

# Aylık Strateji

Mart 2025

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

## Trump göreve hızlı başladı...

Öneri: AL

20 Ocak'ta göreve başlayan Trump, tarife güncellemelerine hızlı bir giriş yaparak tüm dünyanın çelik ve alüminyum ithalatına %25 gümrük vergisi getirirken, ABD'ye ihracat yapan tüm ülkelere mukabiliyet kapsamında tarifeler uygulanması için inceleme başlatılması, ABD ve global ekonomide büyüme ve enflasyon endişelerini artırırken risk iştahını zayıflattı. Diğer yandan jeopolitik anlaşmazlıklara da hızlı bir giriş yapan Trump'ın, Gazze'nin boşaltılarak turizm merkezi inşaa edilmesi için ABD'nin kontrolüne verilmesi planını açıklamasının hemen ardından Rusya-Ukrayna savaşına son vermek için Avrupa ve Ukrayna'nın katılımı olmadan Rusya ile barış görüşmelerine başlaması, enerji fiyatları üzerinden enflasyon baskılarını azaltsa da transatlantik ittifakında gerilimin artmasına neden oldu. Trump tarafından yapılan bu hamleler gelişmeleri izleyen Fed'in faiz indirimlerini ötelemesine ve 2025 yılı içinde sadece bir indirim olabileceği beklentilerinin kuvvetlenmesine neden oldu.

Yurt içinde ise beklentilerin üzerinde gelen Ocak enflasyonu ve ısınan siyasi ortam, risk iştahında zayıflığa neden olurken Ocak enflasyonunun beklentilerin üzerinde gelmesine neden olan sağlık hizmetlerinde katılım payı artışı, Şubat ayında geri alındı. Bu gelişmenin enflasyon üzerinde yaratacağı olumlu katkının TCMB'nin Mart ayında yapılacak toplantısında faiz indirimlerine devam etme konusunda elini kuvvetlendirmesini bekliyoruz.

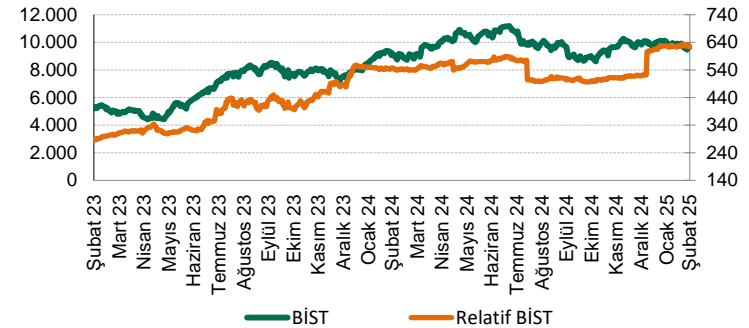
Mart ayında global piyasaların öncelikli olarak Trump'ın başta tarifeler ve Rusya ile yürüttüğü barış görüşmeleri olmak üzere atacağı adımları takip edeceğini düşünüyoruz. Bunun yanında başta ABD'de ve global piyasalarda açıklanacak makroekonomik verilere ve faizlerde bir değişikliğe gitmesi beklenmeyen Fed'in açıklamalarına odaklanılacağını düşünüyoruz. Diğer yandan, Ocak ayında faiz indirimlerine devam eden AMB'nin ve Şubat ayında indirim yapan BoE'nin enflasyon gerçekleştirmelerine bağlı olarak faiz indirimlerine devam etmesi beklenmektedir.

Yurtiçinde ise artan siyasi gerginliklere bağlı gelişmelerin yanında 6 Mart'ta açıklanacak TCMB faiz kararı yakından takip edilecektir. Diğer yandan açıklanacak makroekonomik veriler ve uygulanan dezenflasyon sürecine yönelik atılacak adımlar da piyasanın odağında yer alacaktır. Jeopolitik tarafta Rusya-Ukrayna savaşı, Suriye ve Gazze konusundaki gelişmeler de takip edilecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	9.659	-3,46%	-1,7%
BIST - 100, USD	265	-5,1%	-4,7%
MSCI Turkey	289.915	-4,6%	-3,0%
MSCI EMEA	214	0,4%	4,9%
MSCI EM	1.097	0,4%	2,0%
Gösterge Tahvil	38,20%	4bps	-236bps
USD/TL	36,3812	1,73%	3,12%
EUR/TL	37,8234	1,82%	2,96%
F/K			
Bankacılık	6,6		
Sanayi	10,6		
Demir&Çelik	11,9		
GYO	3,9		
Telekom	5,5		
2025T F/K	6,3		

\*Kapanış 28 Şubat 2025

BIST & Portföy



## TCMB faiz indirimlerine devam edecek...

Yurt içinde ısınan siyasi ortam ve global tarafta Trump politikaları ile düşen risk iştahının etkisinde Şubat ayında 9.983-9.422 bandında dalgalı bir seyir izleyen BIST 100 endeksi, ayı %3,46 düşüyle 9.658,72 puandan kapandı. Sınai endeks ayı %3,99 düşüyle tamamlarken Bankacılık Endeksi ise %1,45 yükseliyle pozitif ayrışmasını sürdürdü.

Enflasyondaki gelişmelere bağlı olarak TCMB'nin faiz indirimlerine yılın genelinde devam edeceği ve 2025 yılında riskli varlıklara olan ilginin artacağı yönündeki beklentilerimizi koruyoruz. Buna karşın, Trump'ın politikalarının yarattığı gerginlikler ile global risk algısının yükselmesi ve yurt içinde tekrar gerilen siyasi ortamın yarattığı momentum kaybı; risk alma iştahında beklenen artışın ötelenmesine neden olmaktadır.

Ancak, enflasyon gelişmelerinde majör bir bozulma olmaması durumunda TCMB'nin faiz indirimlerine devam etmesi ve Trump belirsizliği nedeniyle Fed'in parasal gevşeme döngüsü yavaşlasa da 2025 yılının genelinde büyük merkez bankalarının parasal gevşeme sürecine devam edeceği beklentilerinin risk iştahını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Trump'ın Rusya-Ukrayna gibi jeopolitik risklerde azalmayı sağlaması durumunda, enerji fiyatlarındaki gerilemenin global dezenflasyonist sürece katkı sağlaması da risk iştahını destekleyecektir.

Yurt içinde artan siyasi tansiyonun tüketici güveninde bir bozulmaya neden olmayacağı varsayımı altında, dezenflasyon sürecine maliye politikasının da katkı sağlaması ile makro verilerdeki iyileşmenin iç talebi destekleyerek reel sektör kesiminde de kademeli toparlanmaya neden olması beklenmektedir. Bu gelişmeler doğrultusunda derecelendirme kuruluşlarının yılın ikinci yarısında not iyileştirmelerine devam etmesi de 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 %55 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey endeksi 2025T 6.67x ve 0.87x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 45,5% ve 46,6% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde değişikliğe gitmiyoruz.

### Piyasa Riskleri

- Yeni ABD Başkanı Trump'ın küresel ticareti ve büyümeyi etkileyecek şekilde gümrük tarifelerinde agresif bir tutum sergilemesi ve diğer ülkelerin aynı şekilde karşılık vermesi,
- Yurt içinde uygulanan dezenflasyon sağlayıcı politikalara rağmen enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi,
- Global enflasyonda son aylarda görülen yukarı yönlü eğilimin sürmesi ve enflasyonun öngörülenden daha yapışkan hale gelmesi
- Başta İsrail-Filistin ve Rusya-Ukrayna arasında olmak üzere süregelen gerginliklerin çözümden uzak hale gelmesi ile jeopolitik risklerin yükselmesi,

### Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	67,30	96,62	43,6%	3,8%	7,5%
ASELS.TI	93,45	114,00	22,0%	5,4%	9,1%
CIMSA.TI	45,02	67,20	49,3%	-15,6%	-12,6%
FROTO.TI	882,50	1.491,00	69,0%	-5,1%	-1,7%
ISCTR.TI	15,17	21,47	41,5%	7,1%	11,0%
MGROS.TI	562,00	794,50	41,4%	-3,9%	-0,5%
SAHOL.TI	96,80	164,00	69,4%	-3,1%	0,4%
TCELL.TI	100,70	148,48	47,4%	-6,8%	-3,5%
THYAO.TI	308,25	495,50	60,7%	-2,8%	0,7%
YKBNK.TI	29,40	49,47	68,3%	-4,3%	-0,9%
Ortalama				-2,3%	1,2%

\*Kapanış 28 Şubat 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

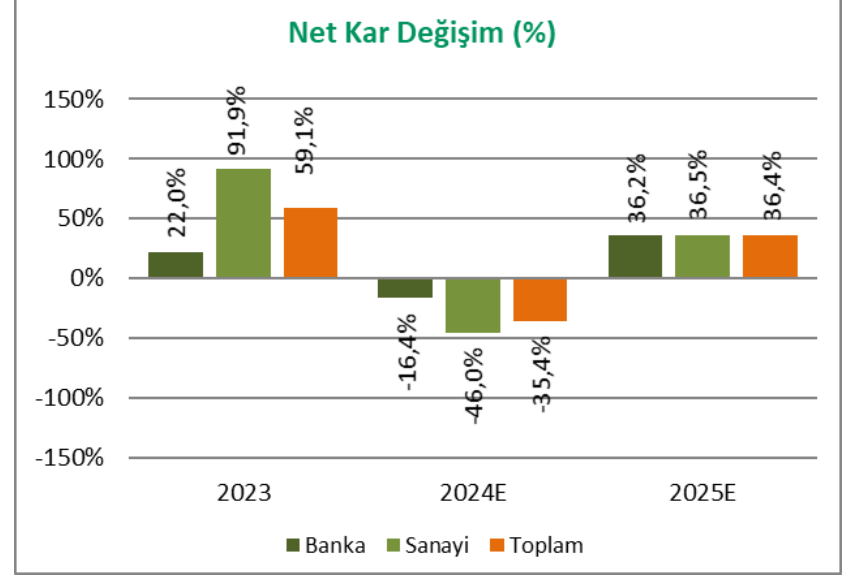
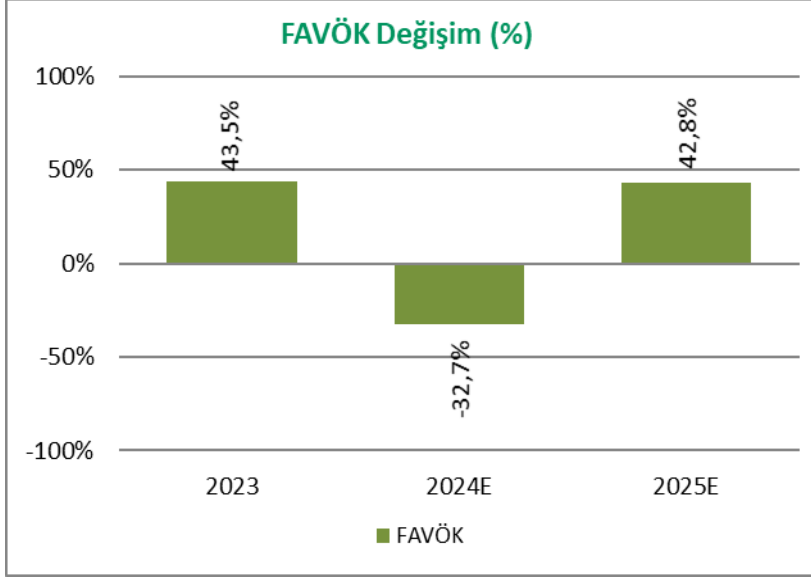
Havacılık

Perakende

Telekom

Enerji

# Toparlanma yılı olacak...



2024 yılında takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %46,0, FAVÖK'ünün ise %32,7 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.

