

# Aylık Strateji

Nisan 2025

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

# Tarife endişeleri risk iştahını zayıflattı...

Öneri: AL

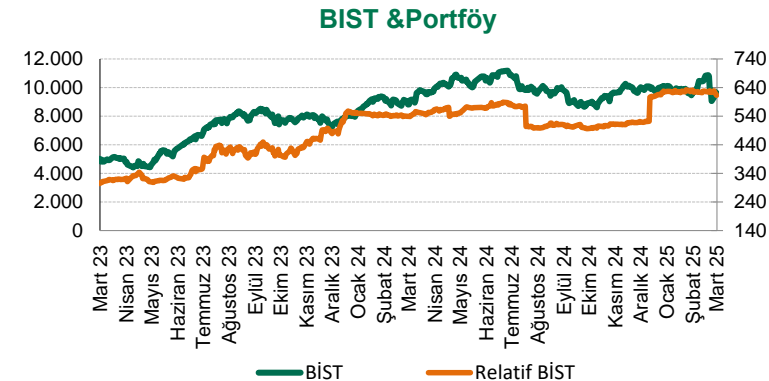
ABD Başkanı Trump, tüm dünyadan çelik ve alüminyum ithalatına %25 gümrük vergisi getirirken, özellikle 2 Nisan'dan başlamak üzere ABD'ye ihracat yapan ülkelere müteakibiyet kapsamında tarifeler uygulanacağını açıkladı. Sonrasında bazı ülkelere tarifeler konusunda muafiyet tanımlanabileceği açıklamaları, risk iştahını desteklese de devam eden belirsizlikler, ABD'de zayıf büyüme ve yüksek enflasyon endişelerini artırdı. Diğer yandan Ukrayna-Rusya savaşının sonlandırılması konusunda görüşmeler devam ederken, enerji tesislerine saldırmama ve Karadeniz'de güvenli seyrüseferin sağlanması gibi konularda gelişme olsa da ateşkesin tesis edilmesi konusunda henüz bir mutabakat sağlanmadı. Ayrıca, Gazze'de İsrail'in ateşkesi bozması, ABD'nin Yemen'de Husilere hava saldırısı düzenlemesi ve İran'ı bölgeye daha fazla destek olmaması konusunda uyarması, jeopolitik risklerin canlı kalmasına neden oluyor. Makroekonomik tarafta ise Fed Mart toplantısında faizleri beklentiye paralel sabit tutarken, tarife etkileri ile 2025 yılı projeksiyonlarda büyüme tahminlerini aşağı, enflasyon beklentilerini ise yukarı revize etti. Bununla beraber, 2025 yılı için iki kez 25 baz puanlık, toplamda 50 baz puanlık faiz indirim beklentisi korundu.

Yurt içinde ise İstanbul Büyükşehir Belediyesi (İBB), bazı ilçe belediyeleri ile bazı İBB iştiraklerinde başlatılan yolsuzluk soruşturmasını çerçevesinde İBB Başkanı dahil olmak üzere tutuklamaların gerçekleşmesi piyasalarda türbülansa neden oldu. TCMB ara toplantı gerçekleştirerek gecelik borç verme faizini 200bp artışla %46'ya yükseltti. Politika faizi %42,5'te ve gecelik borçlanma faiz oranı %41'de sabit tutulurken, 1 hafta vadeli repo ihalelerine bir süreliğine ara verildiği açıklandı. Ayrıca sıkı parasal duruşu desteklemek amacıyla vadesi 91 güne kadar likidite senetleri ihraç edilmesine karar verildi. Diğer yandan 25 Nisan 2025 tarihine kadar BIST A.Ş pay piyasalarında açığa satış işlemlerinin yasaklayan SPK, şirketlerin paylarının geri alımlarını kolaylaştırma ve kredili sermaye piyasası işlemlerinde öz kaynak oranını esnetme adımlarını attı. BIST, pay piyasasında emir/işlem oranının düşürerek piyasalardaki volatilitiyi azaltıcı önlemleri açıklarken BDDK'da bankaların pay geri alımının kolaylaştırılmasına yönelik adımlar attı. Bakan Şimşek tüm düzenleyici kurumların eş güdüm ile çalışarak ekonomik programın kararlılıkla uygulanacağını ve oynaklığın azaltılması için gerekli tedbirlerin alındığını açıklamayı piyasalardaki volatilitenin azalmasına destek oldu.

Nisan ayında global piyasaların öncelikli olarak Trump'ın başta tarifeler ve Rusya ile yürüttüğü barış görüşmeleri olmak üzere atacağı adımları takip edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, başta Almanya olmak üzere savunma harcama paketleri açıklayan Avrupa Birliği üyelerindeki gelişmeler de yakından takip edilecektir. Bunun yanında, başta ABD'de ve global piyasalarda açıklanacak makroekonomik veriler, Fed ve indirimlere ara vermesi beklenen ECB'den gelecek açıklamalar yakından takip edilecektir.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	9.659	0,01%	-1,7%
BIST - 100, USD	256	-3,7%	-8,2%
MSCI Turkey	270.461	-6,7%	-9,5%
MSCI EMEA	219	2,1%	7,1%
MSCI EM	1.101	0,4%	2,4%
Gösterge Tahvil	49,10%	1,090bps	854bps
USD/TL	37,7656	3,81%	7,04%
EUR/TL	40,7019	7,61%	10,80%
F/K			
Bankacılık	5,7		
Sanayi	23,9		
Demir&Çelik	18,9		
GYO	7,3		
Telekom	12,0		
2025T F/K	11,8		

\*Kapanış 28 Mart 2025



## TCMB faiz indirimlerine ara verebilir...

Yurtiçinde ise devam eden yolsuzluk soruşturmalarından gelecek haber akışlarının yanı sıra ara dönem toplantısı ile faiz koridorunun üst bandını yükselten TCMB'nin 17 Nisan'da açıklayacağı faiz kararı da yakından takip edilecektir. Diğer yandan başta 3 Nisan'da açıklanacak Mart ayı enflasyon rakamları olmak üzere makroekonomik veriler ile uygulanan dezenflasyon sürecine yönelik atılacak adımlar da piyasanın odağında yer alacaktır. 25 Nisan'da Uluslararası Derecelendirme Kuruluşu S&P'nin Türkiye'ye yönelik not değerlendirmesi de piyasaların takip edeceği bir diğer gündem maddesi olacaktır. Jeopolitik tarafta ise Rusya-Ukrayna savaşı, Suriye ve Gazze konusundaki gelişmeler yakından takip edilecektir.

Yurt içinde yaşanan haber akışları ile düşen risk iştahının etkisiyle Mart ayında 10.900-8.870 bandında oldukça dalgalı bir seyir izleyen BIST 100 endeksi, ayı %0,01 artışla 9.659,48 puandan tamamladı. Sınai endeks ayı %5,15 artışla tamamlarken, Bankacılık Endeksi ise %16,68 düşüşle negatif ayrıştı.

