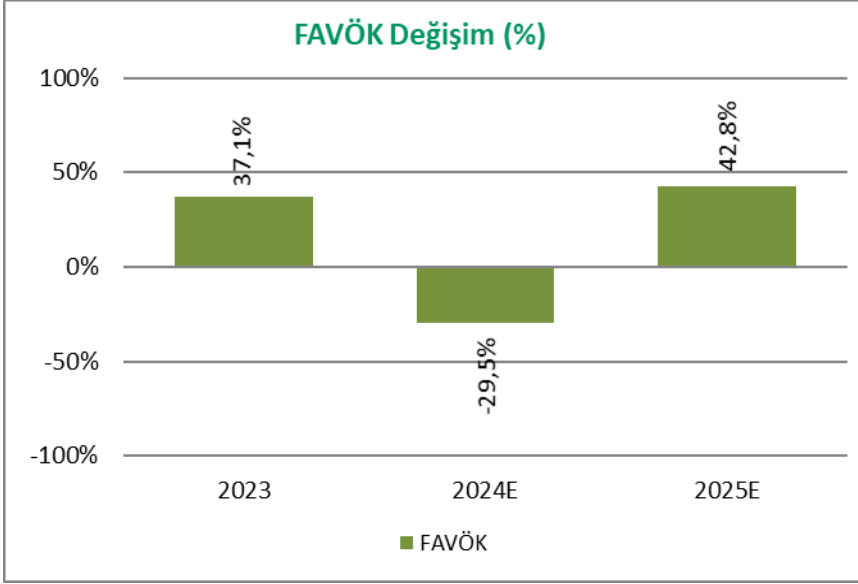
### Değişmeyen

AKBNK  
ASELS  
CIMSA  
FROTO  
ISCTR  
MGROS  
SAHOL  
TCELL  
THYAO  
YKBNK

### Favori Sektörler

Bankacılık  
Sigorta  
GYO  
İnşaat-Çimento  
Gıda-İçecek  
Demir-Çelik  
Metal Ana Sanayi  
Savunma  
Havacılık  
Perakende  
Telekom  
Enerji

# Toparlanma yılı olacak...



2024 yılında takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %46,0, FAVÖK'ünün ise %29,5 daralmasını beklerken bankaların net karının ise %16,4 oranında daralmasını bekliyoruz.

2025 yılında ise toparlanmanın artmasını, takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %36,5, FAVÖK'ünün ise %42,8 artmasını beklerken bankaların net karının ise %36,2 oranında artmasını bekliyoruz.

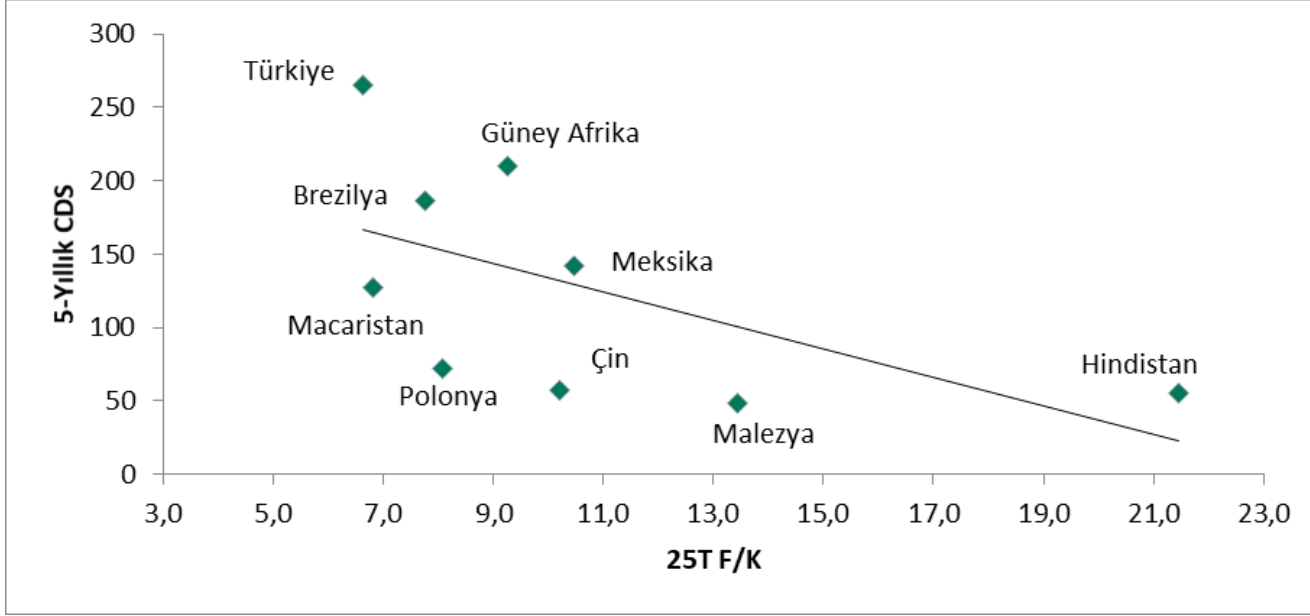
## Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %5,1 yükseliş göstermesine rağmen MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %6,6, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %2,1 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Türkiye</b>	1,6%	8,5%	5,1%	1,7%
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	1,7%	-2,3%	12,0%	1,6%
<b>MSCI EMEA</b>	4,5%	3,4%	7,4%	4,4%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	12,4%	10,9%	8,4%	12,4%
<b>MSCI Dünya</b>	3,5%	5,2%	19,7%	3,5%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	0,0%	-10,0%	6,6%	-0,1%
<b>MSCI EMEA</b>	2,8%	-4,7%	2,1%	2,7%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	10,6%	2,2%	3,1%	10,6%
<b>MSCI Dünya</b>	1,8%	-3,1%	13,8%	1,8%

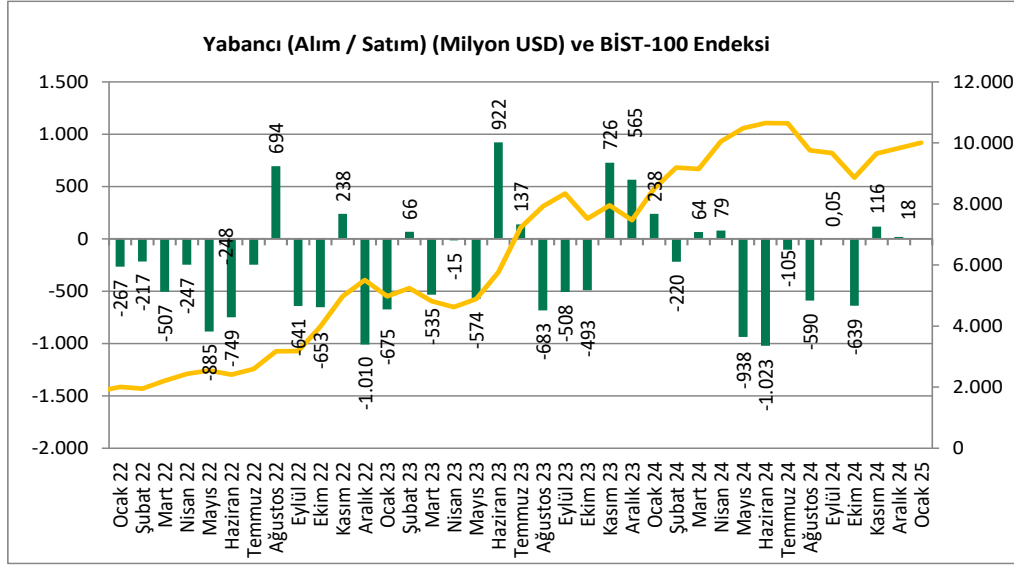
31 Ocak 2025 itibariyle

## Benzer Ülkelerin 5 Yıllık CDS'leri ve 2025T F/K Oranları...

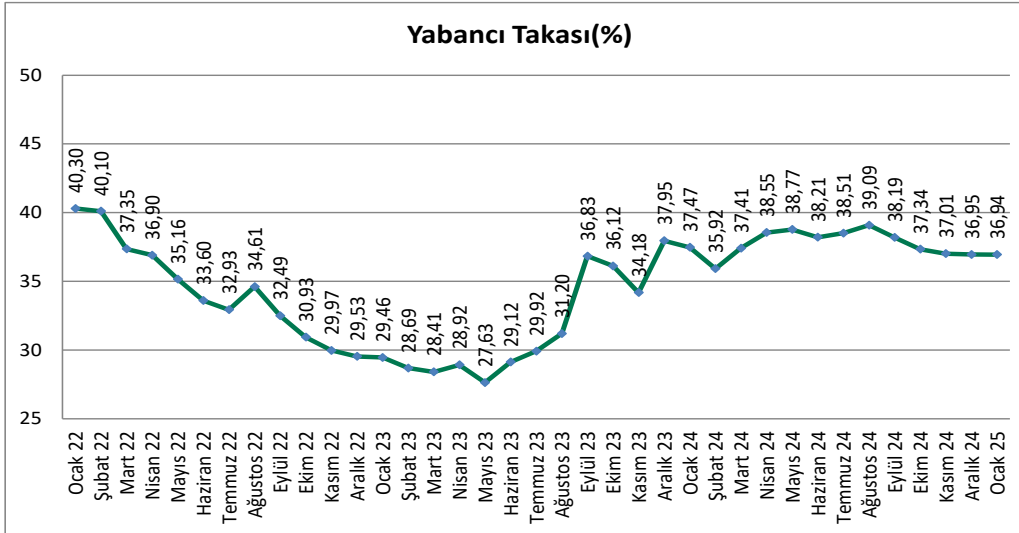


31 Ocak 2025 itibariyle

# Yabancı payı...

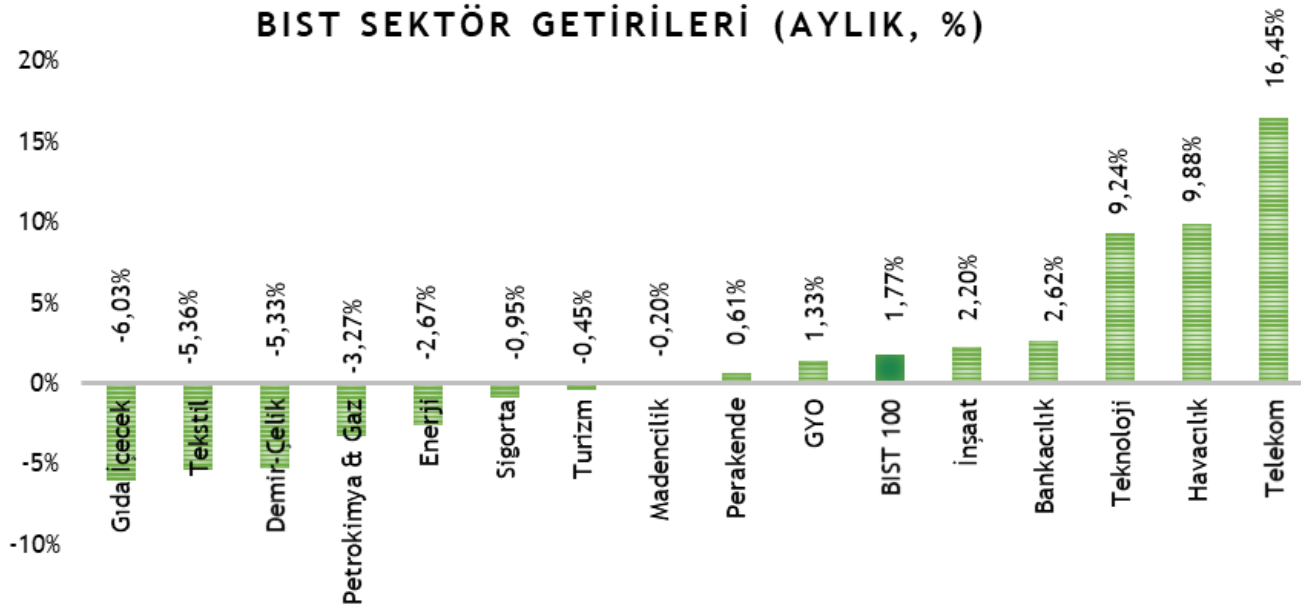


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2024 döneminde toplamda 3,01 milyar dolar net satış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2025 yılı Ocak ayında %36,94 seviyesinde gerçekleşti.

## Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da Ocak 2025 sonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör aylık %16,45 yükselişle telekom sektörü olmuştur.

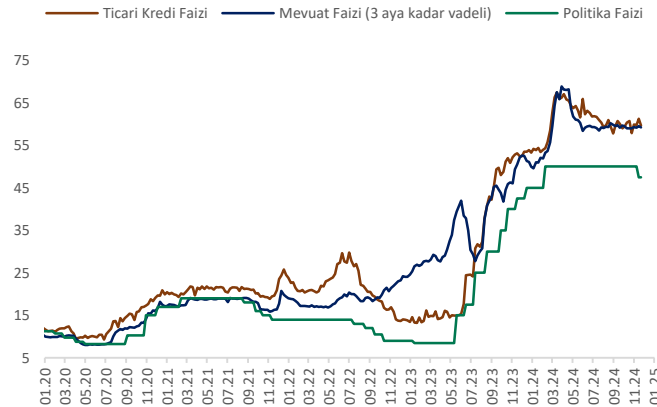


# Makroekonomik Görünüm

## Merkez Bankası Faiz Kararı - Ocak

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini beklentilere paralel 250 baz puan indirerek %45 seviyesine çekti. Politika metninde önceki Aralık ayıyla paralel bir tonlamayı tercih eden TCMB, bazı küçük değişikliklere gitmiştir. Bunların başında hizmet enflasyonu ve geçmişe yönelik endeksleme nedeniyle devam eden enflasyon katılığındaki vurgu geliyor. Temel mal enflasyonu ise düşük seyretmeye devam ediyor. Bir diğer önemli değişiklik para politikası duruşuna ilişkin yakından takip edilen göstergede yapılmıştır. Uzun zamandır parasal sıkı duruş için eşik değer “aylık enflasyonda kalıcı ve belirgin düşüş sağlanan kadar” şeklindeydi. Yeni metinde bu, enflasyonda kalıcı düşüş ve fiyat istikrarı şeklinde değiştirilmiştir. Buradan hareketle aylık oynaklığın yüksek seyrettiği dönemlerde dahi faiz indirimine gidilebileceği ve genel trendin dikkate alınacağını anlıyoruz. Son önemli değişiklik ise likiditenin sterilize edilmesi için ek tedbirlerin devreye alınabileceğidir. Bu kapsamda makroihtiyati politikaların daha etkin kullanılacağı bir dönem bizi bekliyor. Bu temel değişikliklerin dışında politika metni önceki metne paralel vurgular içeriyor. Maliye politikasının eşgüdümüne ilişkin önem yeniden belirtilmiş, mali disiplinin fiyat istikrarına yapacağı katkının altı çizilmiştir. Politika faizinin enflasyon gerçekleştirmeleri, ana eğilimi ve beklentilerinin dezenflasyonu destekleyeceği şekilde ayarlanacağı tekrar vurgulanmıştır. Enflasyon beklentileri iyileşmekle birlikte, risk unsuru olmaya devam etmektedir. Enflasyon görünümünde bozulma olması durumunda, parasal sıkılaştırma yerine para politikası araçlarının etkili şekilde kullanılacağı tekrar vurgulanmıştır. Karar metninin genelinde Aralık ayına paralel bir tonlama tercih edildiğini görüyoruz. Faiz indirimine rağmen sıkı duruşun korunacağı ve fiyat istikrarından ödün verilmeyeceği metnin geneline yayılmış bir tonda deklare edilmiştir. Sözle yönlendirme mekanizması aktif şekilde bir para politikası aracı haline getirilmiş, politika faizinin dezenflasyonun gerektirdiği ölçüde ayarlanacağı tekrar ifade edilmiştir. Ayrıca kararların toplantı bazında alınacağı belirtilmiş, beklenmedik gelişmelerin yaratacağı fiyat baskılarının her toplantıda değerlendirileceği vurgulanmıştır. Bu anlamda, enflasyonun ana eğilimi bozulmadığı sürece faiz indirimlerinin kademeli devam edeceğini tahmin ediyoruz.

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

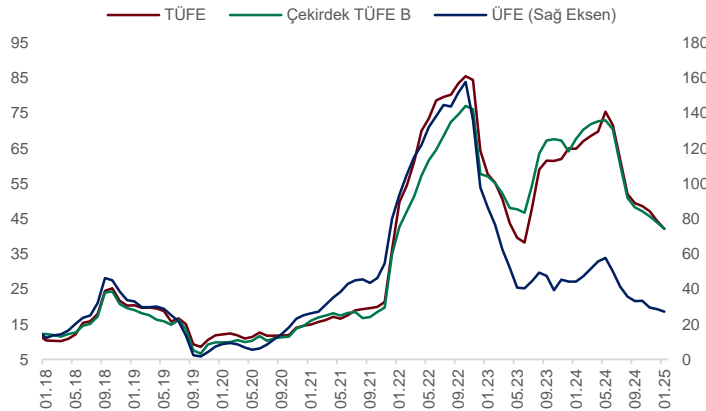


# Makroekonomik Görünüm

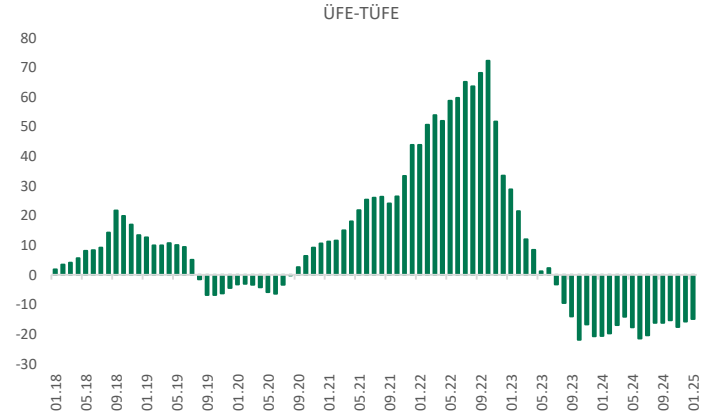
## Enflasyon – Ocak

TÜFE Ocak'ta bir önceki aya göre %5.03 artarken yıllık enflasyon %42.12 seviyesinde gerçekleşti. Piyasa beklentisi enflasyonun aylık %4.33 ve yıllık %41.16 artış yaşayacağı yönündeydi (Şeker Yatırım beklentisi aylık %4.15 ve yıllık %41). Piyasa ve bizim beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen yeni yılın ilk enflasyonu, özellikle hizmetler sektöründeki fiyat katılıklarına dikkat çekiyor. Endekste %55.2 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %44.05 yükseldi. Gelir gruplarında yarattığı etki düşünüldüğünde, alt gelir gruplarının temel harcama kalemlerindeki fiyat artışı hala manşet enflasyonun üzerinde seyrediyor. Aynı dönemde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %5.47 olurken yıllık enflasyon %42.08 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek enflasyonun seyri para politikası hareket sahasıyla yakından ilgili olduğu için TCMB tarafından özenle takip ediliyor. Aylık gelişmeler değerlendirildiğinde özellikle sağlık ve çeşitli mal/hizmetlerden gelen baskı yıllık dezenflasyonun hızını azaltmıştır Üretici fiyatları ise Ocak'ta aylık %3.06 artarken ÜFE'deki yıllık değişim %27.2 seviyesinde gerçekleşti. ÜFE'de alt endekslere baktığımızda ana sanayi gruplarının yıllık değişimleri ara mallarında %23,27 artış, dayanıklı tüketim mallarında %37,44 artış, dayanıksız tüketim mallarında %37,42 artış, enerjide %18,05 artış ve sermaye mallarında %25,61 artış olarak gerçekleşti. Üretici fiyatlarındaki uzun süredir devam eden aylık fiyatlardaki düşük seyrin canlandığını görüyoruz. Maliyet kaynaklı baskılar düşük seyrine rağmen kademeli olarak artışa geçecektir. Son dönem küresel ticaret üzerindeki tarife kaynaklı baskıların da üretici fiyatlarına ek baskı yaratacağını tahmin ediyoruz. Şubat enflasyonu da beklentilerin üzerinde devam ederse faiz indirim hızının yavaşlayacağını öngörüyoruz. Öte yandan aylık dinamikler baskı yaratsa da baz etkisini güçlü şekilde hissedeceğimiz bir döneme giriyoruz. Bu kapsamda ilk yarıda ekonomik aktivite canlansa da yıllık enflasyon belirgin şekilde gerileyecektir. Şubat ayındaki enflasyon gerçekleşmesi Mart'taki TCMB kararını yönlendirecektir. Baz senaryomuzda değişiklik öngörmüyoruz fakat enflasyondaki seyirden ötürü TCMB faiz indirimleri konusunda daha ihtiyatlı davranabilir.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası

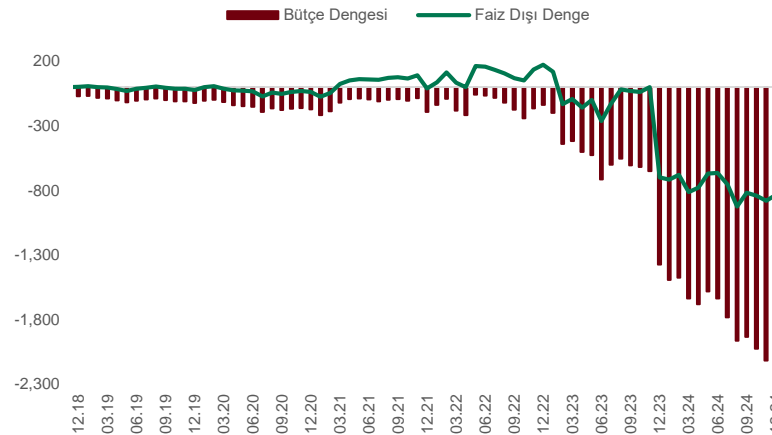


# Makroekonomik Görünüm

## Bütçe – Aralık

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı Aralık ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 877.6 milyar TL, bütçe giderleri 1,706.8 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1,631.5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 829.2 milyar TL olurken faiz dışı denge 754 milyar TL açık vermiştir. Yılı sonu kapanışlarında bütçe giderleri hususunda üç nokta dikkatimizi çekmiştir. Bunlardan ilki personel giderlerinde önceki aya göre geri çekilme yaşanırken mal ve hizmet alımı yaklaşık iki kat artmıştır (70 milyar TL). Faiz giderleri hem on bir aylık ortalamanın gerisine düşmüş hem de önceki aya göre geri çekilme yaşamıştır (75 milyar TL). İkinci nokta cari transferlerdeki artış, bu iki giderlerdeki düşüşün üzerindedir (86 milyar TL). Sonuncu ve en önemli husus ise sermaye giderleri ve transferlerindeki astronomik artıştır. Sermaye giderleri önceki aya göre yaklaşık 130 milyar TL artış yaşamıştır. Sermaye transferlerinde ise “Sınıflandırmaya Girmeyen Diğer Kurum, İşletme ve Hane Halkına Yapılan Sermaye Transferleri” kaleminde önceki aya göre artış 548 milyar TL düzeyindedir. Elektrik Üretim A.Ş.’ye yapılan transferler 15.3 milyar TL olarak gerçekleşmiş, 2024 boyunca 213.7 milyar transfer yapılmıştır. BOTAŞ’a kış mevsimi etkisiyle 37 milyar transfer yapılırken, 2024 toplamı 66 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Personel giderleri ve cari transferlerdeki artışı karşılayabilecek bir vergi tahsilatı politikası 2025 ajandasında en hayati konulardan birini oluşturacaktır. Emeklilik sisteminde yapılan değişiklik, deprem felaketi ve devam eden yüksek enflasyon bütçedeki toparlanmayı sınırlayan en önemli kalemler olarak karşımıza çıkıyor. On iki aylık birikimli bütçe açığı 2.1 triyon TL ve bu seviye son on yıl ortalamasının yaklaşık dokuz katı. Vergi tahsilatındaki düzenlemelere rağmen bütçe giderlerindeki katılık ve alınan tedbirlere rağmen artan harcamalar, kronik bir bütçe açığına evrilmiş durumdadır. Maliye politikasında henüz istenilen sıkılık düzeyine erişilemediğini ve bütçe açığından enflasyona ek baskı gelebileceğini hatırlatmak isteriz. Para politikası odaklı ilerleyen ekonomi yönetimi, son dönemde maliye politikası tedbirlerini arttırmış durumda. Para politikasının tek başına fiyat istikrarı getirmesinin mevcut konjunktürde zaman alacağını ve maliye politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

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

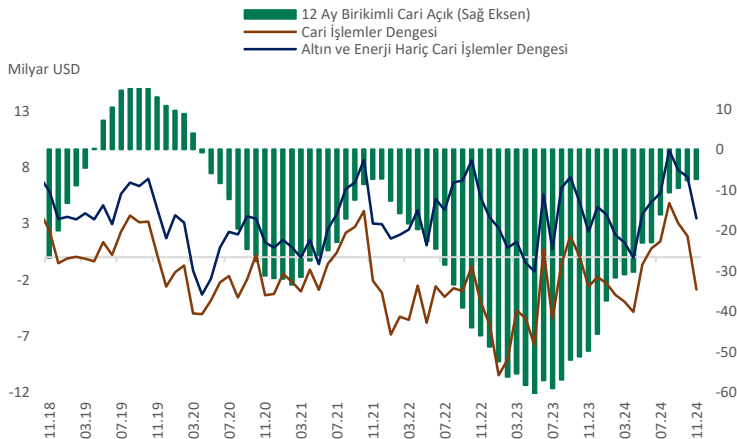


# Makroekonomik Görünüm

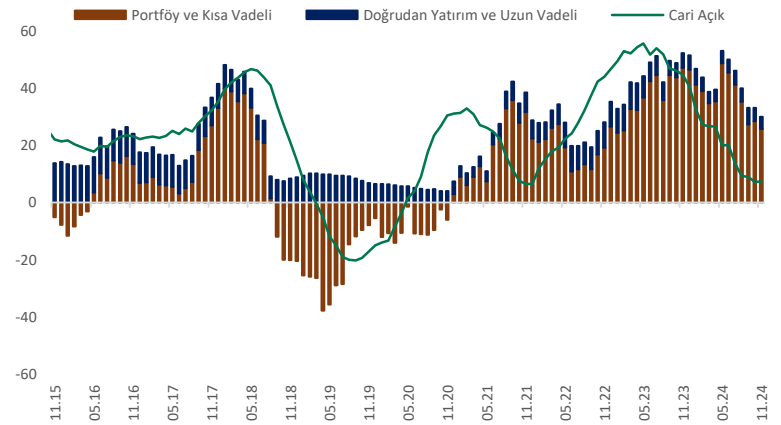
## Ödemeler Dengesi - Kasım

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre Kasım ayı cari işlemler dengesi 2.871 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 7.372 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir ( önceki 7.125 milyon). Piyasa beklentisinin (3 milyar USD açık) altında 2.85 milyar USD cari açık beklentimiz vardı. Beklentimize paralel gelen cari denge verisi, Mayıs-Kasım arası devam eden aylık fazla serisini de bozmuştur. Buna rağmen aylık ve birikimli etki değerlendirildiğinde pandemi sonrası bozulan ödemeler dengesi görünümünde belirgin bir iyileşme söz konusu. Bu gelişmede, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının 5.235 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin 3.725 milyon ABD doları gerçekleşmesi etkili olmuştur. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 54.6 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 60.9 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Seyahat gelirlerindeki iyileşme azalarak da olsa devam etmiş, 2.630 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Hizmetler dengesi kaynaklı girişler, mevsimsel etkilerin belirgin şekilde hissedileceği döneme girmiştir, yılın ilk çeyreğine kadar bu etki devam edecektir. Küresel faiz indirimleri FED tarafında sekteye uğrasa da Avrupa tarafında devam ediyor. Dış talep için buradaki faiz indirimi ve ekonomik aktivitedeki canlılığı yakından takip ediyoruz. İç talepte ise, Kasıma kadar sıkı para politikasının bir sonucu olarak yavaşlama söz konusu. Tüm bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, cari dengedeki iyileşme beklentilerin üzerinde bir ivme kazanmış durumda. 2025 itibariyle faiz indirimlerini takiben ekonomik aktivitede yeniden canlanma ve ithal talebi üzerinden cari dengede gerileme beklentimiz devam ediyor. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 3.443 milyon ABD doları fazla vermiştir. Altın ithalindeki güçlü seyir devam ederken, enerji fiyatlarındaki aşağı yönlü baskılar talebi artırıyor. Para politikasındaki makas değişikliği nedeniyle tarihi zirveleri test eden cari açık, 2024 boyunca hedef değerlerin de altına gerilemiştir. Para politikası duruşunda ani ve agresif bir gevşeme olmazsa, ödemeler dengesinin hem döviz kurlarında hem de fiyat dinamiklerindeki istikrara pozitif katkısının devam edeceğini tahmin ediyoruz.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)

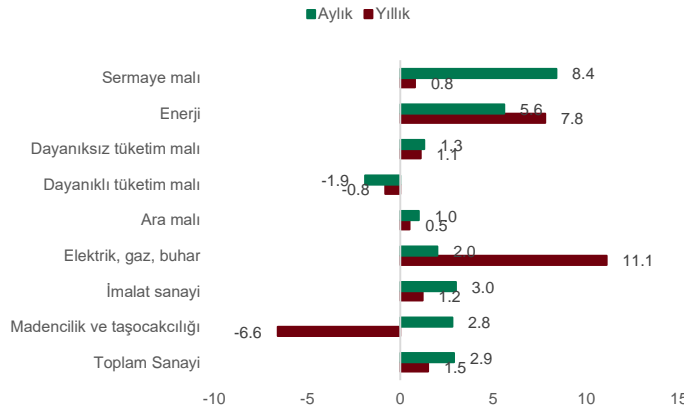


# Makroekonomik Görünüm

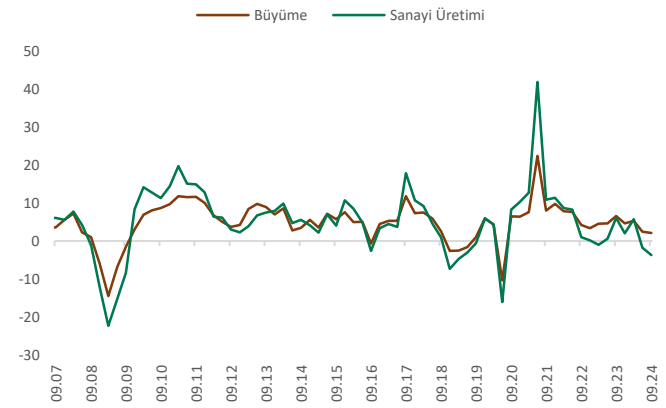
## Sanayi Üretimi - Kasım

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim Kasım'da bir önceki aya göre %2.9 artış kaydetti. Böylece yıllık üretim artışı %1.5 seviyesinde gerçekleşti (önceki %3.1 daralma). Üretim verileri ile ilgili beklentimiz aylık veride sınırlı bir toparlanma ve yıllık veride baz etkisinin güçlü şekilde devreye girmesiydi. Beklentilerimize paralel bir veri geldiğini söyleyebiliriz. Sıkı para politikası fiyatlamaya davranışlarını beklendiği hızda etkilemese de negatif yansımalarını üretim verileri üzerinde göstermiştir. Bu kapsamda para politikası duruşundaki değişim ve faiz indirimlerinin de pozitif yansımalarını yine sanayi üretimi üzerinde göreceğiz. 2024 üretim açısından değerlendirildiğinde kayıp yıl olarak görülebilir. 2025 de bu kayıpların kısmen geri alındığı toparlanma yılı olmaya aday. Yurtiçindeki pozitif havaya dış talep de olumlu katkı sağlarsa üretim verileri tahminlerin ötesinde iyileşebilir. Mevcut göstergeler bu senaryonun uzak olmadığına işaret ediyor. Özellikle Avrupa'da üretimi destekleyici tedbirlerin alınması bunun bir göstergesi. Ekonomik aktivite ve iç talepteki yavaşlama beklenen seviyelere gerilemiş, faiz indirimleri ile üretim yanlı ekonomik faaliyetleri desteklemenin önü açılmıştır. Ticari kredi büyümelerine getirilen ayrıcalık da üretim aktivitesine katkı sağlayacaktır. 2024 boyunca dezenflasyonu sağlamak adına üretim göstergelerinden feragat edilirken, 2025 üretimin toparlandığı ve fiyat dinamiklerine katkı sağladığı bir yıl olacaktır. Finansal piyasalara uzun süredir sanayi şirketlerinin negatif ayrıştığı bir dönem yaşadık. Bunda hem finansman maliyetleri hem de üretimdeki zayıflamanın bileşik etkisi vardı. Bu döngünün 2025 ilk aylarından itibaren tersine döneceğini, ekonomik aktivitede canlanmayla birlikte sanayinin pozitif ayrıştığı bir döneme gireceğimizi tahmin ediyoruz. TCMB tarafından faiz indirim döngüsüne piyasa beklentileriyle uyumlu şekilde devam edilirse, üretim ve sanayi sektörleri kar marjları ve satış hacimlerinde belirgin toparlanmayla kapatacağıdır

### Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



### Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



## Akbank (AL, Hedef: 96,62 TL)

Getiri Potansiyeli: %49

## İyi konumlandırılmış bilanço, güçlü temeller

Banka organik büyüme stratejisini takiben, 2025 yılında müşteri karlılığında artışı sağlama hedefi ile öne çıkmaktadır ve düşen faiz ortamında çekirdek bankacılık gelirlerindeki güçlü seyri korumada avantajlı pozisyonudur. Sağlam sermaye yapısı, vade yapısını artırmaya odaklı stratejik TL kredi büyümesi ve yüksek getirili özel sektör tahvil ağırlığını göz önünde bulundurarak AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Güçlü sermaye yapısı ve maliyet optimizasyonunda avantaj.** Banka %20,5 seviyesindeki güçlü SYR oranı ile rakibi mevduat bankaları arasında lider konumdadır. TL tarafta kredi-mevduat rasyosu %83 olup düşük seviyededir ve maliyet optimizasyonunda avantaj sağlamaktadır.

Akbank 4Ç24'de beklentilerin hafif altında 9,227 milyon TL net kar açıklamıştır. Banka yönetimi 2025 yılı için görece iyimser operasyonel bütçesini açıklamıştır ve >%30 seviyesinde özkaynak karlılığı öngörmektedir.

**Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre %47 oranında artmasını bekliyoruz.** 96,62 TL olan hedef fiyatımızın %49 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 5,1x F/K ve 1,20x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %9 primli) ve %24 ortalama özkaynak karlılığı ile işlem görmektedir.

**Konut kredilerinde güçlü pazar payı kazanımları ile düşen faiz ortamında elverişli konum.** Banka 2024 yılında konut kredilerindeki 370 baz puan pazar payı kazanımı ile İş Bankası'ndan sonra ikinci sırada yer almaktadır. TÜFE endeksli tahvillerin TL menkul kıymetlerdeki payı 2022 yılından beri 19 puan düşüşle stratejik olarak azaltılmıştır. Yüksek getirili özel sektör tahvillerinin TL menkul kıymetlerdeki %9'a ulaşan ağırlığı öne çıkmaktadır. Stratejik TL kredi büyümesi, YP kredilerde proaktif pazar payı kazanımı ile vade yapısının uzamasını ve marj gelişimini desteklenmesini öngörüyoruz.

**Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranında göz alıcı iyileşme.** Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı önemli ölçüde toparlanarak %86 seviyesine yükselmiştir ve sektör ortalaması olan %79 seviyesinin hafif üzerindedir.

**Aktif kalitesinde güçlü tahsilat performansı.** 2024 yılında rakiplerinin üzerindeki tahsilat performansına rağmen TGA rasyosu %2,9 olup rakipleri arasında elverişli seviyededir. Ancak ikinci grup kredilerin ağırlığı %6,7 olup özel bankalar arasındaki en düşük seviyededir.

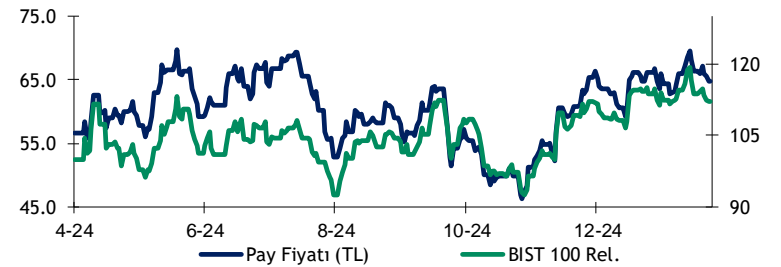
Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	337,220	Beta (12A)	1.52
Piyasa Değeri (USD mn)	9,440	Ort. Günlük Hacim	4,362
Kapanış	64.85	Yabancı Payı	48.7%
12 Ay Yüksek	70.75	Halka Açıklık (%)	52.0%
12 Ay Düşük	36.42	Ağırlık	6.22%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	63,547	65,045	88,659	115,278
% Fark, Yıllık	-17.3%	2.4%	36.3%	30.0%
Net ücret ve komisyon geliri	30,832	69,162	103,744	147,316
% Fark, Yıllık	198.9%	124.3%	50.0%	42.0%
Net kar	66,479	42,366	62,633	86,353
% Fark, Yıllık	10.8%	-36.3%	47.8%	37.9%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	2.4%	2.9%	3.4%	3.5%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	1.1%	1.3%	2.1%	1.7%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	5.5%	2.6%	5.2%	4.0%
Ortalama aktif getirisi	4.6%	2.0%	2.2%	2.3%
Ortalama özkaynak getirisi	36.4%	18.8%	24.0%	27.6%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	2.9	7.8	5.4	3.9
F/DD	0.90	1.38	1.20	0.98



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-3.9	27.5	5.7	69.2
US\$ Getiri (%):	-5.2	21.9	-2.2	43.4
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-1.4	15.3	12.7	49.2

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

## Aselsan (AL, Hedef Fiyat: 102.00 TL)

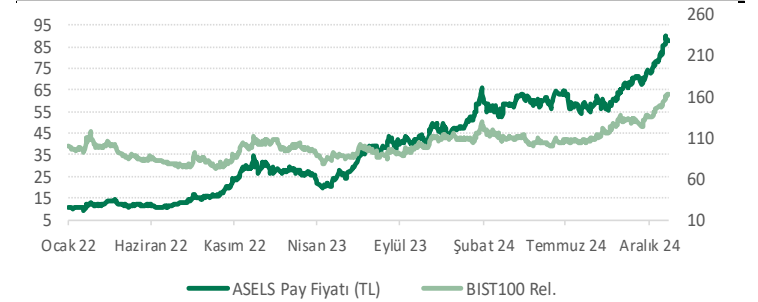
Getiri Potansiyeli: %15

ASELSAN'ın bakiye siparişlerinde büyümesini sürdürmesini ve ihracat performansının önümüzdeki dönemde artış trendi içerisinde olmasını bekliyoruz. Öte yandan artan jeopolitik tansiyonlar ile savunma harcamalarının global çapta artış göstermesinin şirketin büyümesine ivme kazandıracağını düşünmekteyiz. **ASELSAN payları ile ilgili olarak hedef fiyatımızı 102.00 TL olarak koruyor ve AL önerimizi sürdürüyoruz.** ASELSAN'ın 31 Ocak 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %15 kazandırma potansiyeli taşımaktadır. **31 Ocak 2025 tarihi itibarıyla ASELSAN hisseleri son bir ayda %22,3 oranında yükseliş göstermiştir. Relatif olarak baktığımızda ise; ASELSAN son bir ayda BIST 100 endeksine göre %20,2 oranında daha yüksek performans göstermiştir.**

Şirketin toplam sipariş tutarı yılın ilk 9 ayında 12,6 mlr dolar gerçekleşti. (1Y24: 12,3 mlr dolar, YS23: 10,9 mlr dolar). Kamuya açıklanan siparişler göz önüne alındığında şirket 9A24 itibarıyla 3,2 mlr USD yeni proje üstlendi (1Ç24:1 mlr dolar, 2Ç24:1,6 mlr dolar, 3Ç24 toplamı: 0,6 mlr dolar). Şirket ayrıca 9A24 itibarı ile yurtdışından 535 mn dolar tutarında sipariş aldı. Şirket'in 9A24 itibarıyla toplam sipariş tutarının %95'i savunma, %5'i savunma-dışı projelerden oluşmaktadır. Ayrıca 9A24 itibarıyla toplam siparişlerin %49'u Dolar cinsinden oluşurken, %33'ü Euro ve %18'i TL cinsinden oluşmaktadır. Öte yandan ASELSAN KAP'a bildirmiş olduğu iş sözleşmeleri göz önüne alındığında Ocak ayında yaklaşık 520 mn USD sözleşme imzalamıştır.

Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. bu yıl başında devreye aldığı 50 milyon ABD Doları yatırımla hayata geçirdiği Radar Entegrasyon Merkezi ile önemli bir kapasite ve verimlilik artışı sağladığını bildirdi. Şirket, özellikle yurtdışı siparişlerde ciddi bir artış yaşadığını ve bu nedenle, radar alanında üretim kapasitesini 3 katına çıkaracak olan ilave bir tesisin yapımına bu yıl başladığını duyurdu. Şirketin açıklamasında toplam 73 bin m2 kapalı alana sahip olacak bu tesisin 2027 sonunda tamamlanmasının hedeflendiği bildirildi. Aselsan, şirket olarak son yıllarda AESA tabanlı radar teknolojilerinde çok önemli bir mesafe kat ettiklerini ve dünyanın önde gelen radar tasarım ve üretim merkezlerinden biri haline geldiğini vurguladı. Bu doğrultuda, özellikle yurtdışı siparişlerde ciddi bir ivme yakalandığı ifade edildi.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	88,70	
Piyasa Değeri (Mn TL)	404.472	Son 12 Ay En Yüksek	90,60	
Piyasa Değeri (Mn \$)	11.310	Son 12 Ay En Düşük	50,82	
Firma Değeri (Mn TL)	434.260	Beta	0,89	
Firma Değeri (Mn \$)	12.183	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	70,6	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	31,9%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024T	2025T
Satış Gelirleri	96.532	106.252	118.200	138.085
Büyüme		10,1%	11,2%	16,8%
FAVÖK	20.271	23.140	29.500	39.825
FAVÖK Marjı	21,0%	21,8%	25,0%	28,8%
Net Kar (Mn TL)	1.851	10.526	13.800	14.967
Pay Başına Kar	0,81	2,31	3,03	3,28
Temettü Verimi	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,60	0,83	1,02	0,81
Net Borç / Özsermaye (x)	0,11	0,15	0,23	0,23
Ort. Özsermaye Karlılığı		8,7%	10,7%	10,9%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,9%	6,3%	6,7%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024T	2025T
F/K	218,5	38,4	29,3	27,0
FD/FAVÖK	2,5	18,8	14,7	10,9
FD/Satışlar	0,5	4,1	3,7	3,1
F/DD	5,1	3,2	3,1	2,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	17,5	38,0	21,3	72,2
\$ Getiri (%)	16,0	32,0	19,6	46,1
BIST-100 Relatif (%)	20,5	24,8	21,4	51,9



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024e göre TMS-29 kapsamında endeks lenmiştir.

## Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 67,20 TL)

## Getiri Potansiyeli: %26

## Geleneksel çimento şirketinden küresel yapı malzemeleri şirketine

Çimsa, 2024 yılının ilk dokuz ayında da güçlü kapasite kullanımını sürdürürken, aynı dönemde satış hacminde yıllık %3,2 oranında artış sağladı. Devam eden yüksek kapasite kullanım oranı ve artan satış hacmine rağmen satış gelirlerinde daralma yaşandı. Satış gelirleri; 2024 yılının ilk dokuz ayında yıllık %7,7 oranında düşüşle 18,5mlr TL seviyesinde, 3Ç24'te de yıllık %6,3 oranında düşüşle 5,9mlr TL seviyesinde gerçekleşti.

Satış hacmindeki artış, proaktif maliyet yönetimi ve enerji maliyetlerindeki düşüşün de desteğiyle marjlarda iyileşme gözlemlendi. Şirket 9A24'te 3,9mlr TL tutarında FAVÖK elde etti (9A23: 3,4mlr TL). FAVÖK marjı ise yıllık bazda 4,1 puan iyileşerek %21,1 olarak gerçekleşti (9A23: FAVÖK Marjı: %17,0).

Çimsa, 2020 yılından itibaren ürün çeşitlendirmesi ve küresel genişleme stratejisiyle çeşitlendirilmiş yapı malzemelerine odaklanarak geleneksel çimento şirketinden küresel yapı malzemeleri şirketine dönüşmeye başlamıştı. Bu kapsamda şirket, karlı ve ihracata dayalı gelir sağlayan beyaz çimentoda küresel pazar payını %7,2'ye yükselterek dünyanın ikinci en büyük beyaz çimento üreticisi konumuna gelmiştir. Şirketin sürdürülebilir yapı malzemeleri alanındaki büyüme stratejisi doğrultusunda Eylül 2024'te Mannok Holdings DAC'nin çoğunluk payları alınarak, İrlanda ve İngiltere pazarında prekast, çatı kaplama, yalıtım ve paketleme iş kolları eklendi. Böylelikle, faaliyet gösterilen coğrafya ve sektörler çeşitlendirilerek %60 seviyesinde bulunan döviz bazlı gelirlerin toplam hasılat içindeki payı %70 seviyelerinin üzerine çıkmış oldu. Çimsa'nın bu stratejik gelişme ve yatırımlarıyla önümüzdeki dönemlerde operasyonel performansını daha güçlü bir pozisyona taşıyacağını tahmin ediyoruz.

Şirketin 2025 yılında da yüksek kapasite kullanımını sürdürebileceğini ve konut kredilerindeki düşüşle birlikte inşaat sektöründeki toparlanma beklentimize paralel güçlü iç talepten pay alabileceğini ve satış hacmini artırabileceğini öngörüyoruz. Proaktif maliyet yönetimi, alternatif yakıt kullanımını ve yeni devreye alınan enerji üretim yatırımlarının marjları genişletebileceğini ve şirketin operasyonel verimliliğini artıracaklarını tahmin ediyoruz. 2024 yılında çoğunluk payları satın alınan Mannok Holdings DAC'nin 2025 yılında tam konsolide olmasıyla özellikle döviz bazlı gelirlerde gözle görülür bir artış sağlayacağını öngörüyoruz.

31 Ocak 2025 tarihi itibarıyla Çimsa hisseleri son bir ayda %14,5 oranında getiri sağlamıştır. Relatif olarak baktığımızda ise; CİMSA son bir ayda BİST 100 endeksinde göre %12,5 oranında daha yüksek performans göstermiştir.

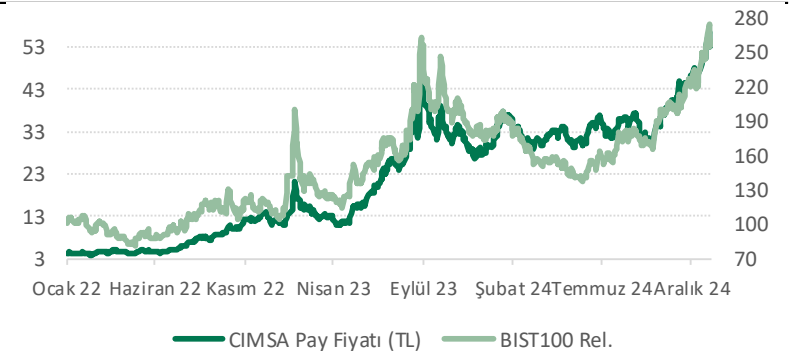
Çimsa için 67,20 TL seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve 'AL' olan önerimizi koruyoruz. 31 Ocak 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %26 kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	CİMSA.IS	Kapanış	53,35
Piyasa Değeri (Mn TL)	50.447	Son 12 Ay En Yüksek	57,40
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.411	Son 12 Ay En Düşük	28,50
Firma Değeri (Mn TL)	53.598	Beta	1,00
Firma Değeri (Mn \$)	1.503	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	12,7
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	17,4%

Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024T	2025T
Satış Gelirleri	30.060	29.604	24.915	37.444
Büyüme		-1,5%	-15,8%	50,3%
FAVÖK	3.080	7.179	5.672	9.412
FAVÖK Marjı	10,2%	24,2%	22,8%	25,1%
Net Kar (Mn TL)	5.887	4.886	4.030	8.178
Pay Başına Kar	43,58	5,17	4,26	8,65
Temettü Verimi	3,8%	4,7%	1,6%	3,9%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,59	0,47	-0,70	-0,83
Net Borç / Özsermaye (x)	0,08	0,13	-0,48	-0,59
Ort. Özsermaye Karlılığı		19,7%	22,9%	75,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		8,9%	9,6%	24,7%

Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024T	2025T
F/K	8,6	10,3	12,5	6,2
FD/FAVÖK	1,7	7,5	9,5	5,7
FD/Satışlar	0,2	1,8	2,2	1,4
F/DD	3,2	1,9	6,0	3,8

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	14,5	53,0	14,5	67,5
Ş Getiri (%)	12,9	46,6	12,9	42,1
BİST-100 Relatif (%)	12,5	35,6	12,5	42,3



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.



## Ford Otosan (AL, Hedef: TRY 1.491,00)

## Getiri Potansiyeli: 60%

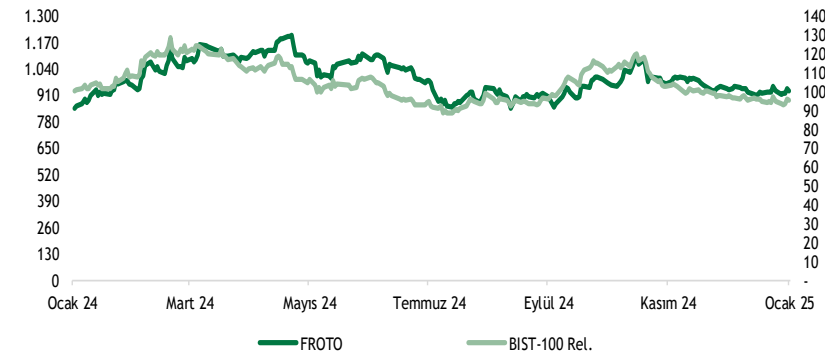
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 1.491,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2025T 6.9x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 6.2x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %60'a işaret etmektedir.

➤ ODM verilerine göre; Ford Otosan'ın 2024 yılı Aralık ayında hafif ticari araç pazarında satışları yıllık %58,5 oranında artış göstererek 12.179 adede ulaşmıştır (Aralık 2023: 7.684 adet). Ocak - Aralık 2024 döneminde ise Ford Otosan'ın Hafif Ticari Araç perakende satışları yıllık %5,3'lik artışla geçen senenin Ocak - Aralık dönemindeki 71.444 adetten 75.245 adete yükselmiştir.

➤ Elektrifikasyon süreci ve yeni modellerle Ford Otosan, toplam üretim kapasiteni 900.000 adetin üzerine çıkarmayı planlanıyor. Bu yatırımların, şirketin ihracata dayalı iş modelini ve iç pazardaki kârlılık odaklı stratejisini destekleyeceğini düşünüyoruz. Ürün karmasındaki olumlu değişimlerin ve cost plus ihracat anlaşmalarının hem satış hacimlerine hem de kârlılık tarafına anlamlı katkı sağlamasını bekliyoruz. Şirket, elektrifikasyon stratejisi doğrultusunda 2025 yılına kadar ürettiği tüm modellerde elektrikli seçenekler sunmayı hedeflemektedir. Şirket'in; yeni nesil Custom & VW iş birliğiyle 1 tonluk orta ticari araç üretiminin devreye girmesiyle bu gelişmenin Ford Otosan'ın 2025'te ihracat hacimlerini destekleyeceğini düşünüyoruz.

➤ **Ford Otosan'ın istikrarlı temettü dağıtım politikasını takdir ediyoruz.** Şirket, 2004 yılından bu yana istikrarlı bir şekilde temettü dağıtmaktadır. Şirket için 2025 yılı için %6,4'lük bir temettü getirisi hesaplıyoruz. Sonuç olarak; Şirket'in 2024 yılsonunda 597.5 milyar TL net satış geliri, 42.6 milyar TL FAVÖK ve 37.3 milyar TL net kâr elde etmesini, 2025'te ise 779.9 milyar TL net satış geliri, 62.1 milyar TL FAVÖK ve 52.4 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.

Kod	FROTO TI/FROTO IS	Kapamaş	929,50
Piyasa Değeri (mn TL)	326.171	Son 12 Ay En Yüksek	1.231,50
Piyasa Değeri (mn \$)	9.120	Son 12 Ay En Düşük	836,85
Firma Değeri (mn TL)	425.367	Beta	0,87
Firma Değeri (mn \$)	12.028	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	32,62
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	32,49
Anahtar Rakamlar (mn TL)			
	* 2022	* 2023	2024T
Satış Gelirleri	465.703	594.704	597.542
Büyüme (%)		27,7%	0,5%
FAVÖK	49.763	72.307	42.635
FAVÖK Marjı (%)	10,7%	12,2%	7,1%
Net Kar	40.036	70.826	37.303
Pay Başına Kar	114,09	201,84	106,30
Temettü Verimi	8,1%	7,5%	4,6%
Net Borç/FAVÖK (x)	-1,32	-1,20	-2,53
Net Borç/Özsermaye (x)	-0,89	-0,83	-1,09
Ortalama Özsermaye Karlılığı		79,0%	36,6%
Ortalama Aktif Karlılığı		25,1%	11,6%
Değerleme Çarpanları			
	* 2022	* 2023	2024T
F/K	8,1	4,6	8,7
FD/FAVÖK	8,5	5,9	10,0
FD/Satışlar	0,9	0,7	0,7
F/DD	4,4	3,1	3,3
Getiri			
	1A	3A	YBB
TL Getiri (%)	-0,8	-3,7	-0,8
\$ Getiri (%)	-2,2	-7,7	-2,2
BIST-100 Relatif (%)	-2,5	-14,6	-2,5



Kaynak: KAP, Ford Otosan, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## İş Bankası (AL, Hedef: 21,47 TL)

Getiri Potansiyeli: %52

## Rakiplerini geride bırakan maliyet yönetimi

2024 yılında konut kredileri pazar payı kazanımında lider konumu, güçlü vadesiz mevduat tabanı, disiplinli maliyet yönetimi, bireysel kredilerde görece düşük risk konsantrasyonu ve elverişli TL likiditesini gözönünde bulundurarak AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Konut kredilerinde güçlü pazar payı kazanımları ile düşen faiz ortamında elverişli konum.** Banka 2024 yılında konut kredilerindeki 380 baz puan pazar payı kazanımı ile lider konumdadır. Bu stratejinin bilançonun vade yapısını uzatmasını ve düşen faiz ortamında marjları desteklemesini öngörüyoruz.

**Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre rakiplerinin üzerinde %56 oranında artmasını bekliyoruz.** 21,47 TL olan hedef fiyatımızın %52 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 5,1x F/K (Benzerlerine göre %6 iskntolu) ve 0,96x F/DD çarpanlarıyla ve %20,9 ortalama maddi özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

**Vadesiz mevduat tabanında güçlü konum, elverişli TL likiditesi.** Vadesiz mevduatların toplam mevduatlar içindeki ağırlığı %40,8 seviyesinde oldukça kuvvetlidir. Likidite tarafında TL kredi-mevduat rasyosu %86 oranında ve rakipleri arasındaki ikinci en düşük seviyededir.

**Taksitli ticari kredilerde ortalama vadenin uzaması olumludur.** Kredilerin %12,6'sı taksitli ticari kredilerden oluşmaktadır. Bu segmentin ortalama vadesi 2024 yılında 8 ay seviyesinden 1 yıl üzerine yükselmiştir. Konut kredilerindeki güçlü büyüme de düşen faiz ortamında avantaj sağlamaktadır.

**Ücret ve komisyon gelirlerinde güçlü artış.** Yıllık artış %155 oranında, rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir. Ancak ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %78 olup rakip ortalamasının altındadır.

**Rakiplerini geride bırakan maliyet yönetimi.** Faaliyet giderlerindeki yıllık artış %62 oranında olup özel bankalar arasındaki en düşük seviyededir.

**Bireysel kredilerde görece düşük risk konsantrasyonu.** TGA rasyosu %1,9 olup rakipleri arasındaki en düşük seviyedir. Bireysel krediler ve kredi kartlarının ağırlığı %29,1 olup rakipleri arasındaki en düşük seviyededir ve aktif kalitesindeki olası bozulmalara karşı korunak sağlamaktadır. Üçüncü aşama karşılık oranı %73 olup özel banka rakipleri arasındaki en yüksek seviyedir.

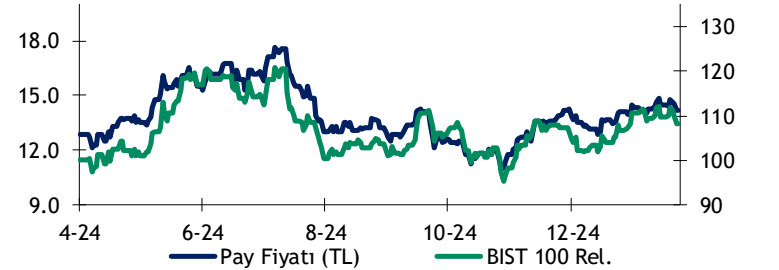
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	354,000	Beta (12A)	1.30
Piyasa Değeri (USD mn)	9,910	Ort. Günlük Hacim	5,382
Kapanış	14.16	Yabancı Payı	25.8%
12 Ay Yüksek	17.77	Halka Açıklık (%)	31.0%
12 Ay Düşük	9.55	Ağırlık	3.80%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	67,073	41,638	72,867	96,913
% Fark, Yıllık	-10.8%	-37.9%	75.0%	33.0%
Net ücret ve komisyon geliri	42,438	91,257	127,760	172,476
% Fark, Yıllık	162.8%	115.0%	40.0%	35.0%
Net kar	72,265	44,976	70,039	101,046
% Fark, Yıllık	17.4%	-37.8%	55.7%	44.3%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	2.1%	2.3%	2.6%	2.9%
Kredi riski maliyeti	1.0%	1.8%	2.4%	1.9%
Net faiz marjı (Swap dahil)	3.7%	-0.2%	2.3%	1.8%
Ortalama aktif getirisi	3.7%	1.5%	1.8%	2.0%
Ortalama maddi özkaynak getirisi	31.6%	15.8%	20.9%	24.7%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	3.2	7.5	5.1	3.5
F/DD	0.87	1.11	0.96	0.78



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%)	-3.6	13.6	-8.6	36.3
US\$ Getiri (%)	-4.9	8.6	-15.5	15.5
BİST 100 Relatif Getiri (%)	-1.1	2.8	-2.6	20.2

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

## Migros (AL, Hedef Fiyat: 794,50 TL)

Getiri Potansiyeli: 36%

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

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 794,50 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak Migros, 2025T 5.1x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 10.1x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %36'ya işaret etmektedir.

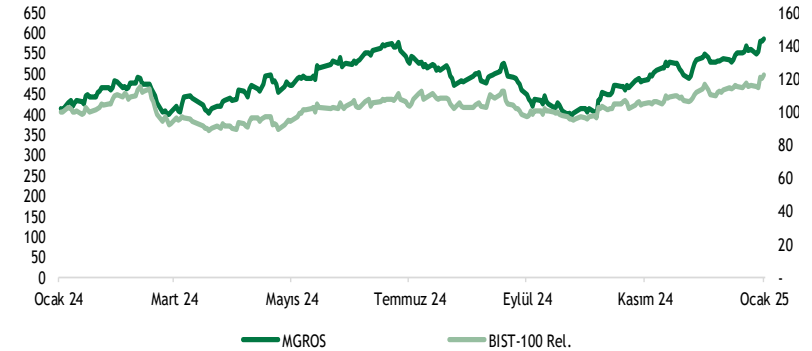
➤ Şirket'in FMCG Pazar payı gelişimine bakıldığında; fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern FMCG pazarında Şirket 9A24'te %16,9'luk (9A23: %16,3), toplam FMCG pazarında ise %9,8'lik (9A23: %9,4) pazar payına sahip olmuştur. Artan mağaza sayısı & bunun sağladığı destekle satış alanlarının büyümesi ve kuvvetli mağaza trafiği, e-ticaret kanallarının net satışlar üzerindeki pozitif katkısının (tütün & alkol hariç 3Ç24'te toplam satışlardaki payı: %18,2), 2025 yılında da Şirket operasyonlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

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

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

➤ 2024&2025 Beklentileri: Şirket'in 2025 yılsonunda 293.6 milyar TL net satış geliri, 14.5 milyar TL FAVÖK ve 6.6 milyar TL net kâr; 2025 yılında ise 392 milyar TL net satış geliri, 20 milyar TL FAVÖK ve 10.5 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.

Kod	MGROS TI/MGROS IS	Kapanış	585,00	
Piyasa Değeri (mn TL)	105.917	Son 12 Ay En Yüksek	593,50	
Piyasa Değeri (mn \$)	2.962	Son 12 Ay En Düşük	394,48	
Firma Değeri (mn TL)	101.499	Beta	0,93	
Firma Değeri (mn \$)	2.832	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	23,88	
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	29,07	
Anahtar Rakamlar (mn TL)				
	* 2022	* 2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	202.823	262.299	293.562	392.163
Büyüme (%)		29,3%	11,9%	33,6%
FAVÖK	5.430	4.650	14.528	20.010
FAVÖK Marjı (%)	2,7%	1,8%	4,9%	5,1%
Net Kar	13.196	12.747	6.638	10.472
Pay Başına Kar	72,88	70,40	36,66	57,84
Temettü Verimi	1,6%	1,9%	0,6%	1,0%
Net Borç/FAVÖK (x)	0,53	1,15	0,55	0,33
Net Borç/Özsermaye (x)	0,07	0,10	0,15	0,10
Ortalama Özsermaye Karlılığı		27,8%	12,8%	18,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		10,2%	4,7%	6,6%
Değerleme Çarpanları				
	* 2022	* 2023	2024T	2025T
F/K	8,0	8,3	16,0	10,1
FD/FAVÖK	18,7	21,8	7,0	5,1
FD/Satışlar	0,5	0,4	0,3	0,3
F/DD	2,7	2,0	2,0	1,6
Getiri				
	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	6,9	44,7	6,9	46,3
\$ Getiri (%)	5,5	38,6	5,5	24,1
BIST-100 Relatif (%)	5,1	28,2	5,1	24,2



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

## Sabancı Holding (AL, Hedef Fiyat: 164,00 TL)

## Getiri Potansiyeli: %64

NAD içerisinde yüksek bankacılık payı 2025'te de hisse performansını destekleyebilir.

Sabancı Holding 9A24'de 144.057mn TL gelir elde ederken, başta bankacılık segmentinden ve diğer segmentinden gelen zararın negatif etkisiyle 11.826mn TL konsolide zarar açıkladı.

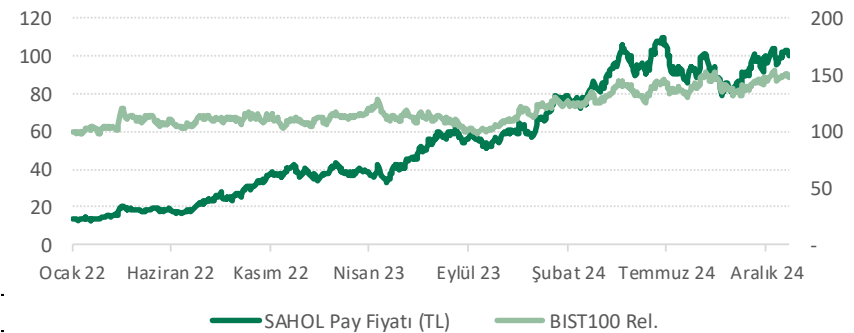
Sabancı Holding'in net aktif değerinin %42'si bankacılık ve finansal hizmetler, %33'ü enerji ve iklim teknolojileri, %14'ü malzeme teknolojileri, %6'sı dijital teknolojiler ve diğer, %5'i mobilite çözümleri segmentlerinden oluşuyor. Gelirlerin ise %58'i bankacılık ve finansal hizmetler, %20'si enerji, %4'ü mobilite çözümleri, %7'si malzeme teknolojileri, %6'sı dijital hizmetler ve %5'i diğer segmentlerden geliyor.