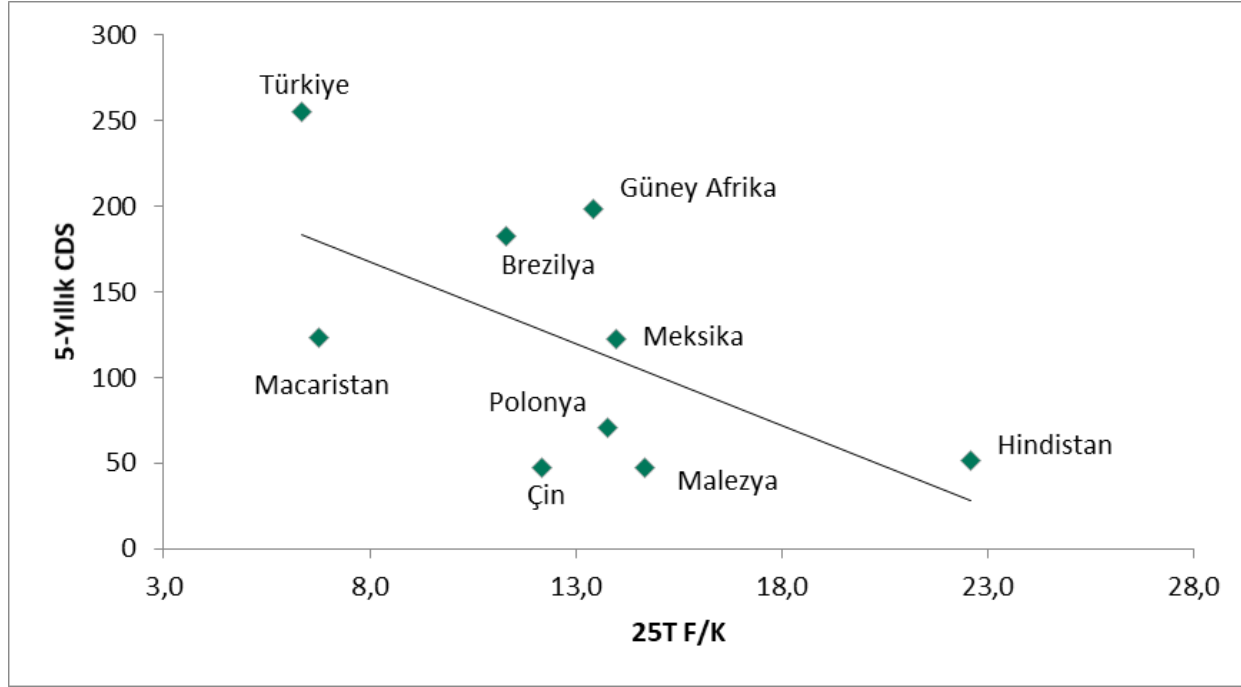
## Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %2,7 düşüş göstermesiyle birlikte MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %10,5, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %9,0 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Türkiye</b>	-4,6%	-3,4%	-2,7%	1,7%
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	0,4%	1,7%	7,5%	1,6%
<b>MSCI EMEA</b>	0,4%	5,7%	6,1%	4,4%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	6,2%	18,5%	10,6%	12,4%
<b>MSCI Dünya</b>	-0,8%	-0,1%	14,0%	3,5%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	5,2%	5,3%	10,5%	-0,1%
<b>MSCI EMEA</b>	5,2%	9,5%	9,0%	2,7%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	11,3%	22,7%	13,7%	10,6%
<b>MSCI Dünya</b>	3,9%	3,4%	17,2%	1,8%

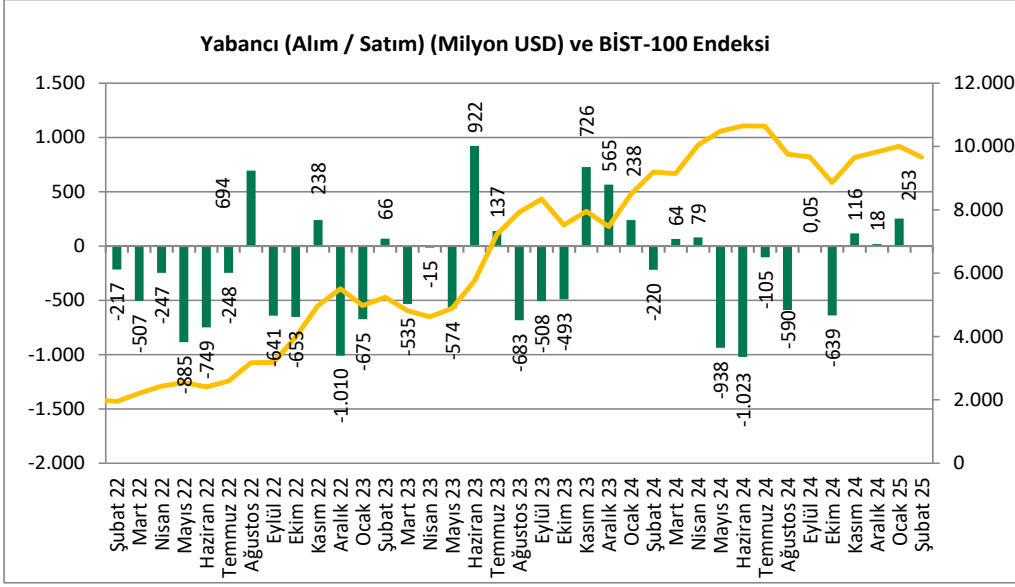
28 Şubat 2025 itibariyle

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

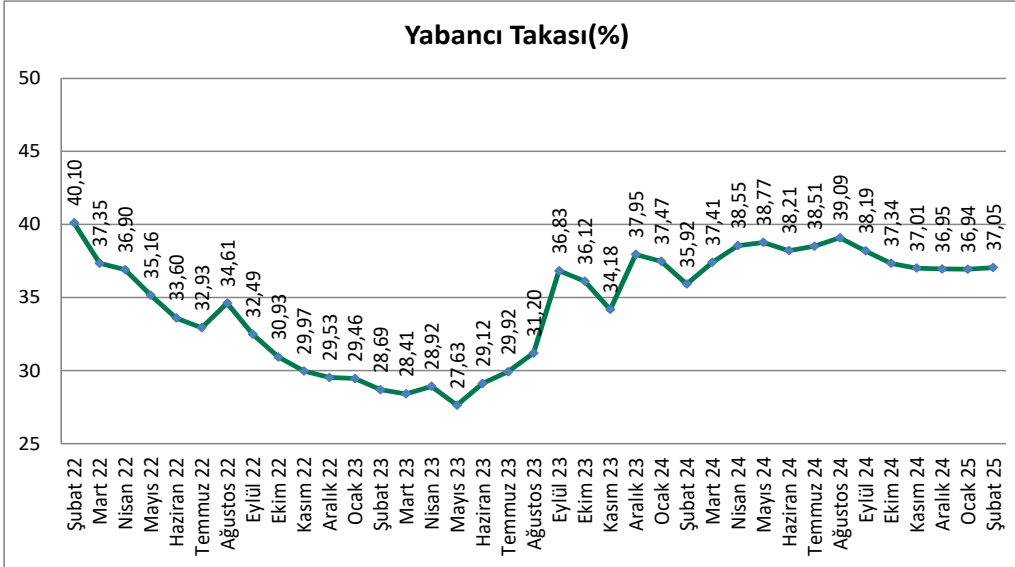


28 Şubat 2025 itibariyle

# Yabancı payı...

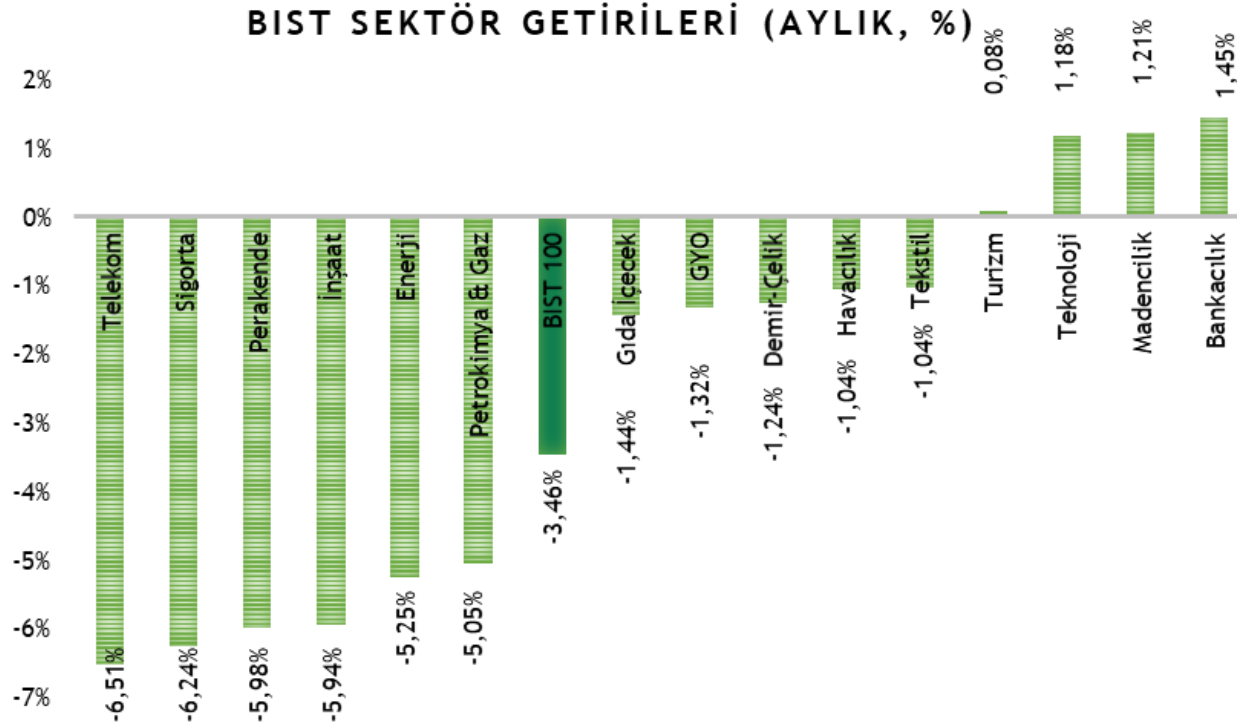


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2025 Ocak ayında toplam 253 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2025 yılı Şubat ayında %37,05 seviyesinde gerçekleşti.

## Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da Şubat 2025 sonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör aylık %1,45 yükselişle Bankacılık sektörü olmuştur.

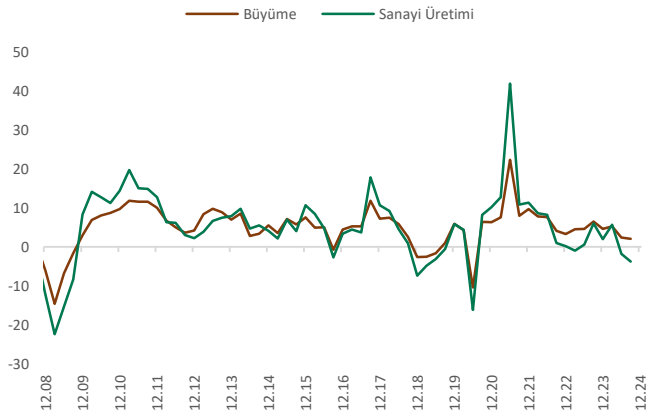


# Makroekonomik Görünüm

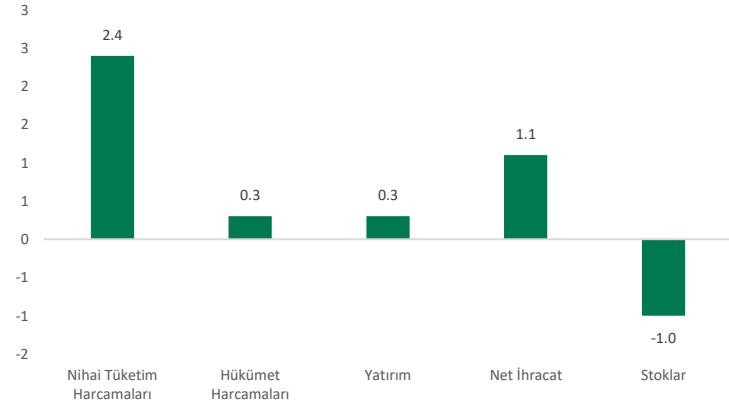
## Büyüme/2024 – 4.Çeyrek

TÜİK tarafından açıklanan büyüme verilerine göre Türkiye ekonomisi yılın son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %3 büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre %1.7 arttı. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, 2024 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %3.1 arttı. Üretim yöntemine göre cari fiyatlarla GSYH, 2024 yılında bir önceki yıla göre %63,5 artarak 43 trilyon 410 milyar 514 milyon TL oldu. Kişi başına GSYH 2024 yılında cari fiyatlarla 507 bin 615 TL, ABD doları cinsinden 15 bin 463 olarak hesaplandı. İşgücü ödemelerinin cari fiyatlarla Gayrisafi Katma Değer içerisindeki payı geçen yıl %32.5 iken bu oran 2024 yılında %37.9 oldu. Net işletme artışı/karma gelirin payı ise %47 iken %42.2 oldu. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2024 yılında bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; inşaat sektörü toplam katma değeri %9.3, ürün üzerindeki vergiler eksi sübvansiyonlar %7.7, finans ve sigorta faaliyetleri %4.9, tarım %3.9, bilgi ve iletişim faaliyetleri %3.4, hizmetler %3.1, gayrimenkul faaliyetleri %2.4, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %1.8, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %1.4, diğer hizmet faaliyetleri %1.2 ve sanayi %0.5 arttı. Takvim etkisinden arındırılmış veride %3.1 seviyesinde beklentimize paralel bir gerçekleşme yaşanmıştır. Yılsonu gerçekleşmeleri dikkate alındığında iki husus göze çarpmaktadır. Birincisi, parasal sıkılaştırmanın ekonomik aktiviteyi soğutarak büyüme ve enflasyonu geriletmesi. Diğer önemli husus ise, kurdaki sakin seyrin dolar cinsi kişi başı geliri tarihe zirveye taşımasıdır. Enflasyon katkısıyla büyüyen ekonomik faaliyetler ve gelire rağmen kurdaki yükselişin enflasyonun oldukça gerisinde kalması, satın alma gücü ve kişi başı gelire belirgin pozitif katkı sağlamıştır. İnşaat, finans ve hizmetler gibi sektörlerdeki canlılığa rağmen sanayi üretimindeki yavaşlama para politikasındaki son dönem uygulamaların bir yansımasıdır. Bu ayrışmadaki makasın bu seviyelerde açılması, hedef değerlerin uzağında olduğumuzu gösteriyor.

### Büyüme ve Sanayi Üretimi (yıllık % değişim)



### Büyümenin Kaynakları

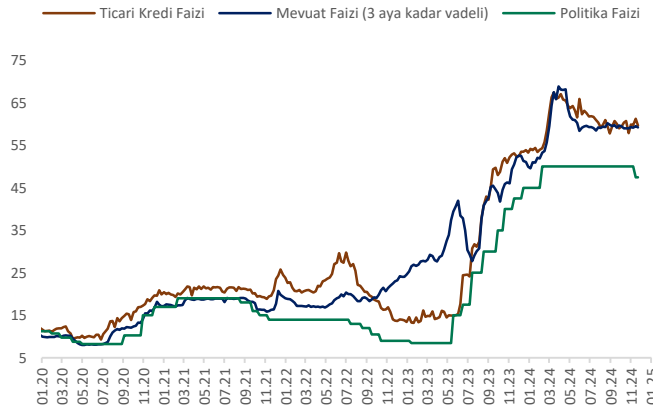


# Makroekonomik Görünüm

## 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 indirime 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 (%)

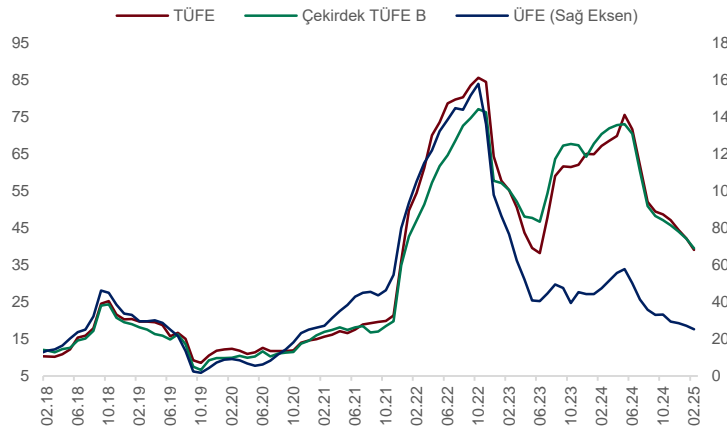


# Makroekonomik Görünüm

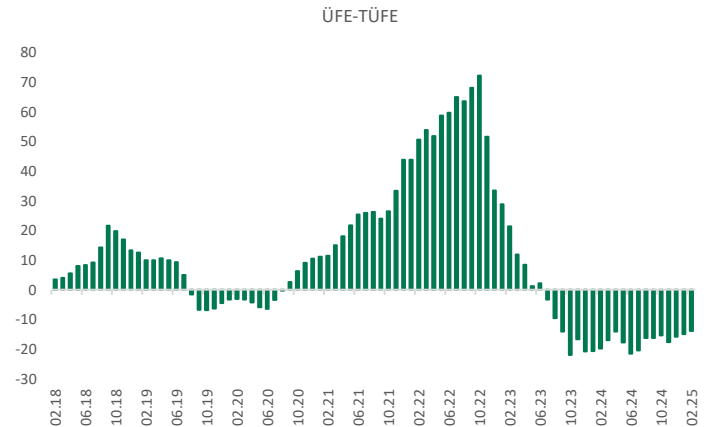
## Enflasyon – Şubat

TÜFE Şubat'ta bir önceki aya göre %2.27 artarken yıllık enflasyon %39.05 seviyesinde gerçekleşti. Piyasa ve bizim beklentilerimizin oldukça altında gerçekleşen aylık enflasyon, yıllık enflasyonu da belirgin şekilde yavaşlattı. Endekste %55.5 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %41.65 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 %2.32 olurken yıllık enflasyon %39.47 düzeyinde gerçekleşti. Şubat enflasyon dinamiklerini belirgin şekilde yavaşlatan iki kalem giyim ve ayakkabı ile sağlık harcamaları oldu. Ocak'ta getirilen katkı paylarının kısmen geri çekilmesi sağlık harcamalarında aylık %4.38 düşüş meydana getirirken, giyim ve ayakkabıdaki aylık düşüş %5.06 düzeyinde. Üretici fiyatları ise Şubat'ta aylık %2.12 artarken ÜFE'deki yıllık değişim %25.21 seviyesinde gerçekleşti. ÜFE'de alt endekslere baktığımızda ana sanayi gruplarının yıllık değişimleri ara mallarında %21,16 artış, dayanıklı tüketim mallarında %34,52 artış, dayanıksız tüketim mallarında %33,52 artış, enerjide %19,18 artış ve sermaye mallarında %24,16 artış olarak gerçekleşti. Üretici fiyatlarındaki uzun süredir devam eden aylık fiyatlardaki düşük seyrin canlandığını görüyoruz. Enflasyonun genel seyri dikkate alındığında göze çarpan en önemli başlık hizmet enflasyonu olmaya devam ediyor. 2024 Nisan ayındaki %97 zirvesinden kademeli düşüşe geçen hizmet enflasyonu, Şubat ayında %59.78 seviyesine gerilemiş durumda. Manşet enflasyonun oldukça üzerinde seyreden bu seviye, mal ve hizmet enflasyonu arasındaki ayrışmayı gözler önüne seriyor. Öte yandan eğitim gibi hala aylık %10 seviyesinde aylık artış gösteren hizmet kalemleri, bu alandaki dezenflasyonun daha fazla emek ve sabır gerektirdiğine işaret ediyor. Piyasalarda beklentilerin oldukça altına gerileyen enflasyon verisi sonrası, Mart ayındaki faiz indiriminin kesinleştiği yönünde bir beklenti hâkim. Bu kapsamda yılın ilk yarısı faiz indirimleri ve ekonomik aktivitedeki değişimin etkilerini görme açısından kritik bir dönem olacaktır. Para politikası duruşunun yılın ikinci yarısında bu gelişmelere göre ayarlanacağını tahmin ediyoruz.

### TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



### ÜFE-TÜFE Makası

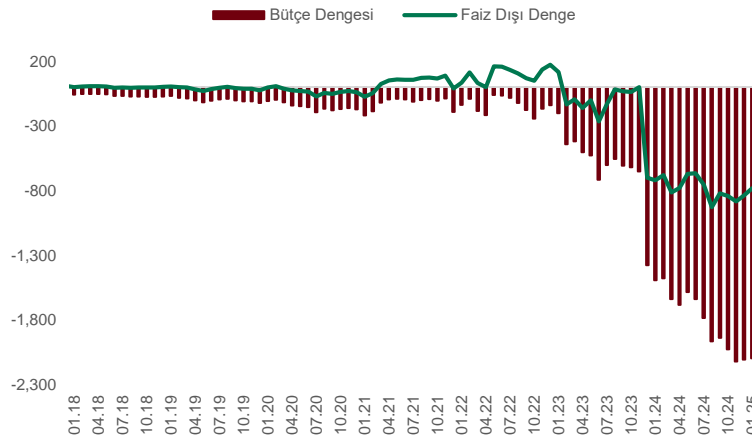


# Makroekonomik Görünüm

## Bütçe – Ocak

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı Ocak ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 917 milyar TL, bütçe giderleri 1.056,3 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 893.3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 139.3 milyar TL olurken faiz dışı denge 23.8 milyar TL fazla vermiştir. Bütçe performansında yılsonu gerçekleşmeleri düşünüldüğünde, uzun süredir devam eden enflasyonist baskı ve etkisi zayıf kalan mali tedbirler bütçe açığında tarihi zirveleri beraberinde getirmiştir. Yeni yılla birlikte, para politikasına maliye politikasından gelecek desteğin önemi artmış ve maliye politikasına düşen görev yükü kritik hale gelmiştir. Ocak ayı bütçe detaylarında Elektrik Üretim A.Ş.'ye yapılan transferler 14.2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (önceki ay 15.3 milyar ve 2024 boyunca 213.7 milyar transfer yapılmıştır). BOTAŞ'a kış mevsimi etkisiyle 35 milyar transfer yapılmıştır (önceki ay 29 milyar ve 2024 toplamı 66 milyar TL) Gider kalemlerinin yıllık artış performansı incelendiğinde enflasyonun genel olarak gerisinde kaldığını görüyoruz. Fakat mal ve hizmet alımı gibi, kamunun kemer sıkma kalemleri ortalamasının üzerinde yıllık %71 artış yaşamıştır. Bu kapsamda özellikle mali tedbirlerin rakamlara yansımaları, beklenti yönetimi açısından zaruri hale gelmiştir. Emeklilik sisteminde yapılan değişiklik, deprem felaketi ve devam eden yüksek enflasyon bütçedeki toparlanmayı sınırlayan en önemli kalemler olarak karşımıza çıkıyor. Harcama kalemlerindeki katılaşmayı tersine çevirebilecek en önemli dönüşüm gelirler politikasından gelecektir. Vergi tahsilatındaki düzenlemelere rağmen bütçe giderlerindeki katılık ve alınan tedbirlere rağmen artan harcamalar, kronik bir bütçe açığına evrilmiş durumdadır. On iki aylık birikimli bütçe açığı 2.1 trilyon TL ve bu seviye son on yıl ortalamasının yaklaşık dokuz katı. Maliye politikasında henüz istenilen sıkılık düzeyine erişilemediğini ve bütçe açığından enflasyona ek baskı gelebileceğini hatırlatmak isteriz. Enflasyon raporu ve para politikası metinlerinde referans verilen para ve maliye politikası eşgüdümü fiyat istikrarının olmazsa olmaz ön koşulu haline gelmiş durumdadır. 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)

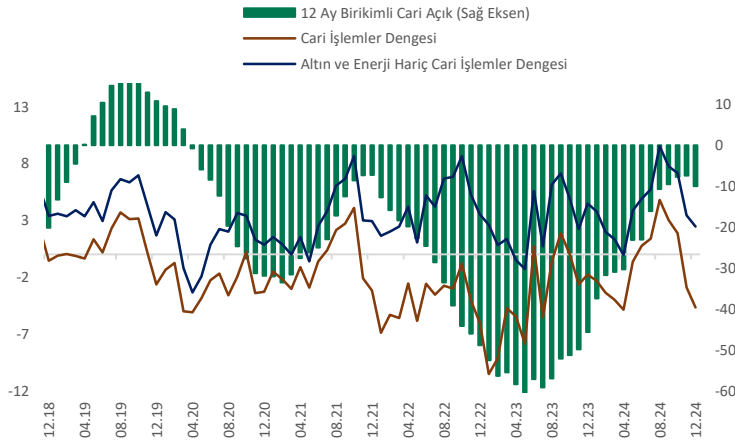


# Makroekonomik Görünüm

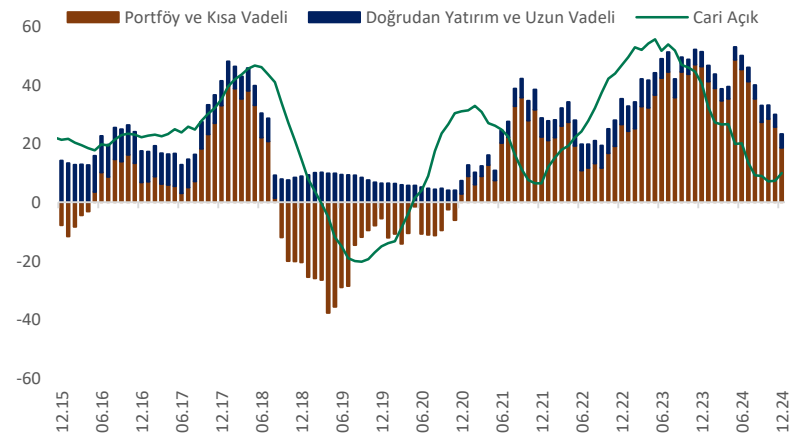
## Ödemeler Dengesi - Aralık

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre Aralık ayı cari işlemler dengesi 4.650 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda 2024 yılı için on iki aylık cari işlemler açığı 9.973 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir ( önceki 7.033 milyon). Piyasa beklentisinin (4 milyar USD açık) üzerinde 4.25 milyar USD cari açık beklentimiz vardı. Hem piyasa hem de bizim beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen cari denge, yılın geneli değerlendirildiğinde 2021 seviyelerine gerilemiştir. Bu gelişmede, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının 6.243 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin 3.148 milyon ABD doları gerçekleşmesi etkili olmuştur. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 56.3 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 62 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Seyahat gelirlerindeki iyileşme azalarak da olsa devam etmiş, 2.142 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Kış mevsimi ile birlikte hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin geri çekilmesini bekliyoruz. Buna ek olarak faiz indirimleriyle birlikte ekonomik aktivitedeki canlanmanın ithal talebi üzerinden dış ticaret açığını tetikleyeceği bir dönem bizi bekliyor. Jeopolitik riskler ile yeni ABD yönetiminin getirdiği tarife ve vergiler küresel ticaret üzerinde de baskı yaratıyor. Gelişmiş ülkelerdeki faiz indirimleriyle talepte bir toparlanma beklemekle birlikte bazı risklerin de canlılığını koruduğunu belirtmekte fayda var. Dış talep için buradaki faiz indirimi ve ekonomik aktivitedeki canlılığı yakından takip ediyoruz. 2025 itibarıyla 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 2.466 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. Faiz indirimlerinin hızı enflasyon görünümüne bağlı devam ederse, ödemeler dengesinin finansal istikrarı sağlayan seviyelerde dengeleneceğini düşünüyoruz.

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



**Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)**

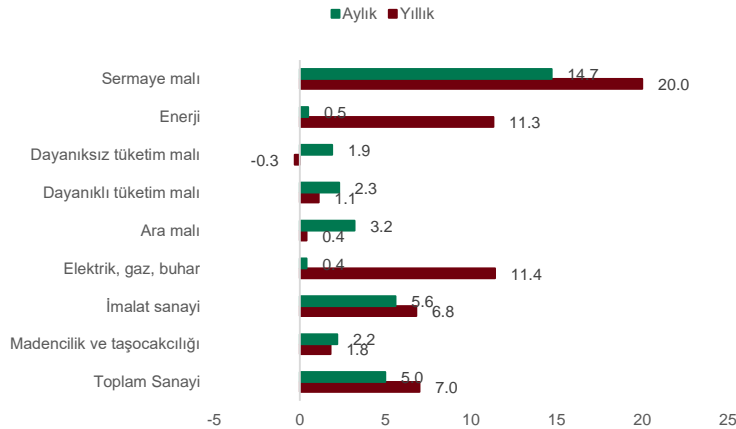


# Makroekonomik Görünüm

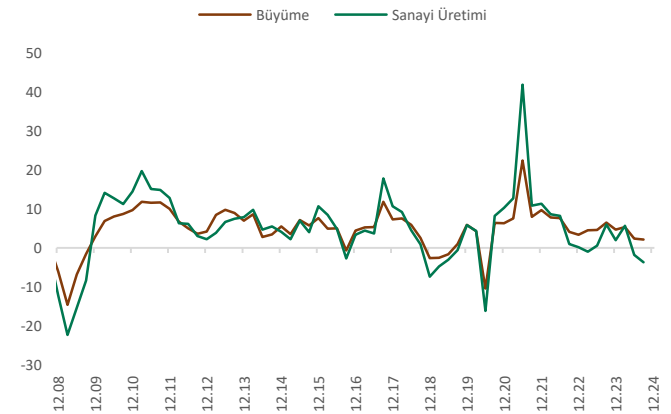
## Sanayi Üretimi - Aralık

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim Aralık'ta bir önceki aya göre %5 artış kaydetti. Böylece yıllık üretim artışı %7 seviyesinde gerçekleşti (önceki %1.6). Sanayi Üretimine ilişkin beklentimiz aylık veride bir toparlanma ve yıllık veride baz etkisinin güçlü şekilde devreye girmesiydi. Özellikle Aralık ayında başlayan faiz indirimlerinin fiyatlaması ve beklentiler kanalının devreye girmesiyle, üretimde uzun süredir devam eden negatif görünümün tersine döneceği bir döneme giriyoruz. Bu anlamda beklentilerimize paralel bir veri geldiğini söyleyebiliriz. Üretim aktivitesinde enflasyonla mücadele kapsamında devam eden sıkı para politikası sonucu çıktı açığı negatif seviyelere gelmişti. TCMB tahminleri ve faiz indirimi patikası dikkate alındığında çıktı açığının 2025 yılsonu en düşük seviyeleri test ettikten sonra kademeli iyileşeceğini tahmin ediyoruz. Buradan hareketle faiz indirimleri ile üretim ve büyüme sınırlı toparlansa da 2023 öncesi seviyelere dönebilmesi zaman alacaktır. Bu politika tercihi enflasyonla kararlı mücadelenin getirdiği bir sonuçtur. Öte yandan özellikle parasal sıkı duruşu belirgin negatif şekilde hisseden sektörlerde pozitif ayrışma yaşanacağını söyleyebiliriz. 2024 sanayi üretiminin GSYİH verilerinden görece negatif ayrıştığı bir dönem olmuştur. 2025 yılında ise büyümede sakin seyir ve sanayi üretiminde sınırlı toparlanma bekliyoruz. Yerel göstergeler toparlanma eğilimine girmişken, ticaret partnerlerindeki görünüm hala negatif. Yurtiçindeki pozitif havaya dış talep de olumlu katkı sağlarsa üretim verileri tahminlerin ötesinde iyileşebilir. Jeopolitik risklerin gerilemesi ve faiz indirimleriyle bu senaryonun uzak olmadığını söyleyebiliriz. Finansal piyasalarda 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 ile satış hacimlerinde belirgin toparlanmayla yaşanacaktır. Tüm bu olumlu beklentilere negatif şok yaratan etki ise ABD vergi ve tarife düzenlemeleridir. Hem enflasyon hem de dış talebi zayıflatan bu gelişme küresel ticareti de sekteye uğratabilecek potansiyel taşıyor.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



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

Getiri Potansiyeli: %44

## 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 pozisyonundadır. 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 %21,1 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.