Son yaşanan türbülansa bağlı olarak 20 Mart'ta gerçekleştirdiği ara toplantıda faiz koridorunun üst bandını 200 bp artış ile %46'ya yükselten, haftalık repo ihalelerine ara vererek piyasayı bu seviyeden fonlayan TCMB'nin, Nisan toplantısında faiz indirimlerine ara verme ihtimali güçlenmiş görünüyor. Bununla beraber, ekonomi yönetimi proaktif bir şekilde alınan önlemler neticesinde finansal piyasalardaki oynaklığın makro verilere olan etkisinin sınırlı olacağını düşünmektedir. Bunun gerçekleşmesi ve dalgalanmanın sınırlı kalması durumunda bu yılın teması olan faiz indirim sürecinin devam edeceği ve reel kesimin fonlamaya ulaşımının kolaylaşacağı beklentilerine tekrar dönülebilecektir. Aksi durumda piyasalardaki dalgalanmanın devam etmesi, beklentilerin bozulmasına, TCMB'nin sıkı duruşunu devam ettirerek ek önlemler almasına neden olabilecektir. Bu çerçevede, Nisan ayında piyasaların yurtiçi haber akışlarını takip ederek finansal piyasalardaki dalgalanmanın nasıl gelişeceğine odaklanacağımızı düşünüyoruz.

Bu değerlendirmeler ışığında orta ve uzun vadeli olarak BIST 100 endeksi için vermiş olduğumuz AL önerimiz korumakla birlikte kısa vade de piyasalarda dengelenme arayışının devam edeceğini dolayısıyla bu dönemde yatırımcıların temkinli olmalarını öneriyoruz. MSCI Turkey endeksi 2025T 6.38x ve 0.89x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 48,9% ve 47,3% iskontolu işlem görmektedir.

Bu ay model portföyümüzde YKBNK'yı çıkartıyoruz.

### Piyasa Riskleri

- 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 TL varlıklarda yaşanan türbülansın genişleyerek makro verilerde beklentilerin bozulmasına neden olması,
- Global büyüme yavaşlarken 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	52,25	96,62	84,9%	-20,6%	-20,6%
ASELS.TI	119,90	114,00	-4,9%	28,3%	28,3%
CIMSA.TI	51,50	67,20	30,5%	14,4%	14,4%
FROTO.TI	1.059,00	1.491,00	40,8%	20,0%	20,0%
ISCTR.TI	12,26	21,47	75,1%	-18,0%	-18,0%
MGROS.TI	495,25	794,50	60,4%	-11,9%	-11,9%
SAHOL.TI	84,05	164,00	95,1%	-13,2%	-13,2%
TCELL.TI	95,80	148,48	55,0%	-4,9%	-4,9%
THYAO.TI	311,00	495,50	59,3%	0,9%	0,9%
Ortalama				-0,5%	-0,6%

\*Kapanış 28 Mart 2025

### Eklenen

-

### Çıkan YKBNK

### Değişmeyen

AKBNK

ASELS

CIMSA

FROTO

ISCTR

MGROS

SAHOL

TCELL

THYAO

### Favori Sektörler

Bankacılık

Sigorta

GYO

İnşaat-Çimento

Gıda-İçecek

Demir-Çelik

Metal Ana Sanayi

Savunma

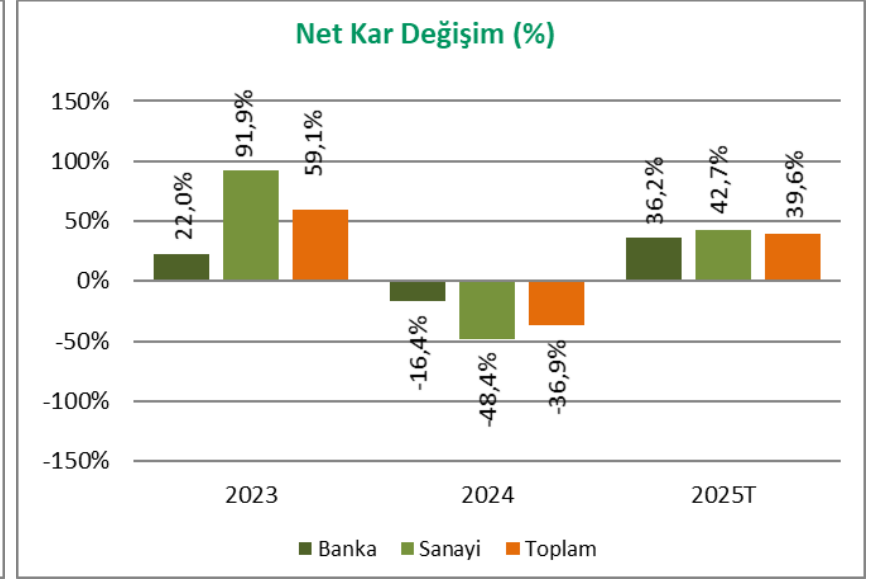
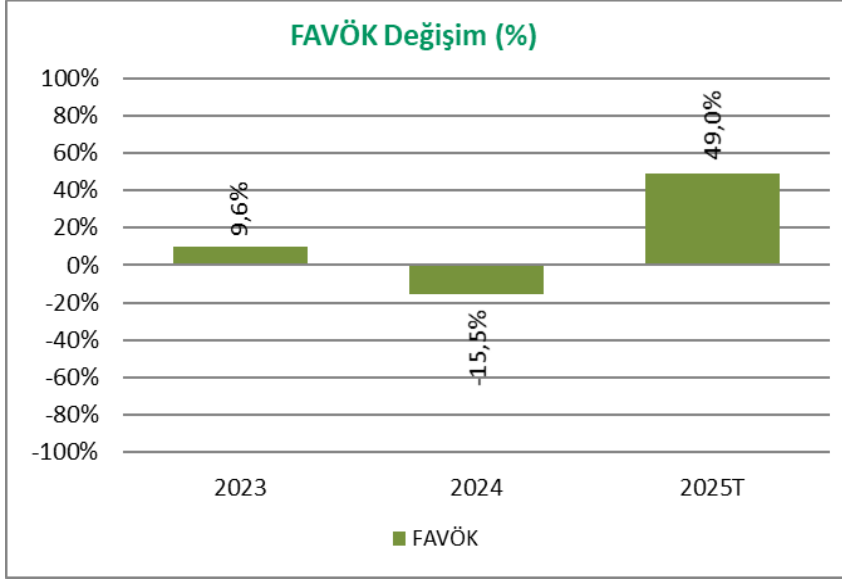
Havacılık

Perakende

Telekom

Enerji

# Toparlanma yılı olacak...



2025 yılında 2024 yılına göre toparlanmanın artmasını, takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %42,7, FAVÖK'ünün ise %49,0 artmasını beklerken bankaların net karının ise %36,2 oranında artmasını bekliyoruz.