**2025 beklentilerimiz:** Holding'in gelirleri içerisinde %58 gibi önemli bir paya sahip bankacılık ve finansal hizmetler segmentinin, 2025'de faiz indirimlerinden pozitif etkileneneğini ancak yüksek nakit pozisyonu nedeniyle enflasyon muhasebesinden negatif etkilenmeyi sürdüreceğini düşünüyoruz.

**Enerjisa Üretim 2025'te Halka Arz Edilebilir:** Bloomberg'de Ekim ayında yer alan bir habere göre Bloomberg'de yer alan habere göre Sabancı Holding, Alman enerji şirketi E.ON SE ile eşit oranda pay sahibi olduğu Enerjisa Üretim'in halka arzı için Citigroup, JPMorgan ve Morgan Stanley'e yetki verdi. Habere göre hisse satışının 2025 yılı ilkbahar aylarında planlandığı belirtildi. Halka arz kararının, uluslararası yatırımcıların ilgisine bağlı olacağını, buna göre, enerjisa Üretim'in halka arzının 2025 yılının ikinci yarısında gerçekleştirilebileceğini düşünüyoruz.

**Sabancı Holding (SAHOL) için hedef fiyatımızı 164,00 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımızı 31 Ocak 2025 kapanışına göre %64 yükseliş potansiyeli taşıırken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.**

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	99,90		
Piyasa Değeri (Mn TL)	209.828	Son 12 Ay En Yüksek	111,00		
Piyasa Değeri (Mn \$)	5.867	Son 12 Ay En Düşük	70,29		
Firma Değeri (Mn TL)	268.582	Beta	1,12		
Firma Değeri (Mn \$)	7.589	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	58,2		
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	39,5%		
Anahtar Rakamlar (Mn TL)		2022A*	2023A*	2023/09A*	2024/09A
Satış Gelirleri	178.442	197.812	147.779	144.057	
Finans Sektörü Hasılatı					
Toplam Satış Gelirleri	629.308	766.313	553.230	664.725	
<i>Büyüme</i>		10,9%	0,0%	-2,5%	
Konsolide Net Kar (Mn TL)	56.916	22.274	2.918	-11.826	
Pay Başına Kar	27,89	10,92	1,43	-5,63	
Temettü Verimi	5,0%	6,5%	0,0%	0,0%	
Net Borç / Özsermaye (x)	0,08	0,10	-	0,21	
Ort. Özsermaye Karlılığı		7,0%	0,0%	0,0%	
Ortalama Aktif Karlılığı		0,7%	0,0%	0,0%	
Değerleme Çarpanları		2022A*	2023A*	2023/09A*	2024/09A
F/K	3,7	9,4		27,9	
FD/Satışlar	0,2	1,4		1,9	
F/DD	1,0	0,7		0,7	
Getiri		1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	4,1	20,0	4,1	42,1	
\$ Getiri (%)	2,6	14,9	2,6	20,6	
BIST-100 Relatif (%):	2,3	6,3	2,3	20,7	



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022, 2023 ve 2023/09 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Turkcell (AL, Hedef Fiyat: 148,48 TL)

## Getiri Potansiyeli: %37

Kontratlı ürün yapısı ve zamların kullanıcılara peyderpey yansımaları nedeniyle, 2024'de başlayan dezenflasyonist süreçte de Turkcell, reel olarak büyümeye devam etti. 9A24'de net abone kazanımı 1 milyon olurken, toplam abone sayısı 2023 sonundaki 42,5mn'den 43,5mn'ye yükseldi. Genişleyen abone tabanı ve güçlü ARPU büyümesi satış gelirlerini destekleyerek reel büyümenin temellerini oluşturdu.

**Daha kısa kontrat süreleri:** Sabit genişbant segmentinde abonelerin 12 ay taahhütlü paketlere yönlendirilmesi sayesinde fiyat artışlarının abonelere daha kolay yansımaları hedefleniyor. Bu strateji sayesinde, bireysel fiber abone içerisinde 12 ay taahhütlü tarifelerdeki abone payı %74'e ulaştı ve bireysel fiber ARPU yıllık bazda %13,7 büyümeye kaydetti.

Net borç Devredilen Ukrayna operasyonlarından yansıyan tek seferlik 11.214mn TL gelir sayesinde 2024/06 sonundaki 39.765mn TL seviyesinden 2024/09 sonunda 19.038mn TL seviyesine geriledi.

**2024 yılı beklentileri:** Turkcell, 2024 yılı için yaklaşık %7 reel gelir büyümesi, yaklaşık %42 FAVÖK marjı ve yaklaşık %23 seviyesinde operasyonel harcamalar/gelir gerçekleşmesi bekliyor. Bizim beklentilerimiz %8,1 gelir büyümesi ve %42,5 FAVÖK marjı şeklindedir.

**4Ç24'de** ise kullanılmayan hat kapamaları gerçekleştiğinden, ön ödemeli abone sayısında düşüş ile beraber mobil tarafta net abone kaybı gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Rekabetçi fiyatlama ortamına rağmen tarifelere yansımaları sürdüren zamlar ile Reel ARPU büyümesinin sürmesini ve gelirleri desteklemesini bekliyoruz. 4Ç24'de cironun %16 reel büyüme ile 44.011mn TL'ye ulaşmasını, FAVÖK'ün 17.857mn TL, net karın 2.930mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. **4Ç24 finansallarının Şubat ayının son haftasında açıklanması bekleniyor.**

**2025 yılında** mobil ARPU'da son dönemde gözlenen yavaşlamayı da göz önüne alarak, dezenflasyonist süreç ve rekabetçi fiyatlama ortamı nedeniyle; ARPU ve gelir tarafında reel büyüme sürse de normalleşme bekliyoruz. E-sim gibi alternatif iletişim yöntemleri mobil abone bazındaki genişleme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturuyor. Bununla beraber genişleyen faturalı abone tabanı ve müşterileri daha yüksek paketlere geçirme başarısının söz konusu riskleri dengeleyebileceğini düşünüyoruz.

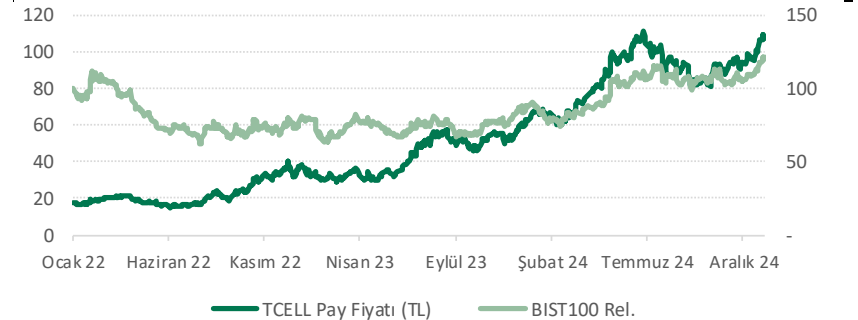
**Beklentilerimiz doğrultusunda Turkcell (TCELL) hissesi için pay başına 148,48 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Ocak 2025 kapanışına göre %37 yükseliş potansiyeli taşıyan AL tavsiyemizi koruyoruz.**

Kod	TCELL.IS	Kapanış	108,10
Piyasa Değeri (Mn TL)	237.820	Son 12 Ay En Yüksek	111,81
Piyasa Değeri (Mn \$)	6.650	Son 12 Ay En Düşük	59,10
Firma Değeri (Mn TL)	256.858	Beta	1,01
Firma Değeri (Mn \$)	7.208	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	64,7
Halka Açıklık Oranı (%)	54,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	60,4%

Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024T	2025T
Satış Gelirleri	134.975	154.653	165.788	229.082
Büyüme		14,6%	7,2%	38,2%
FAVÖK	52.854	63.349	69.963	98.505
FAVÖK Marjı	39,2%	41,0%	42,2%	43,0%
Net Kar (Mn TL)	9.934	18.125	24.773	23.188
Pay Başına Kar	4,52	8,24	11,26	10,54
Temettü Verimi	3,5%	6,6%	2,5%	2,4%
Net Borç / FAVÖK (x)	1,04	0,58	1,47	1,35
Net Borç / Özsermaye (x)	0,35	0,21	20,97	27,40
Ort. Özsermaye Karlılığı		10,8%	27,3%	475,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		5,2%	13,7%	307,2%

Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024T	2025T
F/K	23,9	13,1	9,6	10,3
FD/FAVÖK	1,1	4,1	3,7	2,6
FD/Satışlar	0,4	1,7	1,5	1,1
F/DD	2,2	1,3	48,4	49,0

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	16,5	31,5	16,5	62,6
\$ Getiri (%)	14,9	26,0	14,9	38,0
BIST-100 Relatif (%):	14,5	16,5	14,5	38,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* 2022 ve 2023 finansalları 2024'e göre TMS-29 kapsamında endekslenmiştir.

# Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: TRY 495,50) Getiri Potansiyeli: 56%

## Operasyonel Çeşitlilikle Dengeli Büyüme...

➤ Türk Hava Yolları'nın hem güçlü & operasyonel filo yapılanmasını hem de ilerleyen dönemlerde filoya dahil olacak uçaklarla birlikte önemli bir büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz. Kargo operasyonlarının THY'nin operasyonel yapısını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket'in bölgesel gelir dağılımının, kurlardaki oynaklığa karşı THY'ye doğal hedging görevi sağlamakta olduğunu ve Şirket gelirleri açısından destekleyici olduğunun altını çiziyoruz. 31 Ocak 2025 kapanışı baz alınarak yeni hedef fiyatımız, **Şirket için %56'lık getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2025T F/K 3.80x ve 2025T FD/FAVÖK 4.08x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ Şirket, Aralık 2023'e kıyasla Aralık 2024'te toplam yolcu sayısında yıllık %5,3'lük yükseliş kaydetmiştir. THY'nin Aralık 2024'teki toplam yolcu sayısı 6.44mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Aralık 2024'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %67,1'e ulaşmıştır. THY, Aralık 2024'te yıllık bazda %6,5 artışla 4.3mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %3,0 oranında yükselerek 2.12mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Aralık 2024'te yıllık bazda 0.8 yp artış göstererek %80,7 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Aralık 2024'te yıllık bazda %3,7 artış göstermiştir. 2023'e kıyasla 2024 yılında ise THY'nin toplam yolcu sayısında yıllık %2,1'lik yükseliş gerçekleşmiş olup THY'nin 2024'te toplam yolcu sayısı 85.2mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, 2024'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %64,1'e ulaşmıştır. THY, 2024'te yıllık %2,9 artışla 54.6mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %0,7 oranında yükselerek 30.6mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı 2024'te yıllık 0.4 yp daralma göstererek %82,2 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise 2024'te yıllık %20,6 artış göstermiştir.