Banka yönetimi 2025 yılı için görece iyimser operasyonel bütçesini açıklamıştır ve >%30 seviyesinde özkaynak karlılığı öngörmektedir.

**Bankanın net karının 2025 yılında 2024 yılına göre %48 oranında artmasını bekliyoruz.** 96,62 TL olan hedef fiyatımızın %44 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 5,6x F/K ve 1,24x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %12 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 600 baz puan pazar payı kazanımı ile lider konumdadır. TÜFE endeksli tahvillerin TL menkul kıymetlerdeki payı zirve seviyesinden 32 puan düşüşle stratejik olarak azaltılmıştır. Yüksek getirili özel sektör tahvillerinin TL menkul kıymetlerdeki yüksek 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. İkinci grup kredilerin ağırlığı %6,7 olup özel bankalar arasındaki en düşük seviyededir.

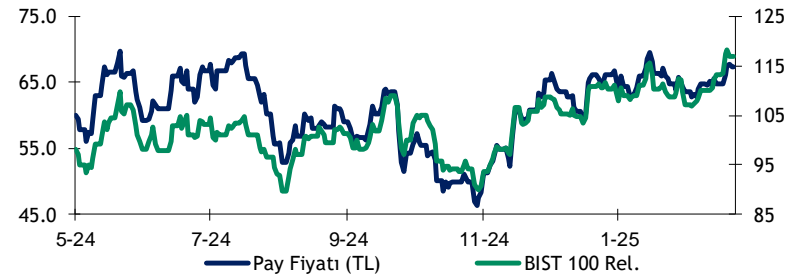
Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	349,960	Beta (12A)	1.49
Piyasa Değeri (USD mn)	9,623	Ort. Günlük Hacim	4,537
Kapanış	67.30	Yabancı Payı	49.1%
12 Ay Yüksek	70.75	Halka Açıklık (%)	52.0%
12 Ay Düşük	36.42	Ağırlık	6.69%

(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	8.3	5.6	4.1
F/DD	0.90	1.46	1.24	1.02



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	3.8	10.6	15.4	73.6
US\$ Getiri (%):	1.9	5.1	7.8	48.3
BİST 100 Relatif Getiri (%):	7.5	10.5	17.5	62.9

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

## Aselsan (AL, Hedef Fiyat: 114,00 TL)

## Getiri Potansiyeli: %22

## Başarılı Sonuçlar...

ASELSAN 4Ç24'de 6.637mn TL piyasa beklentisinin ve bizim 7.273mn TL beklentimizin üzerinde TMS-29 etkisi dahil 8.772mn TL ana ortaklık karı elde etti (4Ç23: 5.973mn TL). 4Ç24'te başarılı operasyonel gider yönetimi sonucu 14.020mn TL'lik faaliyet karı ve 56mn TL'lik net finansman geliri (4Ç23: -3.649mn TL) elde etmesi net kar destekledi.

4Ç24'te Aselsan, bizim beklentimiz 53.677mn TL ve piyasa beklentisinin 53.371mn TL'nin hafif üzerinde yıllık %12 artışla 55.683mn TL net satış geliri elde etti. Yüksek proje teslimatları ve ihracat gelirlerindeki güçlü büyüme satış gelirlerindeki artışta etkili oldu. TMS-29 etkisi dahil FAVÖK piyasanın beklentisi 13.017mn TL'nin üzerinde bizim 14.202mn TL beklentimizin hafif üzerinde 14.936mn TL seviyesinde gerçekleşti. 4Ç24'te maliyetlerinin üzerinde ciro üretmesi sebebiyle ASELSAN'ın kar majlarında artış görüldü. Brüt kar marjı %32,7 ile yıllık 6,1 puan, FAVÖK marjı %26,8 ile yıllık 7,5 puan ve net kar marjı ise %15,8 ile yıllık 3,8 puan artış kaydetti.

ASELSAN'ın toplam sipariş tutarı YS24'de 14 milyar dolar ile tarihi rekor seviyesine yükseldi (YS23: 10,9 milyar dolar). Şirket, 2024 yılında toplam 6,5 milyar dolar tarihi rekor seviyesinde yeni sipariş aldı (2023:5 milyar dolar). Şirket 2024 yılında almış olduğu 6,5 milyar dolar sipariş büyüklüğünün 1.017 milyon dolarlık kısmını yurtdışından sağladı (2023:601 milyon dolar). Şirket'in toplam bakiye siparişlerinin %97'sini savunma, %3'ünü savunma dışı siparişler oluşturdu. Şirket'in YS24 itibariyle uzun vadeli siparişlerinin 56%'sı dolar, 29%'u Euro ve 15%'i ise TL bazlı siparişlerden oluştu.

Şirket'in net borç pozisyonu, YS24'de 15.925mn TL seviyesine geriledi (YS23: 19.241mn TL). Böylece net borç/FAVÖK oranı YS24'de 0.53x seviyesinde gerçekleşti (YS23: 0.83x). Aselsan'ın borç çevirme sorunu bulunmuyor.

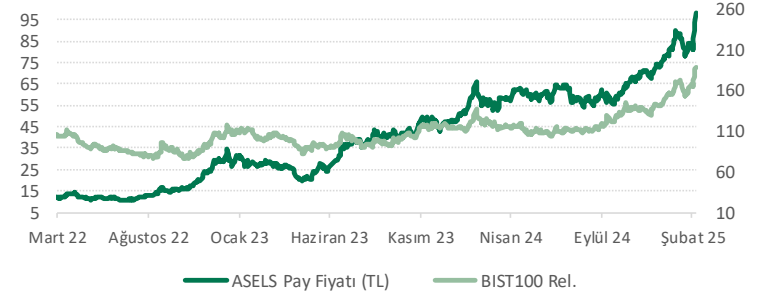
**2024 sonuçları-** Şirket 2024 yılının tamamında yıllık %13,1 artışla 120.206mn TL net satış geliri elde etti. 2024 yılında FAVÖK'ü yıllık %30,7 artışla 30.234mn TL seviyesinde gerçekleştirirken, FAVÖK marjı şirket'in %22 ve üzeri olan marj beklentisine karşılık %25,2 seviyesinde gerçekleşti. Toplam yatırım harcaması ise 14 milyar TL'lik beklentiye karşın 21 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.

**Şirket'in 2025 beklentileri-** Aselsan 2025 yılına ilişkin beklentilerini de açıkladı. Buna göre Şirket TMS 29 dahil, 2025 yılında da net satış geliri büyümesinin TL bazında %10'un üzerinde artacağını öngördü. Şirket 2025 yılında FAVÖK marjının ise TMS 29 dahil %23 seviyesi üzerinde gerçekleşmesinin hedeflendiğini açıkladı. Şirket ayrıca 2025 yılında toplam yatırım harcamasının TMS 29 dahil 20 milyar TL ve üzeri yatırım harcaması yapmayı planlıyor.

**2025 Beklentilerimiz-** Aselsan'ın 2025 yılı beklentilerine paralelinde satış gelirleri ve FAVÖK tahminlerimizde yapmış olduğumuz revizyon ile 2025 yılını 168.287 milyon TL net satış geliri ve 44.260 milyon TL FAVÖK rakamı ile tamamlamasını bekliyoruz. FAVÖK marjının ise TMS 29 dahil %26 seviyesi üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

ASELSAN'ın 28 Şubat 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %22 kazandırma potansiyeli taşımaktadır. 28 Şubat 2025 tarihi itibariyle ASELSAN hisseleri son bir ayda %6 oranında yükseliş göstermiştir. Relatif olarak baktığımızda ise; ASELSAN son bir ayda BIST 100 endeksine göre %7,2 oranında daha yüksek performans göstermiştir.

Kod	ASELS.IS	Kapanış	93,45	
Piyasa Değeri (Mn TL)	426.132	Son 12 Ay En Yüksek	98,70	
Piyasa Değeri (Mn \$)	11.713	Son 12 Ay En Düşük	51,47	
Firma Değeri (Mn TL)	442.057	Beta	0,88	
Firma Değeri (Mn \$)	12.164	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	69,1	
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	31,9%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)				
	2022A*	2023A*	2024A*	2025T
Satış Gelirleri	96.532	106.252	120.206	168.287
Büyüme		10,1%	13,1%	40,0%
FAVÖK	20.271	23.140	30.234	44.260
FAVÖK Marjı	21,0%	21,8%	25,2%	26,3%
Net Kar (Mn TL)	1.851	10.526	15.299	28.357
Pay Başına Kar	0,81	2,31	3,35	6,22
Temettü Verimi	0,4%	0,2%	0,4%	0,5%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,60	0,83	0,53	0,73
Net Borç / Özsermaye (x)	0,11	0,15	0,11	0,23
Ort. Özsermaye Karlılığı		8,7%	11,5%	20,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		4,9%	6,6%	12,1%
Değerleme Çarpanları				
	2022A*	2023A*	2024A*	2025T
F/K	230,2	40,5	27,9	15,0
FD/FAVÖK	2,5	19,1	14,6	10,0
FD/Satışlar	0,5	4,2	3,7	2,6
F/DD	5,3	3,4	3,0	3,0
Getiri				
	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	11,2	39,8	35,4	66,1
Ş Getiri (%)	9,4	33,2	31,1	42,3
BIST-100 Relatif (%)	8,4	37,0	32,7	50,7



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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



## Çimsa (AL, Hedef Fiyat: 67,20 TL)

Getiri Potansiyeli: %49

## Açıklanan 4Ç sonuçları beklentileri karşılamadı

Çimsa yılın son çeyreğinde piyasadaki kâr beklentilerine karşılık 482mn TL ana ortaklık net zarar açıkladı. Şirket geçen yılın aynı döneminde ise 1.724mn TL net kâr açıklamıştı. Çimsa'nın 4Ç23'teki 715mn TL tutarındaki vergi gelirine karşılık 4Ç24'te 352mn TL tutarında vergi gideri kaydettiğini belirtmek gerekir. Bizim net kâr tahminimiz 860mn TL seviyesindeyken, ortalama piyasa net kâr beklentisi ise 819mn TL seviyesindeydi. 4Ç24 net kâr rakamının da eklenmesiyle şirketin 12A24'te kümüle net kâr rakamı 2.688mn TL seviyesine ulaşmış oldu (12A23: 3.596mn TL net kâr).

Çimsa, güçlü kapasite kullanımını 2024 yılında da sürdürürken, aynı dönemde ton bazında satış miktarlarında yıllık %3,3 artış sağladı. Güçlü kapasite kullanımı ve artan satış miktarlarına rağmen, zayıf kalan ihracat ve yurtdışı operasyonları katkısı nedeniyle satış gelirleri, 4Ç24'te geçen yılın aynı çeyreğine göre %2,1 oranında sınırlı artış göstererek 8.501mn TL olarak gerçekleşti (4Ç23: 8.327mn TL) (Şeker Yatırım: 5.265mn, ortalama piyasa satış geliri beklentisi 6.169mn TL).