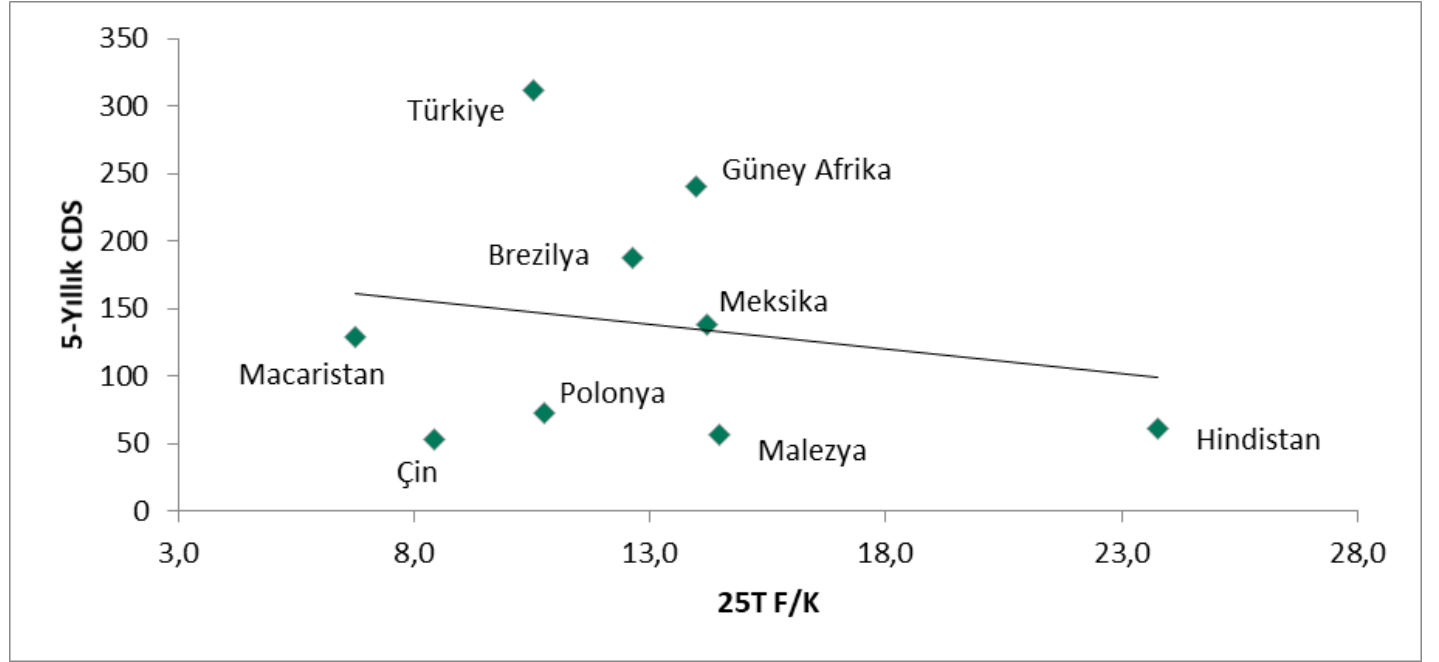
## Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %9,5 düşüş göstermesiyle birlikte MSCI Gelişen Pazarlar Endeksi'nin %16,7, MSCI EMEA Endeksi'nin ise %20,4 altında performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Türkiye</b>	-6,7%	-9,5%	-9,5%	-9,5%
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	0,4%	2,4%	5,6%	2,3%
<b>MSCI EMEA</b>	2,1%	7,1%	8,9%	7,0%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	7,5%	28,3%	18,7%	28,3%
<b>MSCI Dünya</b>	-4,6%	-2,1%	5,6%	-2,1%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	7,6%	13,2%	16,7%	13,1%
<b>MSCI EMEA</b>	9,5%	18,4%	20,4%	18,2%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	15,2%	41,8%	31,2%	41,8%
<b>MSCI Dünya</b>	2,2%	8,2%	16,7%	8,1%