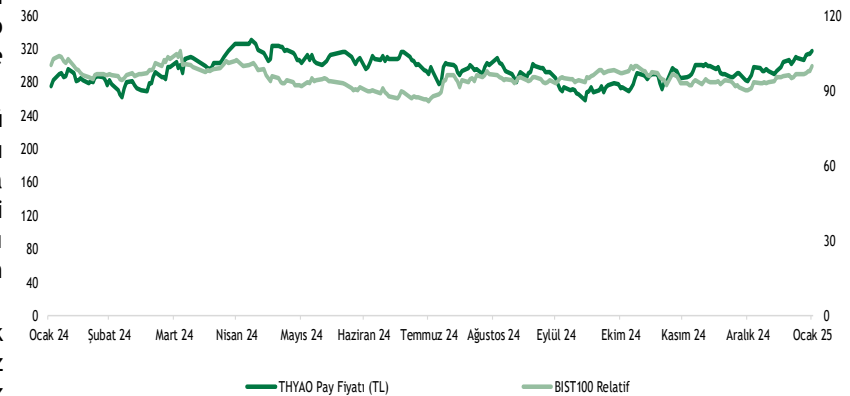
➤ Şirket, THY markası altındaki uçak sayısının 2033 yılına kadar 800'ü geçmesini beklerken yolcu sayısının ise 2033 yılında 170mn üstüne çıkmasını beklemektedir. THY, net borç/FAVÖK rakamının 2023 yılında 1-1,5x aralığında gerçekleşmesini, 2033 yılında ise bu rakamın 2-2,5x aralığında olabileceğini öngörmektedir.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

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

Kod	THYAO.TI/THYAO.IS	Kapanış	317,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	437.460	Son 12 Ay En Yüksek	332,00
Piyasa Değeri (Mn \$)	12.232	Son 12 Ay En Düşük	257,50
Firma Değeri (Mn TL)	719.654	Beta	0,98
Firma Değeri (Mn \$)	20.503	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	275,9
Halka Açıklık Oranı (%)	50,55	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	28,00

Anahtar Rakamlar (US\$ mn)	2022	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	18.426	20.942	22.528	24.048
Büyüme (%)	72,4%	13,7%	7,6%	6,7%
FAVÖK	4.947	5.533	4.962	5.023
FAVÖK Marj (%)	26,8%	26,4%	22,0%	20,9%
Net Kar	2.725	6.021	3.499	3.220
Pay Başına Kar	1,97	4,36	2,54	2,33
Net Borç/FAVÖK (x)	1,7	1,3	1,2	1,9
Net Borç/Özsermaye (x)	0,9	0,5	0,3	0,4
Ort. Özsermaye Karlılığı	32,9%	47,6%	20,2%	15,5%
Ort. Aktif Karlılığı	9,5%	18,1%	9,1%	7,2%

Değerleme Çarpanları	2022	2023	2024T	2025T
F/K	4,49	2,03	3,50	3,80
FD/FAVÖK	4,14	3,71	4,13	4,08
FD/Satışlar	1,11	0,98	0,91	0,85
F/DD	1,17	0,73	0,59	0,51
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	12,81	16,33	12,81	16,22
\$ Getiri (%)	11,24	11,41	11,24	-1,40
BIST-100 Relatif (%)	10,85	3,07	10,85	-1,29



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

## Vadesiz mevduat pazar payı kazanımında lider

Son 1 yılda vadesiz mevduat pazar payı kazanımındaki lider konumunu, yaygın mevduat müşteri tabanını, ihtiyatlı maliyet yönetimi politikasını, güçlü kredi karşılık oranlarını, 16,5 milyona ulaşan yaygın mevduat müşteri tabanı ve müşteri penetrasyonu göz önünde bulundurarak AL önerimizi koruyoruz. Son bir yılda, ödeme sistemlerinin de desteğiyle, çekirdek bankacılık gelirlerindeki güçlü artış ile rakipleri arasında ikinci sıradadır.

Banka 4Ç24 solo finansal sonuçlarında beklentilerin hafif üzerinde 6,611 milyon TL net kar açıklamıştır. Banka yönetimi 2025 yılı için görece ihtiyatlı bütçesinde orta-%20 seviyesinde maddi özkaynak karlılığı öngörmektedir.

**2025 yılında en kuvvetli kar artışını Yapı Kredi Bankası için modelliyor, yıllık bazda oldukça kuvvetli %79 kar artışı bekliyoruz.** 49,47 TL olan hedef fiyatımızın %61 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 5,0x F/K ve 1,08x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %2 iskontolu) ve %24 ortalama özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

**Vadesiz mevduat pazar payı kazanımında lider.** Banka son 1 yılda vadesiz mevduatlardaki 10 baz puan pazar payı kazanımı ile özel bankalar arasında lider konumdadır. Vadesiz mevduatların ağırlığı %45 olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir ve mevduat fiyatlandırmasında avantaj sağlamaktadır. 16,5 milyona ulaşan yaygın mevduat müşteri tabanı da önemli bir avantajdır. Ancak TL kredi-mevduat rasyosu %102 olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir.

**İhtiyatlı maliyet yönetimi politikası.** Komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %95 seviyesinde kuvvetli olup sektör ortalaması %78 seviyesinin oldukça üzerindedir. Müşteri penetrasyonu ve işlem sayısındaki artışla birlikte ödeme sistemlerinin komisyon gelirlerine desteği olumludur. Faaliyet giderlerinin yıllık artış oranı ihtiyatlı maliyet yönetimi politikası ile %67 olup özel bankalar ortalamasının gerisindedir.

**Toplam karşılık oranı %3,8 olup, özel bankalar arasındaki lider konumda.** TGA oranı, teminatsız tüketici kredilerindeki yeni intikaller ile %3,1 seviyesinde olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir. Ancak ticari kredilerden tahsilatlar kuvvetlidir ve tüketici kredileri için kredi karşılıkları 2024 yılında önemli ölçüde artmıştır.

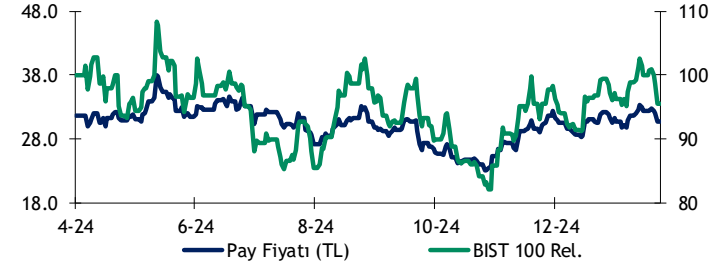
Beklentimizden daha olumsuz seyreden TL fonlama maliyetleri ve aktif kalitesinde bozulma hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	259,493	Beta (12A)	1.44
Piyasa Değeri (USD mn)	7,264	Ort. Günlük Hacim	4,665
Kapanış	30.72	Yabancı Payı	33.5%
12 Ay Yüksek	39.46	Halka Açıklık (%)	39.0%
12 Ay Düşük	19.97	Ağırlık	3.5%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	72,902	75,914	94,892	111,972
% Fark, Yıllık	-5.3%	4.1%	25.0%	18.0%
Net ücret ve komisyon geliri	34,482	73,097	98,682	126,312
% Fark, Yıllık	144.0%	112.0%	35.0%	28.0%
Net kar	68,009	29,017	51,912	80,580
% Fark, Yıllık	1238.9%	-57.3%	78.9%	55.2%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	3.0%	3.1%	3.6%	3.4%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	0.1%	0.6%	1.9%	1.4%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	6.2%	0.9%	3.9%	3.1%
Ortalama aktif getirisi	4.8%	1.4%	1.9%	2.3%
Ortalama özkaynak getirisi	44.6%	15.6%	24.0%	29.9%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	2.4	8.5	5.0	3.2
F/DD	0.92	1.28	1.08	0.87



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-9.2	21.4	-6.3	36.8
US\$ Getiri (%):	-10.5	16.1	-13.4	16.0
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-6.9	9.8	-0.1	20.7

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

## Tavsiye Listesi

## Şeker Yatırım

## Tavsiye Listesi

3 Şubat 2025

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	64,85	96,62	337.220	502.401	49,0%	7,96	1,40
GARAN	AL	127,30	178,86	534.660	751.224	40,5%	5,80	1,62
HALKB	TUT	20,38	22,88	146.426	164.417	12,3%	11,03	1,06
ISCTR	AL	14,16	21,47	354.000	536.761	51,6%	6,45	1,22
TSKB	AL	13,61	18,66	38.108	52.261	37,1%	4,21	1,30
VAKBN	TUT	27,46	32,65	272.291	323.787	18,9%	7,31	1,35
YKBNK	AL	30,72	49,47	259.493	417.850	61,0%	8,94	1,35
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	169,80	299,18	430.595	758.698	76,2%	9,93	0,84
SAHOL	AL	99,90	164,00	209.828	344.463	64,2%	29,62	0,76
TAVHL	AL	277,75	392,20	100.901	142.479	41,2%	11,48	1,66
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	208,20	251,20	39.859	48.091	20,7%	20,53	2,18
AKSEN	AL	41,10	55,00	50.403	67.450	33,8%	9,70	1,31
ARCLK	AL	127,00	195,65	85.817	132.209	54,1%	50,81	1,28
ASELS	AL	88,70	102,00	404.472	465.120	15,0%	44,21	3,26
BIMAS	AL	550,00	766,10	333.960	465.176	39,3%	15,51	3,31
CCOLA	AL	57,05	78,30	159.630	219.079	37,2%	7,91	2,98
CIMSA	AL	53,35	67,20	50.447	63.544	26,0%	10,95	2,03
DOAS	AL	188,10	301,90	41.382	66.418	60,5%	3,97	0,81
EREGL	AL	22,44	35,77	157.080	250.408	59,4%	8,41	0,69
FROTO	AL	929,50	1.491,00	326.171	523.205	60,4%	6,39	3,22
KRDMD	AL	27,30	40,79	21.300	31.824	49,4%	13,03	0,64
MGROS	AL	585,00	794,50	105.917	143.847	35,8%	16,65	1,96
PETKM	TUT	17,49	25,42	44.327	64.419	45,3%	2,28	0,72
PGSUS	AL	234,50	361,20	117.250	180.600	54,0%	5,06	1,56
SELEC	TUT	69,80	92,00	43.346	57.132	31,8%	32,55	2,08
SISE	AL	38,02	60,70	116.463	185.941	59,7%	6,30	0,65
TCELL	AL	108,10	148,48	237.820	326.666	37,4%	5,49	1,36
THYAO	AL	317,00	495,50	437.460	683.795	56,3%	2,40	0,71
TOASO	AL	222,50	299,40	111.250	149.698	34,6%	9,25	2,52
TTKOM	AL	50,55	74,82	176.925	261.865	48,0%	6,89	1,31
TUPRS	AL	141,20	230,64	272.064	444.392	63,3%	4,32	1,13
VESBE	AL	15,17	26,64	24.272	42.619	75,6%	15,26	0,85
ZOREN	TUT	4,08	5,40	20.400	27.000	32,4%	1,42	0,34

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



## Şeker Yatırım

### UYARI NOTU:

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

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

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

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