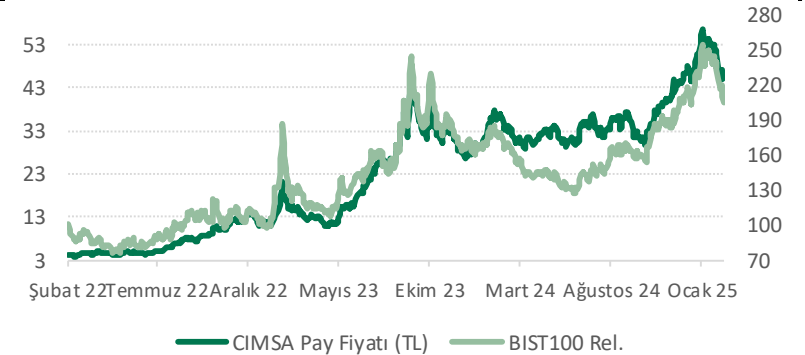
Şirket son çeyrekte, 944mn TL tutarında FAVÖK elde etti (4Ç23: 1.656mn TL). FAVÖK marjı, yıllık bazda 8,8 puan daralmayla %11,1 olarak gerçekleşti (4Ç23: FAVÖK Marjı: %19,9). Bizim bu çeyreğe ilişkin FAVÖK tahminimiz 1.529mn TL seviyesindeyken, piyasadaki ortalama beklenti ise 1.286mn TL seviyesindeydi.

Çimsa, 2024 yılı faaliyetleri neticesinde ortaklarına; 02 Nisan 2025 tarihinden itibaren pay başına brüt %63,45237 (0,6345237 TL) nakit kar payı dağıtılması yönünde Yönetim Kurulu Kararı alındığını duyurdu. 27 Mart 2025 tarihinde Genel Kurul'a sunulacak olan nakit kar payı tutarı şirket payının 27 Şubat 2025 tarihli kapanış fiyatına göre brüt %1,34 temettü verimliliğine işaret etmektedir.

28 Şubat 2025 tarihi itibarıyla Çimsa hisseleri son bir ayda %19,6 oranında düşüş göstermiştir. Relatif olarak baktığımızda ise; CİMSA son bir ayda BIST 100 endeksine göre %15,8 oranında daha düşük performans göstermiştir.

Çimsa için 67,20 TL seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve 'AL' olan önerimizi koruyoruz. 28 Şubat 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %49,3 oranında kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	CİMSA.IS	Kapanış	45,02	
Piyasa Değeri (Mn TL)	42.571	Son 12 Ay En Yüksek	57,40	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.170	Son 12 Ay En Düşük	28,50	
Firma Değeri (Mn TL)	56.373	Beta	1,02	
Firma Değeri (Mn \$)	1.561	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	12,3	
Halka Açıklık Oranı (%)	45,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	17,4%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)				
	2022A*	2023A*	2024A	2025T
Satış Gelirleri	30.060	29.604	28.151	37.444
<i>Büyüme</i>		-1,5%	-4,9%	33,0%
FAVÖK	3.080	5.284	5.086	9.412
FAVÖK Marjı	10,2%	17,8%	18,1%	25,1%
Net Kar (Mn TL)	5.887	3.596	2.688	8.178
Pay Başına Kar	43,58	3,80	2,84	8,65
Temettü Verimi	3,8%	4,7%	1,2%	4,6%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,59	0,64	2,71	0,83
Net Borç / Özsermaye (x)	0,08	0,13	0,56	0,61
Ort. Özsermaye Karlılığı		14,5%	10,4%	43,4%
Ortalama Aktif Karlılığı		6,5%	4,4%	15,5%
Değerleme Çarpanları				
	2022A*	2023A*	2024A	2025T
F/K	7,2	11,8	15,8	5,2
FD/FAVÖK	1,7	10,7	11,1	6,0
FD/Satışlar	0,2	1,9	2,0	1,5
F/DD	2,7	1,6	1,7	3,3
Getiri				
	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-15,5	13,6	-2,4	35,1
Ş Getiri (%)	-16,9	8,2	-5,5	15,7
BIST-100 Relatif (%):	-17,6	11,4	-4,3	22,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

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

## Getiri Potansiyeli: 69%

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 1.491,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 28 Şubat 2025 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2025T 6.3x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 5.8x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %69'a işaret etmektedir.

➤ ODM verilerine göre; Ford Otosan'ın 2025 yılı Ocak ayında hafif ticari araç pazarında satışları yıllık %42,3 oranında artış göstererek 4.559 adede ulaşmıştır (Ocak 2024: 3.204 adet).

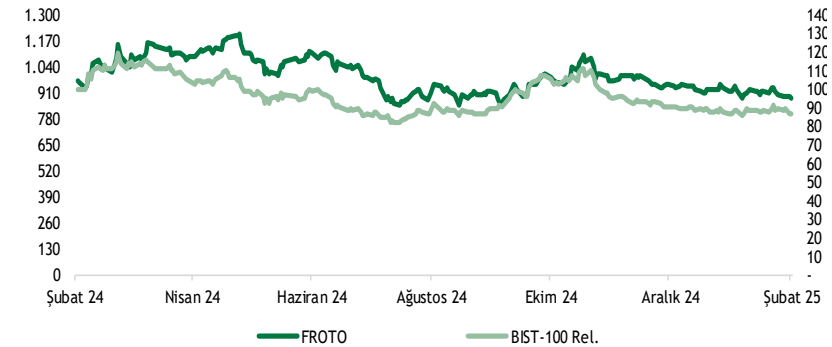
➤ Elektrifikasyon süreci ve yeni modellerle Ford Otosan, toplam üretim kapasiteni 900.000 adet üzerine çıkarmayı planlıyor. Bu yatırımların, şirketin ihracata dayalı iş modelini ve iç pazardaki kârlılık odaklı stratejisini destekleyeceğini düşünüyoruz. Ürün karmasındaki olumlu değişimlerin ve cost plus 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.

➤ **2025 Beklentileri:** Ford Otosan, 2025 için yurtiçi perakende pazarı beklentisini 950-1.050bin adet bandında şekillendirmiştir. Şirket'in yurt içi perakende satış beklentisini ise 90-100bin adet bandındadır. Ford Otosan, ihracat adeti beklentisini 610-660bin adet (Romanya: 200-220bin) (TR: 410-440bin) olarak şekillendirmiştir. Ford Otosan, 2025 toplam satış adeti beklentisini 700-760bin adet aralığında belirlemiştir. Şirket, toplam üretim tahminini ise 700-750bin adet bandında şekillendirilmiştir (Romanya: 240-260bin adet, TR: 460-490bin adet). Şirket, 2025 yatırım harcaması hedefini 750-850mn EUR olarak (Genel Yatırımlar: 130-150mn EUR, Ürün Yatırımları: 620-700mn EUR) belirlemiştir. Ford Otosan, ayrıca 2025 yılı için satış gelirleri büyümesinin yüksek tek haneli artacağını beklemekte olup FAVÖK marjının ise %7-%8 aralığında gerçekleşmesini beklemektedir.

➤ **Ford Otosan'ın istikrarlı temettü dağıtım politikasını takdir ediyoruz.** Şirket, 2004 yılından bu yana istikrarlı bir şekilde temettü dağıtmaktadır. Şirket 2024 yılı net dönem karından 1 TL nominal değerli pay için brüt 17,10 TL (net 14,5350 TL) tutarında temettü ödenmesinin Genel Kurul'a teklifine karar verildiğini duyurmuştur. En son kapanış tarihi olan 28 Şubat 2025 tarihli kapanış fiyatına göre pay başına ödenecek nakit kar payı tutarı brüt %1,9 temettü verimliliğine işaret etmektedir. Teklif edilen kar payı hak kullanım tarihleri ise 03 Nisan 2025 olarak belirtilmiştir.

➤ Sonuç olarak; Şirket'in 2025'te 825.3 milyar TL net satış geliri, 64.8 milyar TL FAVÖK ve 53.2 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.

Kod	FROTO TI/FROTO IS	Kapanış	882,50
Piyasa Değeri (mn TL)	309.678	Son 12 Ay En Yüksek	1.231,50
Piyasa Değeri (mn \$)	8.512	Son 12 Ay En Düşük	843,02
Firma Değeri (mn TL)	411.105	Beta	0,88
Firma Değeri (mn \$)	11.387	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	32,65
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	35,54
Anahtar Rakamlar (mn TL)			
	* 2022A	* 2023A	* 2024A
Satış Gelirleri	322.556	594.705	594.995
Büyüme (%)		84,4%	0,0%
FAVÖK	31.981	61.665	39.868
FAVÖK Marjı (%)	9,9%	10,4%	6,7%
Net Kar	27.730	70.826	38.864
Pay Başına Kar	79,02	201,84	110,75
Temettü Verimi	8,1%	7,5%	1,8%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,43	1,42	2,54
Net Borç/Özsermaye (x)	0,90	0,83	0,88
Ortalama Özsermaye Karlılığı		90,5%	35,2%
Ortalama Aktif Karlılığı		29,0%	12,1%
Değerleme Çarpanları			
	* 2022A	* 2023A	* 2024A
F/K	11,2	4,4	8,0
FD/FAVÖK	12,9	6,7	10,3
FD/Satışlar	1,3	0,7	0,7
F/DD	4,2	2,0	3,1
Getiri			
	1A	3A	YBB
TL Getiri (%)	-4,0	-8,8	-5,8
\$ Getiri (%)	-5,8	-13,3	-8,8
BIST-100 Relatif (%)	0,6	-9,0	-4,1



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: %42

## Rakiplerini geride bırakan maliyet yönetimi

2024 yılında konut kredileri pazar payı kazanımında güçlü 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 320 baz puan pazar payı kazanımı ile güçlü 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 %42 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 5,3x F/K ve 1,05x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %5 iskontolu) ve %20,9 ortalama maddi özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

Banka yönetimi 2025 yılı bütçesini açıklamıştır ve marjlarda 450 baz puan iyileşme ile ~%30 özkaynak karlılığı öngörmektedir.

**Vadesiz mevduat tabanında güçlü konum, elverişli TL likiditesi.** Vadesiz mevduatların toplam mevduatlar içindeki ağırlığı %39,4 seviyesinde oldukça kuvvetlidir. Likidite tarafında TL kredi-mevduat rasyosu %85 oranında ve rakipleri arasındaki ikinci en düşük seviyededir.

**Taksitli ticari kredilerde ortalama vadenin uzaması olumludur.** Kredilerin %12,8'i 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 %115 oranında, rakipleri arasındaki üçüncü en yüksek seviyededir. Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %78 olup rakip ortalamasının hafif 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 %2,1 olup rakipleri arasındaki en düşük seviyededir. Bireysel krediler ve kredi kartlarının ağırlığı %31 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 seviyededir.