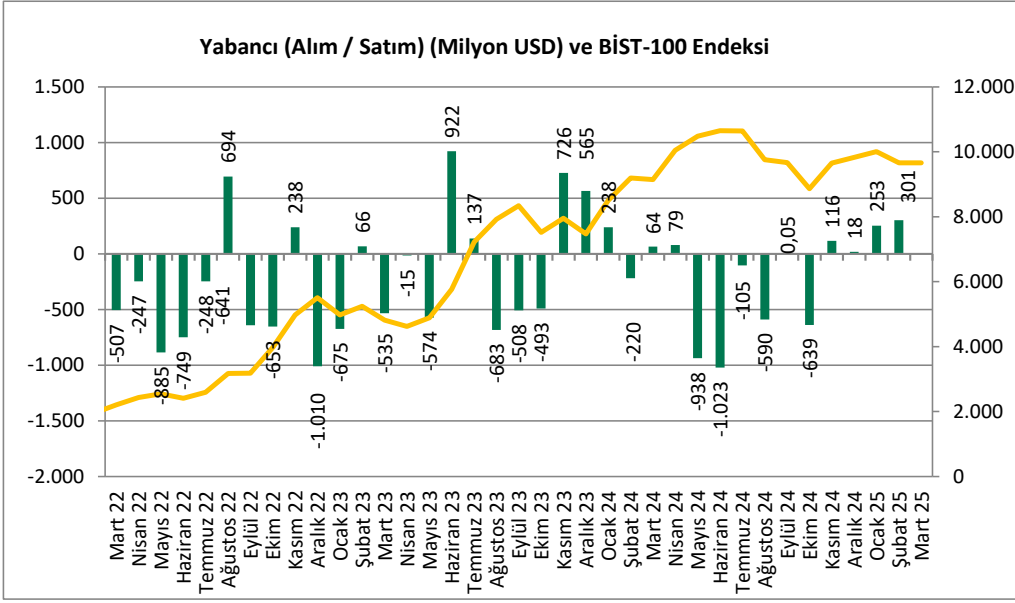
28 Mart 2025 itibarıyla

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

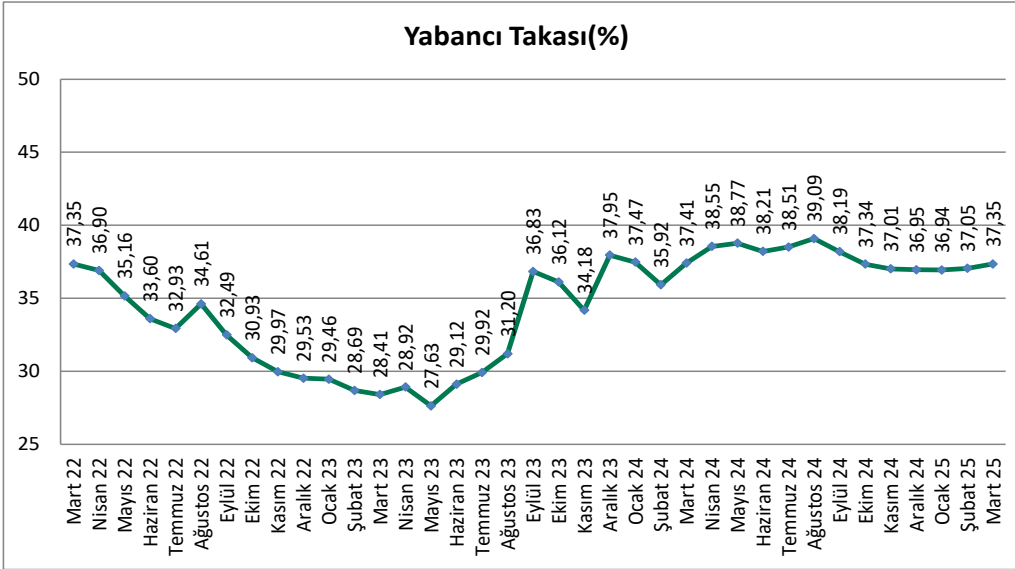


28 Mart 2025 itibariyle

# Yabancı payı...

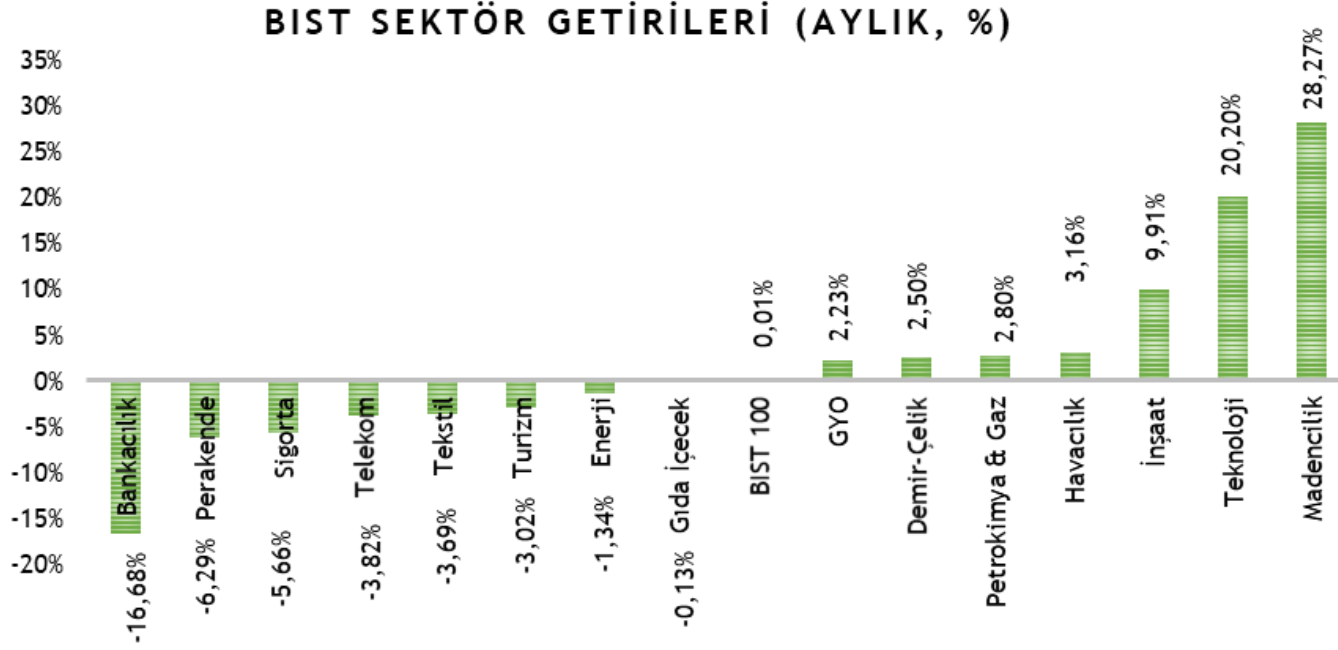


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2025 Şubat ayında toplam 301 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2025 yılı Mart ayında %37,35 seviyesinde gerçekleşti.

## Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da Mart 2025 sonu itibariyle en çok getiri sağlayan sektör aylık %28,27 yükselişle Madencilik sektörü olmuştur.



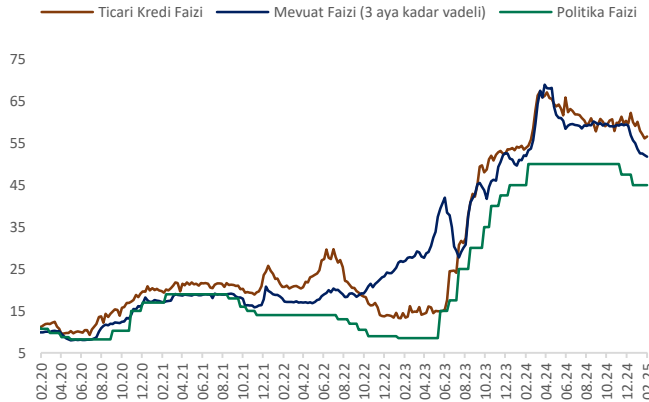
# Makroekonomik Görünüm

## Merkez Bankası Faiz Kararı - Mart

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini beklentilere paralel 250 baz puan indirerek %42.5 seviyesine çekti. Ocak faiz kararındaki PPK metni ile paralellik gösteren söylemler, bazı ek vurgulamalar da içermektedir. İlk olarak geçmişe yönelik endekslleme metinden çıkarılırken, hizmet enflasyonunda Ocak ayına özgü geçici yükseliş sonrası sakin seyrin sürdüğü vurgulanmıştır. Temel mal enflasyonu ise hizmet enflasyonu ile karşılaştırıldığında görece düşük seyretmeye devam ediyor. İkinci önemli nokta yurtiçi talebin son çeyrekte öngörülenin üzerinde olmasına karşın dezenflasyonla uyumlu seviyelerde olduğudur. Para politikası duruşunun kredi ve mevduat piyasası ile iç talep üzerindeki etkilerinin yakından takip edilmesi politika metnine eklenmiştir. Son olarak, kredi büyüme hızında yaşanan gelişmeler dikkate alınarak bazı ek tedbirler alındığı ve gerekmesi durumunda bu tedbirlerin genişletilebileceği ifade edilmiştir. Para politikasında faiz indirim döngüsünün devam edeceği bir dönemde, sıkılaştırıcı adımların temel politika aracı (politika faizi) yerine tamamlayıcı makroihtiyati araçlarla uygulanacağını düşünüyoruz. 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. Faiz indirimine rağmen sıkı duruşun korunacağı ve fiyat istikrarından ödün verilmeyeceği metnin geneline yayılmış bir tonda deklare edilmiştir.

Para Politikası Kurulu, finansal piyasalardaki gelişmeleri değerlendirmek üzere 20 Mart 2025 tarihinde toplanmıştır. Söz konusu gelişmelerin enflasyon görünümü açısından oluşturabileceği riskler değerlendirilerek, sıkı parasal duruşu destekleyici tedbirler alınmıştır. Bu doğrultuda Kurul, Merkez Bankası gecelik vadede borç verme faiz oranının %46'ya yükseltilmesine karar vermiştir. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %42,5'te, Merkez Bankası gecelik vadede borçlanma faiz oranını ise %41'de sabit tutmuştur. Buna ek olarak finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak, 1 hafta vadeli repo ihalelerine bir süreliğine ara verilmesi kararlaştırılmıştır.