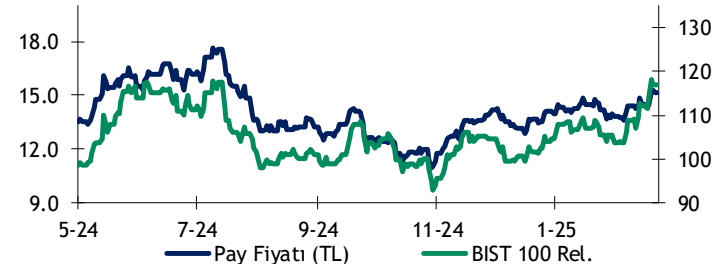
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	379,250	Beta (12A)	1.28
Piyasa Değeri (USD mn)	10,429	Ort. Günlük Hacim	5,438
Kapanış	15.17	Yabancı Payı	27.0%
12 Ay Yüksek	17.77	Halka Açıklık (%)	31.0%
12 Ay Düşük	9.55	Ağırlık	4.32%

(TL Mn)	2023A	2024A	2025T	2026T
Net faiz geliri	67,073	34,451	75,792	100,803
% Fark, Yıllık	-10.8%	-48.6%	120.0%	33.0%
Net ücret ve komisyon geliri	42,438	91,411	127,975	172,766
% Fark, Yıllık	162.8%	115.4%	40.0%	35.0%
Net kar	72,265	45,517	70,939	102,337
% Fark, Yıllık	17.4%	-37.0%	55.8%	44.3%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	2.1%	2.1%	2.9%	3.1%
Kredi riski maliyeti	1.0%	1.0%	2.4%	1.9%
Net faiz marjı (Swap dahil)	3.7%	-0.7%	2.8%	2.4%
Ortalama aktif getirisi	3.7%	1.6%	1.9%	2.1%
Ortalama maddi özkaynak getirisi	31.6%	15.6%	21.0%	25.3%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	3.2	8.3	5.3	3.7
F/DD	0.87	1.19	1.05	0.84



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	7.1	11.3	14.8	42.0
US\$ Getiri (%):	5.2	5.8	7.2	21.4
BİST 100 Relatif Getiri (%):	11.0	11.2	16.8	33.2

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

## Getiri Potansiyeli: 41%

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

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 794,50 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 28 Şubat 2025 kapanışı baz alınarak Migros, 2025T 4.9x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 9.7x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %41'e 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 (TFRS 16 etkisi hariç).

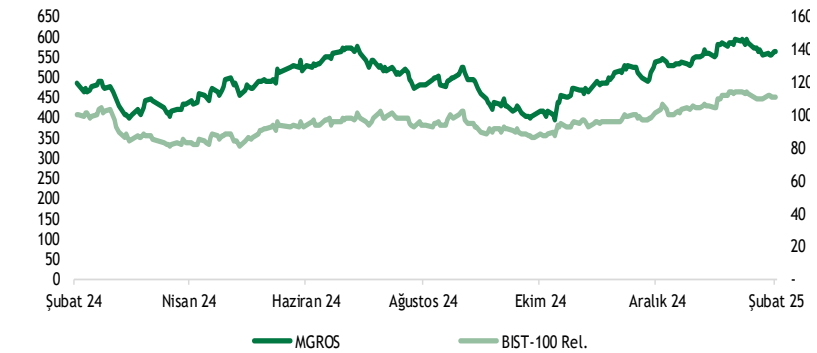
➤ Migros, 2024 yılında TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri dahil %10-%12'lik reel satış büyümesi beklemektedir. Şirket, TMS-29 dahil %5,0 aralığında FAVÖK marjı beklemektedir. Şirket'in TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri hariç satış büyümesi beklentisi +%76-%78 olup FAVÖK marjı beklentisini ise ~%9,0 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	562,00
Piyasa Değeri (mn TL)	101.752	Son 12 Ay En Yüksek	600,00
Piyasa Değeri (mn \$)	2.797	Son 12 Ay En Düşük	394,48
Firma Değeri (mn TL)	97.335	Beta	0,92
Firma Değeri (mn \$)	2.667	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	24,36
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	35,04

Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2022A	* 2023A	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%	0,7%	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	* 2022A	* 2023A	2024T	2025T
F/K	7,7	8,0	15,3	9,7
FD / FAVÖK	17,9	20,9	6,7	4,9
FD / Satışlar	0,5	0,4	0,3	0,2
F/DD	2,6	2,0	2,0	1,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	1,4	17,2	2,7	20,7
Ş Getiri (%)	-0,6	11,4	-0,5	3,1
BIST-100 Relatif (%)	6,2	17,0	4,6	13,2



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: %69

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.

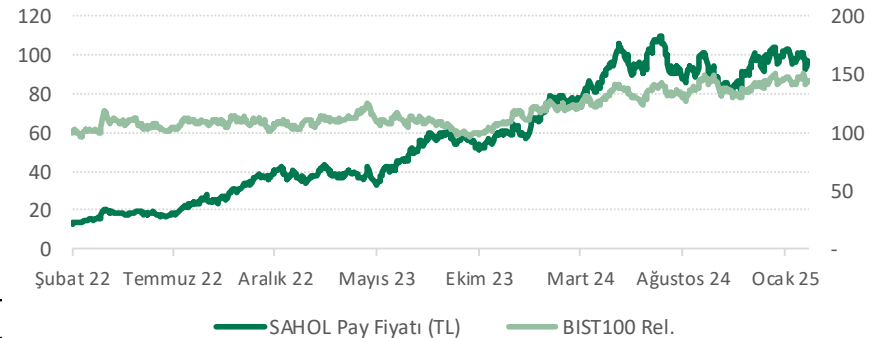
Sabancı Holding'in net aktif değerinin %42'si bankacılık ve finansal hizmetler, %33'ü enerji ve iklim teknolojileri, %14'ü malzeme teknolojileri, %6'sı dijital teknolojiler ve diğer, %5'i mobilite çözümleri segmentlerinden oluşuyor. Gelirlerin ise %58'i bankacılık ve finansal hizmetler, %20'si enerji, %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 28 Şubat 2025 kapanışına göre %69 yükseliş potansiyeli taşıırken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	96,80	
Piyasa Değeri (Mn TL)	203.316	Son 12 Ay En Yüksek	111,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	5.589	Son 12 Ay En Düşük	72,41	
Firma Değeri (Mn TL)	262.071	Beta	1,13	
Firma Değeri (Mn \$)	7.310	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	56,3	
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		7,3%	0,0%	0,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		0,7%	0,0%	0,0%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2023/09A*	2024/09A
F/K	3,6	9,1		27,0
FD/Satışlar	0,2	1,3		1,8
F/DD	0,9	0,7		0,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-6,0	6,1	0,8	25,3
\$ Getiri (%)	-7,8	0,9	-2,3	7,1
BIST-100 Relatif (%):	-1,5	5,9	2,6	17,6



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: %47

Kontratlı ürün yapısı nedeniyle zamların kullanıcılara peyderpey yansımaları nedeniyle, 2024'de başlayan dezenflasyonist süreçte de Turkcell, reel olarak büyümeye devam etti.

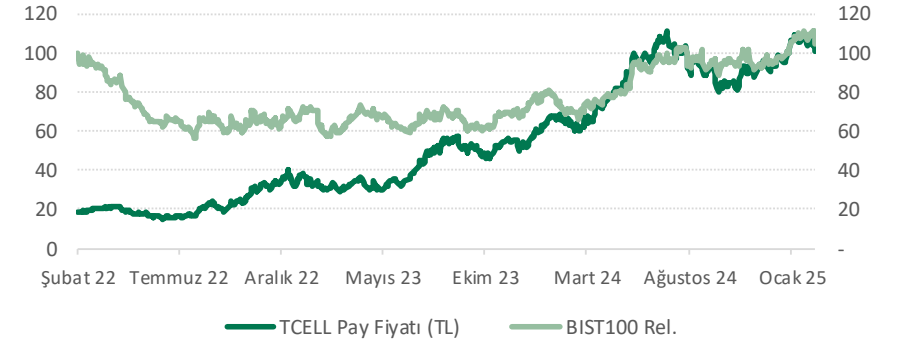
**2024 yılı beklentileri gerçekleşti..** 2024 yılında Şirket yaklaşık %7 reel büyüme beklentisine paralel %7,8 büyüme ile 166.671mn TL satış geliri elde etti. FAVÖK 69.802mn TL, FAVÖK marjı %41,9 oldu (beklenti: yaklaşık %42). Operasyonel harcamalar/gelir rasyosu yaklaşık %23 beklentiye paralel %22,8 seviyesinde gerçekleşti.

**2025 beklentileri:** Turkcell, 2025 yılında %7-9 aralığında gelir büyümesi, %41-42 aralığında FAVÖK marjı beklerken, operasyonel harcamaların gelire oranının 24% olması bekleniyor. Ayrıca Veri Merkezi-Bulut iş kolunda %32-34 gelir büyümesi bekleniyor. Beklentiler 2025 yılı enflasyonunun %30,5 seviyesinde gerçekleşeceği varsayımına dayanmaktadır.

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

**Beklentilerimiz doğrultusunda TCELL hissesi için pay başına 148,48 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız 28 Şubat 2025 kapanış fiyatına göre %47 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.**

Kod	TCELL.IS	Kapanış	100,70	
Piyasa Değeri (Mn TL)	221.540	Son 12 Ay En Yüksek	111,81	
Piyasa Değeri (Mn \$)	6.089	Son 12 Ay En Düşük	59,10	
Firma Değeri (Mn TL)	250.065	Beta	1,03	
Halka Açıklık Oranı (%)	6.898	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	64,2	
	54,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	60,4%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024A	2025T
Satış Gelirleri	134.975	154.653	166.671	229.082
Büyüme		14,6%	7,8%	37,4%
FAVÖK	52.854	63.349	69.802	98.505
FAVÖK Marjı	39,2%	41,0%	41,9%	43,0%
Net Kar (Mn TL)	9.934	18.125	22.239	24.053
Pay Başına Kar	4,52	8,24	10,11	10,93
Temettü Verimi	3,5%	6,6%	2,6%	2,6%
Net Borç / FAVÖK (x)	1,04	0,58	0,41	1,35
Net Borç / Özsermaye (x)	0,35	0,21	0,15	26,48
Ort. Özsermaye Karlılığı		10,8%	12,2%	25,1%
Ortalama Aktif Karlılığı		5,2%	12,5%	539,1%
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024A	2025T
F/K	22,3	12,2	10,0	9,2
FD/FAVÖK	1,1	3,9	3,6	2,5
FD/Satışlar	0,4	1,6	1,5	1,1
F/DD	2,0	1,3	1,2	44,1
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-7,5	13,7	8,5	58,9
\$ Getiri (%)	-9,3	8,1	5,1	35,8
BIST-100 Relatif (%)	-3,1	13,5	10,4	49,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

# Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: 495,50 TL) Getiri Potansiyeli: 61%

## 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. 28 Şubat 2025 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız, **Şirket için %61'lik getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2025T F/K 3.53x ve 2025T FD/FAVÖK 3.56x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

➤ Şirket, Ocak 2024'e kıyasla Ocak 2025'te toplam yolcu sayısında yıllık %8,2'lik yükseliş kaydetmiştir. THY'nin Ocak 2025'teki toplam yolcu sayısı 6.77mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Ocak 2025'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %66,1'e ulaşmıştır. THY, Ocak 2025'te yıllık bazda %10,0 artışla 4.47mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %4,9 oranında yükselerek 2.3mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Ocak 2025'te yıllık bazda 2.1 yp artış göstererek %82,4 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Ocak 2025'te yıllık bazda yatay seyretmiştir.

➤ Şirket, THY markası altındaki uçak sayısının 2033 yılına kadar 800'ü geçmesini beklerken yolcu sayısının ise 2033 yılında 170mn üstüne çıkmasını beklemektedir. THY, 2025 yılında yolcu kapasitesinin 2024'e göre %6-8 aralığında artmasını, yolcu sayısının 91 milyon üzerinde gerçekleşmesini, toplam satış gelirlerinin 2024'e göre %6-8 aralığında yükselmesini, FAVKÖK marjının %22-%24 aralığında gerçekleşmesini ve Yakıt Hariç CASK orta-tek haneli artmasını beklemektedir. Ayrıca; THY, filonun 2025 yılsonu itibariyle 515-525 uçak aralığına yükselmesini beklemektedir.

➤ Türk Hava Yolları, 2024 yılı hesap dönemine ait konsolide finansal tablolarına göre dağıtılabilir net dönem kârı üzerinden 9.500.000.000 TL'nin hisse senedi sahiplerine iki eşit taksit halinde 16 Haziran ve 2 Eylül 2025 tarihlerinde kâr payı olarak dağıtılmasını Olağan Genel Kurul toplantısında sunulacağını duyurmuştur. Buna göre; Şirket, 1 TL nominal değerli paya ödenecek nakit kâr payının 2 taksit halinde 1. ve 2. taksitleri brüt 3,4420289 TL olacak şekilde toplamda brüt 6,8840578 TL olarak belirlemiştir. En son kapanış tarihi olan 28 Şubat 2025 tarihli kapanış fiyatına göre pay başına ödenecek nakit kâr payı tutarı brüt %2,2 temettü verimliliğine ve 8.38% kâr payı dağıtım oranına işaret etmektedir.

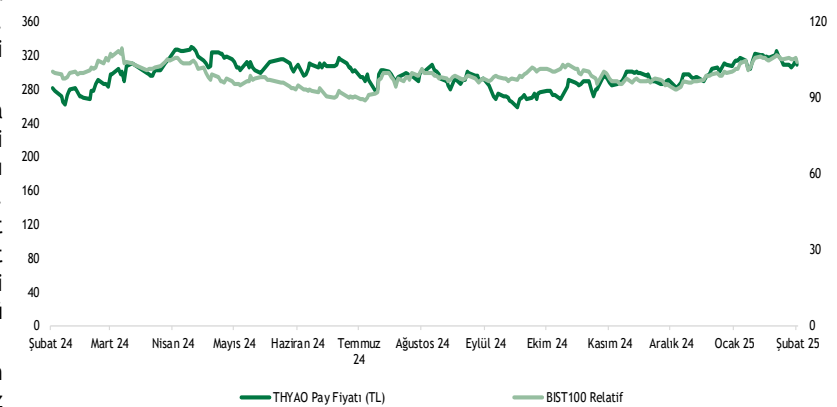
➤ **Riskler:** COVID-19 ya da farklı bir virüs salgını, doğal afet ve jeopolitik risklerin artması trafik, karlılık tahminlerimizi ve değerlememizi olumsuz etkileyebilecektir. Jet yakıt fiyatlarında hızlı bir artış/azalış da tahminlerimiz ve değerlememiz üzerinde olumsuz/olumlu etkili olabilecektir.

Kod	THYAO.TI/THYAO.IS	Kapanış	308,25
Piyasa Değeri (Mn TL)	425.385	Son 12 Ay En Yüksek	332,00
Piyasa Değeri (Mn \$)	11.692	Son 12 Ay En Düşük	257,50
Firma Değeri (Mn TL)	701.302	Beta	0,96
Firma Değeri (Mn \$)	19.513	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	268,2
Halka Açıklık Oranı (%)	50,48	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	30,17

Anahtar Rakamlar (US\$ mn)	2022	2023	2024	2025T
Satış Gelirleri	18.426	20.942	22.669	24.283
Büyüme (%)	72,4%	13,7%	8,2%	7,1%
FAVÖK	4.947	5.533	5.059	5.481
FAVÖK Marjı (%)	26,8%	26,4%	22,3%	22,6%
Net Kar	2.725	6.021	3.425	3.316
Pay Başına Kar	1,97	4,36	2,48	2,40
Net Borç/FAVÖK (x)	1,7	1,3	1,1	1,4
Net Borç/Özsermaye (x)	0,9	0,5	0,3	0,3
Ort. Özsermaye Karlılığı	32,9%	47,6%	19,6%	15,9%
Ort. Aktif Karlılığı	9,5%	18,1%	9,1%	7,6%

Değerleme Çarpanları	2022	2023	2024	2025T
F/K	4,29	1,94	3,41	3,53
FD/FAVÖK	3,94	3,53	3,86	3,56
FD/Satışlar	1,06	0,93	0,86	0,80
F/DD	1,17	0,73	0,59	0,51

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-1,12	7,31	9,70	11,68
\$ Getiri (%)	-3,04	2,02	6,25	-4,57
BIST-100 Relatif (%):	3,62	7,10	11,65	4,79



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

## Vadesiz mevduatların ağırlığında güçlü konum

Son 1 yılda vadesiz mevduat pazar payı kazanımındaki güçlü konumunu, yaygın mevduat müşteri tabanını, ihtiyatlı maliyet yönetimi politikasını, güçlü kredi karşılık oranlarını, 16,5 milyona ulaşan yaygın müşteri tabanı ve müşteri penetrasyonu göz önünde bulundurarak AL önerimizi koruyoruz.

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 %68 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 4,8x F/K ve 1,01x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %9 iskontolu) ve %24 ortalama özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

**Vadesiz mevduat pazar payı kazanımında güçlü konum.** Banka son 1 yılda vadesiz mevduatlardaki pazar payı kazanımı ile özel bankalar arasında güçlü konumdadır. Vadesiz mevduatların ağırlığı %45 olup rakipleri arasındaki en yüksek seviyededir ve mevduat fiyatlandırmasında avantaj sağlamaktadır. 16,5 milyona ulaşan yaygın 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 oldukça kuvvetli olup sektör ortalamasının 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.

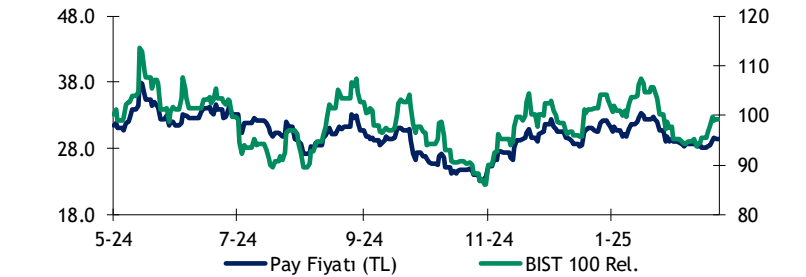
Beklentimizden daha olumsuz seyreden TL fonlama maliyetleri ve aktif kalitesinde bozulma hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	248,343	Beta (12A)	1.44
Piyasa Değeri (USD mn)	6,829	Ort. Günlük Hacim	4,879
Kapanış	29.40	Yabancı Payı	31.9%
12 Ay Yüksek	39.46	Halka Açıklık (%)	39.0%
12 Ay Düşük	19.97	Ağırlık	3.6%

(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%	23.7%	29.5%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	2.4	8.6	4.8	3.1
F/DD	0.92	1.29	1.01	0.82



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-4.3	-0.8	-5.8	33.4
US\$ Getiri (%):	-6.0	-5.7	-12.0	14.0
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-0.9	-0.9	-4.1	25.1

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma



## Tavsiye Listesi

## Şeker Yatırım

## Tavsiye Listesi

3 Mart 2025

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	67,30	96,62	349.960	502.401	43,6%	8,26	1,46
GARAN	AL	128,70	178,86	540.540	751.224	39,0%	5,86	1,64
HALKB	TUT	19,62	22,88	140.965	164.417	16,6%	9,33	0,92
ISCTR	AL	15,17	21,47	379.250	536.761	41,5%	8,33	1,19
TSKB	AL	12,35	18,66	34.580	52.261	51,1%	3,41	1,06
VAKBN	TUT	25,90	32,65	256.822	323.787	26,1%	6,36	1,17
YKBNK	AL	29,40	49,47	248.343	417.850	68,3%	8,56	1,29
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	152,40	299,18	386.471	758.698	96,3%	295,92	0,73
SAHOL	AL	96,80	164,00	203.316	344.463	69,4%	28,70	0,74
TAVHL	AL	249,40	392,20	90.602	142.479	57,3%	13,82	1,53
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	172,00	251,20	32.929	48.091	46,0%	19,69	1,60
AKSEN	AL	35,34	55,00	43.339	67.450	55,6%	8,34	1,13
ARCLK	AL	127,60	195,65	86.223	132.209	53,3%	51,05	1,28
ASELS	AL	93,45	114,00	426.132	519.860	22,0%	27,85	3,04
BIMAS	AL	506,00	766,10	307.243	465.176	51,4%	14,27	3,05
COLLA	AL	53,25	78,30	148.998	219.079	47,0%	7,38	2,78
CIMSA	AL	45,02	67,20	42.571	63.544	49,3%	15,84	1,72
DOAS	AL	173,00	273,60	38.060	60.192	58,2%	5,01	0,69
EREGL	AL	22,32	35,77	156.240	250.408	60,3%	11,59	0,66
FROTO	AL	882,50	1.491,00	309.678	523.205	69,0%	7,97	2,69
KRDMD	AL	27,70	40,79	21.612	31.824	47,2%	13,22	0,65
MGROS	AL	562,00	794,50	101.752	143.847	41,4%	16,00	1,88
PETKM	TUT	16,32	25,42	41.361	64.419	55,7%	2,13	0,67
PGSUS	AL	239,00	361,20	119.500	180.600	51,1%	5,15	1,59
SELEC	AL	65,60	92,00	40.738	57.132	40,2%	19,79	1,73
SISE	AL	35,46	54,00	108.622	165.420	52,3%	21,63	0,58
TCELL	AL	100,70	148,48	221.540	326.666	47,5%	9,42	1,18
THYAO	AL	308,25	495,50	425.385	683.795	60,7%	3,75	0,63
TOASO	AL	195,00	299,40	97.500	149.698	53,5%	18,67	2,07
TTKOM	AL	48,20	74,82	168.700	261.865	55,2%	6,57	1,25
TUPRS	AL	129,00	205,15	248.557	395.282	59,0%	13,57	0,88
VESBE	AL	13,93	26,64	22.288	42.619	91,2%	14,02	0,78
ZOREN	TUT	3,77	5,40	18.850	27.000	43,2%	1,31	0,32

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)