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



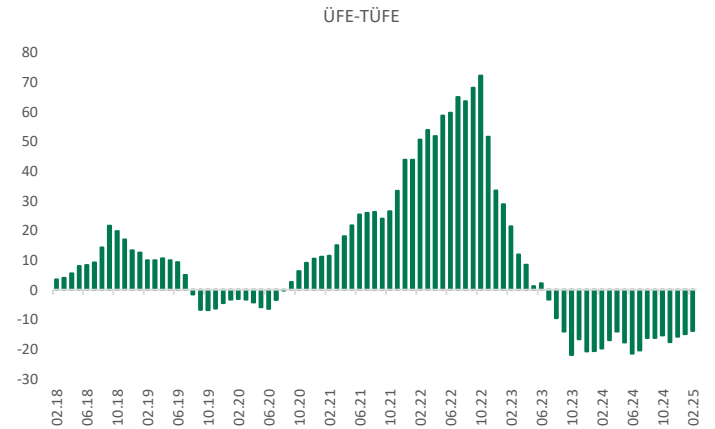
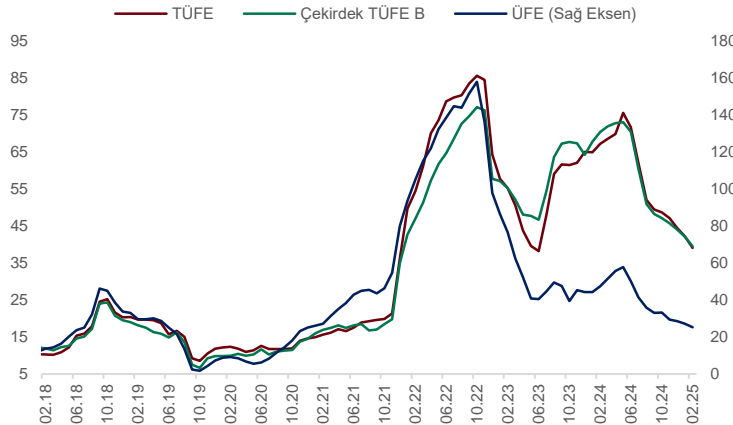
# Makroekonomik Görünüm

## 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

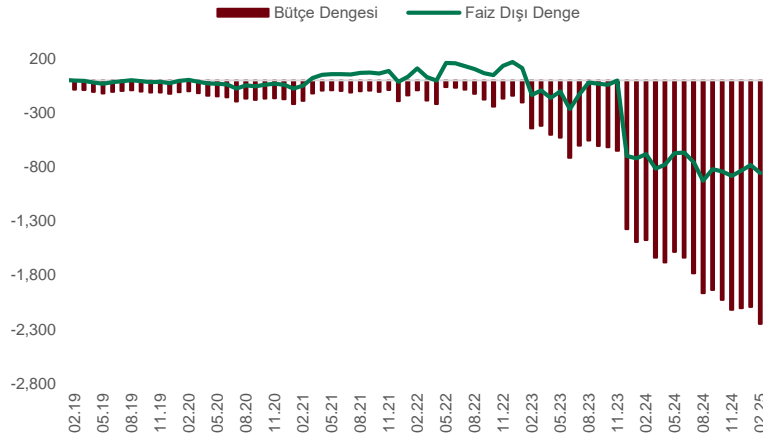


# Makroekonomik Görünüm

## Bütçe – Şubat

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı Şubat ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 723.4 milyar TL, bütçe giderleri 1,033.5 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 893.8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 310.1 milyar TL olurken faiz dışı denge 170.4 milyar TL açık vermiştir. Şubat ayı gerçekleşme rakamlarında ilk göze çarpan kemer sıkma politikalarında istenilen düzeyin gerisinde kalındığıdır. Mal ve hizmet alımı giderlerinde Ocak ayına göre 14 milyar TL artış söz konusu. Öte yandan sermaye giderlerindeki aylık artış 37 milyar ve sermaye transferlerinde 26.5 milyar düzeyindedir. Bu artışlara borç vermedeki 12 milyar eklenince, Şubat ayında personel ve cari giderlerdeki sakin seyrin etkisi gölgede kalmıştır. Şubat'ta Elektrik Üretim A.Ş.'ye yapılan transferler 22.9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir(önceki ay 14.1 milyar). Enflasyonla mücadelede para ve maliye politikasının eş güdümüne dikkat çekilmmişti. Para politikasından dezenflasyona gelen katkıların sınırlandığı ve maliye politikasına daha büyük görevler düştüğünü tahmin ediyoruz. Özellikle enflasyona kamu harcamalarından gelen baskının yaratacağı ek katkılar, para politikasının da işini zorlaştırıyor. Yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan gelen düzenlemelerse enflasyonda yapışkan bir etki yaratıyor. Bütçe gelirleri arttırılmazsa ki bu ek vergiler anlamına geliyor, bütçe açığı kontrol dışına çıkabilir. Öte yandan bu tedbirler yeni bir enflasyon baskısı yaratacak potansiyelde. İkili bir açmaz ve kısır döngü durumu. Enflasyonu körüklemeyen bütçeyi kontrol altına almanın en makul yolu, giderleri kısmak gibi görünüyor. Emeklilik sisteminde yapılan değişiklik, deprem felaketi ve devam eden yüksek enflasyon bütçedeki toparlanmayı sınırlayan en önemli kalemler olarak karşımıza çıkıyor. Maliye politikasında henüz istenilen sıkılık düzeyine erişilemediğini ve bütçe açığından enflasyona ek baskı gelebileceğini hatırlatmak isteriz. Para politikasının tek başına fiyat istikrarı getirmesinin mevcut konjonktürde zaman alacağını ve maliye politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

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

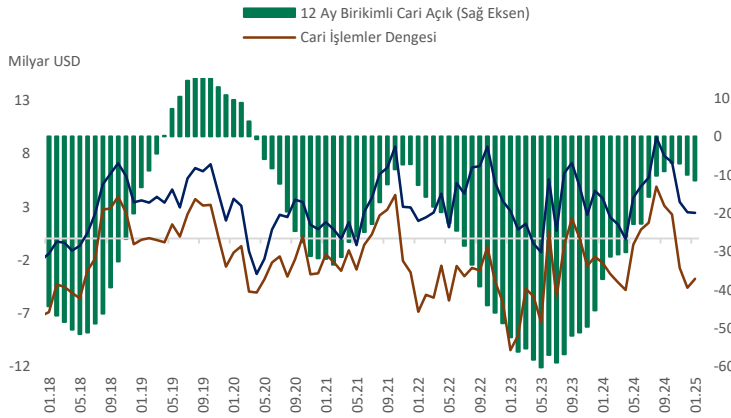


# Makroekonomik Görünüm

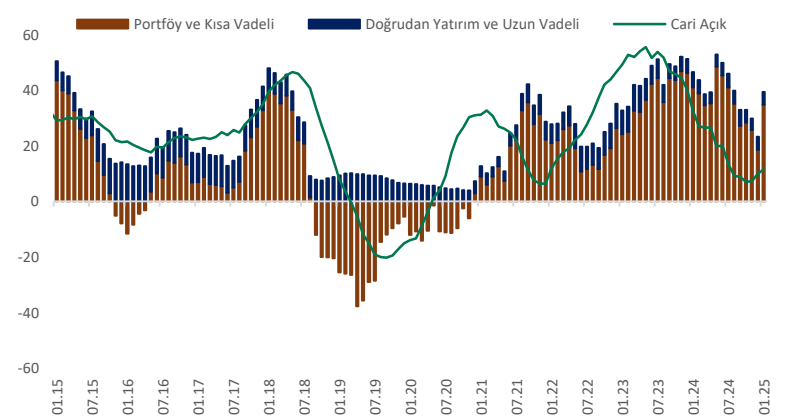
## Ödemeler Dengesi - Ocak

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre Ocak ayı cari işlemler dengesi 3.795 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 11.541 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir ( önceki 10.023 milyon). Piyasa beklentisinin (3.25 milyar USD açık) üzerinde 3.4 milyar USD cari açık beklentimiz vardı. Bizim beklentilerimizin de üzerine çıkan cari açık seviyesi, 2025 yılında ekonomik aktivitenin ithal talep öncülüğünde toparlanacağı beklentimizi destekliyor. Gerçekleşen cari denge detaylarına baktığımızda, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının 5.558 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin 3.082 milyon ABD doları gerçekleşmesi etkili olmuştur. Ödemeler dengesi tanımlı on iki aylık birikimli dış ticaret açığı 57.6 milyar USD olurken hizmetler dengesi kaynaklı girişler 61.9 milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Seyahat gelirlerindeki iyileşme Aralık ayına göre artarak 2.381 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Hizmetler ve seyahat gelirlerindeki sakin seyrin mevsimsel etkilerle Nisan ayına kadar devam edeceğini tahmin ediyoruz. Dış ticaret savaşlarının küresel ölçekte artarak devam etmesi, dünya ticaret hacmine ilişkin endişeleri canlı tutuyor. Milliyetçi ve korumacı politikalar, küresel ölçekte bir ticaret yavaşlaması başlatabilir. Bu kapsamda Aralık ayında yaptığımız cari denge tahminlerinden daha pozitif bir hava yaşanması ihtimali yükseldi. Gelişmiş ülkelerdeki faiz indirimleriyle talepte bir toparlanma beklemekle birlikte bazı risklerin de canlılığını koruduğunu belirtmekte fayda var. Avrupa'da ekonomik aktiviteye ilişkin öncü göstergeler kademeli toparlanmaya işaret etse de, son dönemdeki jeopolitik riskler bu toparlanmayı yavaşlatacak gibi görünüyor. Ana ticaret pazarlarındaki toparlanmaya yönelik endişeler yurtiçinde hem ticaret hem de büyüme rakamlarında aşağı yönlü baskıları artırıyor. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 2.403 milyon ABD doları fazla vermiştir. Altın ithalindeki güçlü seyir devam ederken, enerji fiyatlarındaki aşağı yönlü baskılar talebi artırıyor. Çekirdek cari denge göstergeleri pozitif seyrini sürdürürken, 2025 yılında bu alanda manşet cari dengeden pozitif ayrışmanın daha da belirgin hale geleceğini 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)

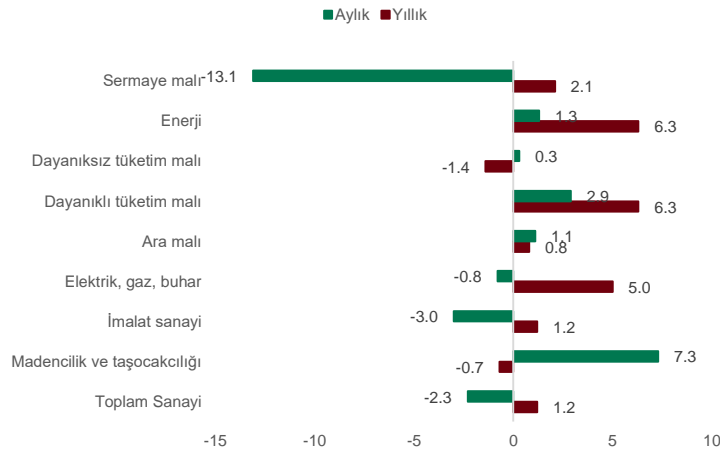


# Makroekonomik Görünüm

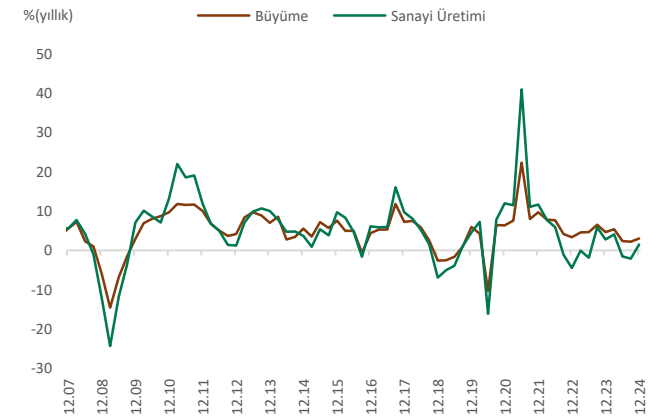
## Sanayi Üretimi - Ocak

Sanayi üretim endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim Ocak'ta bir önceki aya göre %2.3 düşüş kaydetti. Böylece yıllık üretim artışı %1.2 seviyesine geriledi (önceki %7). Sanayi üretimine ilişkin beklentimiz Aralık verisi sonrası ılımlı bir toparlanma ve dengelenme yönündeydi. Gerçekleşen rakamlara baktığımızda aylık gerileme imalat sanayi öncülüğünde gerçekleşmiştir. Üretim verilerinde imalat sanayi sürdürülebilir ve sağlıklı üretim göstergeleri için eşik kabul ettiğimiz bir gösterge. Bu kapsamda Ocak ayındaki yavaşlamanın istisna olacağını düşünüyoruz. Bu anlamda beklentilerimize paralel bir veri geldiğini söyleyebiliriz. Ekonominin genelindeki üretim göstergeleri potansiyel seviyelerinin altında ve çıktı açığı negatif bölgededir. Ekonomik aktivitedeki bu soğuma bir politika tercihinin sonucudur ve uzun dönemli getirisi sürdürülebilir enflasyona ulaşmak olacaktır. İki durum birlikte değerlendirildiğinde, 2025 ekonomik büyümenin yavaşladığı fakat sanayi üretiminin toparlandığı bir yıl olmaya adaydır diyebiliriz. TCMB tahminleri ve faiz indirimi patikası dikkate alındığında çıktı açığının 2025 yılsonu en düşük seviyeleri test ettikten sonra kademeli iyileşeceğini tahmin ediyoruz. 2023 Haziran ayından beri parasal sıkı duruşun negatif etkisini belirgin şekilde hisseden sektörlerin bu dönemde görece daha iyi performans göstereceğini düşünüyoruz. Yurtiçinde sakin seyri sürerken, küresel piyasalarda son dönem yaşanan gelişmeler öngörülerimizin bir hayli dışına çıkmış durumdadır. Özellikle ticaret savaşlarındaki önlemlerin artarak devam etmesi, enflasyonun bir süre daha gündemde kalabileceğini gösteriyor. Bu durum faiz oranlarındaki indirimin kısa süre de olsa rafa kaldırılabilmesine yönelik bir işaret. Öte yandan bu gelişmeler geçici bir şok ise, piyasalardaki iyileşme eğilimi devam eder. Yurtiçindeki pozitif havaya dış talep de olumlu katkı sağlarsa üretim verileri tahminlerin ötesinde iyileşebilir. Parasal sıklık devam ederken, üretimi destekleyici likidite düzenlemeleri de devam ediyor. Ticari kredi büyümelerine getirilen ayrıcalık da üretim aktivitesine katkı sağlayacaktır.

### Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



### Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



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

Getiri Potansiyeli: %85

## 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 %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 %85 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 4,3x F/K ve 0,96x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %0,6 iskontolu) 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.

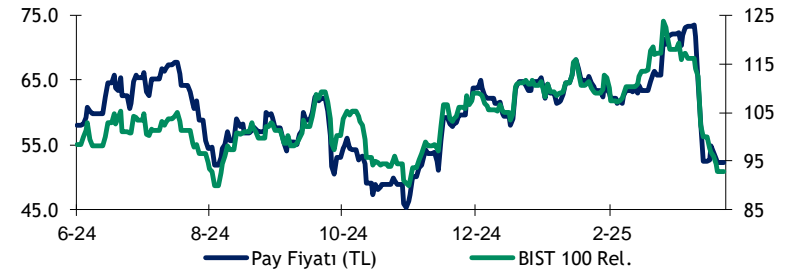
Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	271,700	Beta (12A)	1.39
Piyasa Değeri (USD mn)	7,163	Ort. Günlük Hacim	4,985
Kapanış	52.25	Yabancı Payı	47.4%
12 Ay Yüksek	74.54	Halka Açıklık (%)	52.0%
12 Ay Düşük	44.80	Ağırlık	5.13%

(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	6.4	4.3	3.1
F/DD	0.90	1.13	0.96	0.79



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-20.6	-19.4	-15.9	14.2
US\$ Getiri (%):	-23.9	-25.2	-24.4	-3.2
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-20.6	-16.3	-14.9	7.3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: -4,9%

## ASELSAN'dan 616 milyon dolarlık yatırım hamlesi

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 karı 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.

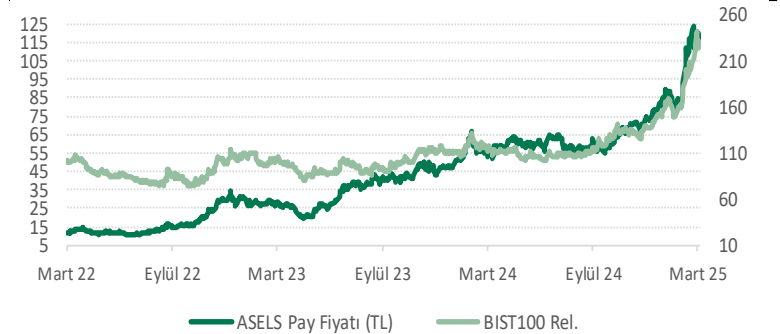
ASELSAN'ın toplam sipariş tutarı YS24'de 14 milyar dolar ile tarihi rekor seviyesine yükseldi (YS23: 10,9 milyar dolar). Şirket, 2024 yılında toplam 6,5 milyar dolar tarihi rekor seviyesinde yeni sipariş aldı (2023:5 milyar dolar). Şirket 2024 yılında almış olduğu 6,5 milyar dolar sipariş büyüklüğünün 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 itibarıyla uzun vadeli siparişlerinin 56%'sı dolar, 29%'u Euro ve 15%'i ise TL bazlı siparişlerden oluştu.

ASELSAN'ın 3 yatırımı süper teşvik kapsamına alındı- ASELSAN, üç kritik yatırımının Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından Proje Bazlı Yatırım Teşvik (Süper Teşvik) kapsamına alındığını açıkladı. Toplam 616 milyon dolarlık yatırım değerine sahip bu projeler kapsamında, 1.672'si nitelikli olmak üzere toplam 2.244 kişilik yeni istihdam yaratılması planlanıyor. Şirket, bu yatırımları özkaynaklarıyla finanse etmenin yanı sıra kamu teşviklerinden ve büyük ölçekli yatırımlara yönelik uygun finansman modellerinden de yararlanmayı planlamaktadır. Bu yatırımlarla birlikte ASELSAN, kilogram başına ihracat değeri Türkiye ve savunma sanayi ortalamasının çok üstünde olan kritik teknolojilerin yüksek adetli seri üretiminde önemli kapasite artışı sağlayacak, yeni Ar-Ge altyapıları oluşturacaktır. Bu tesislerde, özellikle ülkemizin güvenliği için en kritik konulardan biri olan ÇELİKKUBBE sistemini oluşturan radar, sensor, akıllı mühimmat elektroniği ve hava savunma teknolojilerinin önemli bir bölümünün üretimi gerçekleştirilecektir.

- Foton Dedektör ve Nanoteknoloji Tesisi Yatırımı
- Radar Sistem Entegrasyon ve Üretim Tesisi Yatırımı
- Hava Savunma Sistemleri Üretim ve Test Tesisi ile Akıllı Mühimmat Üretimi Tesisi Yatırımı

28 Mart 2025 tarihi itibarıyla ASELSAN hisseleri son bir ayda %28,3 oranında yükseliş göstermiştir. Relatif olarak baktığımızda ise; ASELSAN son bir ayda BIST 100 endeksine göre %28,4 oranında daha yüksek performans göstermiştir.

Kod	ASELS.IS	Kapanış		119,90
Piyasa Değeri (Mn TL)	546.744	Son 12 Ay En Yüksek		125,70
Piyasa Değeri (Mn \$)	14.477	Son 12 Ay En Düşük		51,47
Firma Değeri (Mn TL)	562.669	Beta		0,86
Firma Değeri(Mn \$)	14.929	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)		78,9
Halka Açıklık Oranı (%)	26,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)		37,5%
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024A*	2025T
Satış Gelirleri	96.532	106.252	120.206	168.287
<i>Büyüme</i>		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%	0,3%	0,4%
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	295,4	51,9	35,7	19,3
FD/FAVÖK	2,5	24,3	18,6	12,7
FD/Satışlar	0,5	5,3	4,7	3,3
F/DD	6,8	4,3	3,9	3,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	28,3	62,1	65,4	116,6
Ş Getiri (%)	23,0	50,5	53,6	83,7
BIST-100 Relatif (%):	28,3	68,3	68,3	103,6



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: %32

## Güneş Enerji Santrali devreye alındı.

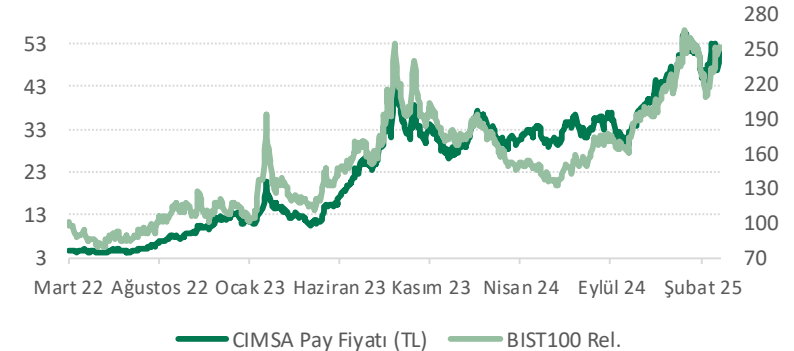
Çimsa, Eskişehir Fabrikası'nda kurulan Güneş Enerji Santrali (GES) Tesisi'nin tamamlandığını duyurdu. Şirket, 2050 yılına kadar sera gazı emisyonlarında net-sıfır emisyona ulaşma hedeflerine paralel olarak karbon ayak izinin azaltılmasına katkı sağlamak amacıyla GES Tesisi'nin Eskişehir Fabrikası'nda kurulumu konusunda Nisan 2024'te karar almıştı. Eskişehir Fabrikası'nda 14,2 MWp DC kurulu güce sahip ve yıllık yaklaşık 19mn kwh elektrik üretecek GES Tesisi yatırımı tamamlanarak 18 Mart 2025 tarihinde devreye alınmıştır. Devreye alınan GES santrali Eskişehir Fabrikası'nın enerji maliyetlerinin düşürülmesinin yanında Bilim Temelli Hedefler Girişimi'ne (SBTi) verilen karbon emisyonu azaltımı hedeflerine de olumlu katkısı olacağı belirtilmiştir. Yeni GES Tesisi'yle elde edilecek elektriğin Eskişehir Fabrikası'nın toplam yıllık elektrik tüketiminin %14'ünü karşılaması beklenmektedir.

Çimsa yılın son çeyreğinde piyasadaki kâr beklentilerine karşılık 482mn TL ana ortaklık net zarar açıkladı. Çimsa'nın 4Ç23'teki 715mn TL tutarındaki vergi gelirine karşılık 4Ç24'te 352mn TL tutarında vergi gideri kaydettiğini belirtmek gerekir. 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). 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).

28 Mart 2025 tarihi itibarıyla Çimsa hisseleri son bir ayda %14,4 oranında getiri sağlamıştır. Relatif olarak baktığımızda ise; CİMSA son bir ayda BIST 100 endeksine göre %14,4 oranında daha yüksek performans göstermiştir.

Çimsa için 67,20 TL seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve 'AL' olan önerimizi koruyoruz. 28 Mart 2025 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %32,1 oranında kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	CİMSA.IS	Kapanış	50,87	
Piyasa Değeri (Mn TL)	48.698	Son 12 Ay En Yüksek	56,69	
Piyasa Değeri (Mn \$)	1.289	Son 12 Ay En Düşük	28,14	
Firma Değeri (Mn TL)	62.501	Beta	1,01	
Firma Değeri (Mn \$)	1.681	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	13,0	
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
Büyüme		-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%	1,0%	4,0%
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	8,3	13,5	18,1	6,0
FD/FAVÖK	1,7	11,8	12,3	6,6
FD/Satışlar	0,2	2,1	2,2	1,7
F/DD	3,1	1,8	2,0	3,8
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	14,4	10,8	10,5	68,5
\$ Getiri (%)	9,7	2,9	2,6	42,9
BIST-100 Relatif (%):	14,4	15,0	12,5	58,4



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: 41%

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız olan 1.491,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 28 Mart 2025 kapanışı baz alınarak Ford Otosan, 2025T 7.3x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 7.0x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %41'e işaret etmektedir.

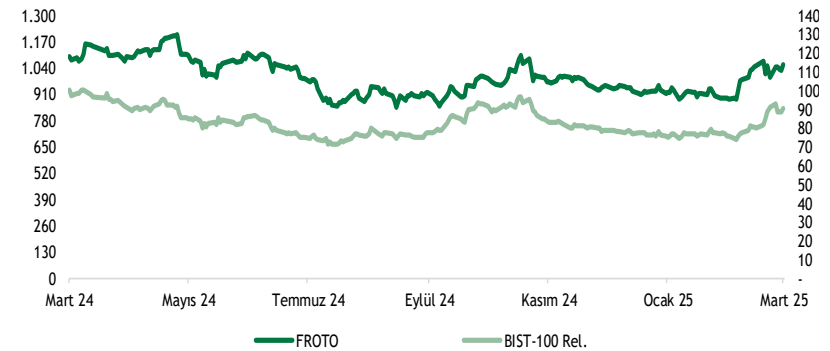
➤ ODMD verilerine göre; Ford Otosan'ın Şubat ayında hafif ticari araç pazarında satışları yıllık %2,3 oranında azalış göstererek 5.074 adede gerilemiştir (Şubat 2024: 5.194 adet). Ocak - Şubat 2025 döneminde ise Ford Otosan'ın Hafif Ticari Araç perakende satışları yıllık %14,7'lik yükselişle geçen senenin Ocak - Şubat dönemindeki 8.398 adetten 9.633 adete yükselmiştir.

➤ Elektrifikasyon süreci ve yeni modellerle Ford Otosan, toplam üretim kapasiteni 900.000 adet 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.

➤ **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 ödemesinin Genel Kurul'a teklifine karar verildiğini duyurmuştur. Teklif edilen kar payı hak kullanım tarihleri ise 03 Nisan 2025 olarak belirtilmiştir.

Kod	FROTO TI/FROTO IS	Kapanış	1.059,00	
Piyasa Değeri (mn TL)	371.614	Son 12 Ay En Yüksek	1.231,50	
Piyasa Değeri (mn \$)	9.840	Son 12 Ay En Düşük	843,02	
Firma Değeri (mn TL)	473.040	Beta	0,82	
Firma Değeri (mn \$)	12.715	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	32,42	
Halka Açıklık Oranı (%)	20,3	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	35,06	
Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
Satış Gelirleri	322.556	594.705	594.995	825.303
Büyüme (%)		84,4%	0,0%	38,7%
FAVÖK	31.981	61.665	39.868	64.816
FAVÖK Marjı (%)	9,9%	10,4%	6,7%	7,9%
Net Kar	27.730	70.826	38.864	53.208
Pay Başına Kar	79,02	201,84	110,75	151,63
Temettü Verimi	8,1%	7,5%	1,5%	2,5%
Net Borç/FAVÖK (x)	1,43	1,42	2,54	1,99
Net Borç/Özsermaye (x)	0,90	0,83	0,88	0,92
Ortalama Özsermaye Karlılığı		90,5%	35,2%	41,5%
Ortalama Aktif Karlılığı		29,0%	12,1%	13,1%
Değerleme Çarpanları	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
F/K	13,4	5,2	9,6	7,0
FD/FAVÖK	14,8	7,7	11,9	7,3
FD/Satışlar	1,5	0,8	0,8	0,6
F/DD	5,0	2,4	3,8	2,7
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	20,0	10,8	13,0	-3,6
Ş Getiri (%)	15,0	2,9	4,9	-18,2
BIST-100 Relatif (%)	20,0	15,0	15,0	-9,4



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: %75

## 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 göz önünde 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 %75 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2025T 4,3x F/K ve 0,84x F/DD çarpanlarıyla (Benzerlerine göre %13 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 seviyedir. 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 seviyedir.

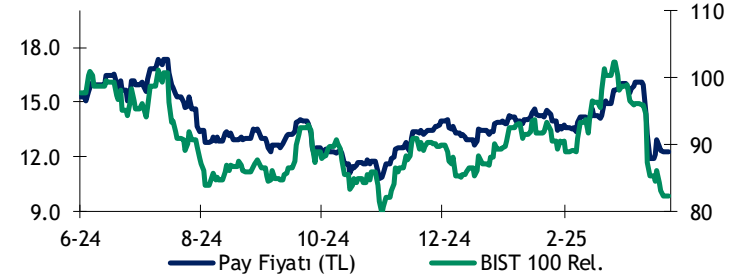
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	306,500	Beta (12A)	1.23
Piyasa Değeri (USD mn)	8,080	Ort. Günlük Hacim	5,804
Kapanış	12.26	Yabancı Payı	24.5%
12 Ay Yüksek	17.51	Halka Açıklık (%)	31.0%
12 Ay Düşük	10.73	Ağırlık	3.45%

(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	173,534
% Fark, Yıllık	162.8%	115.4%	40.0%	35.6%
Net kar	72,265	45,517	70,939	102,337
% Fark, Yıllık	17.4%	-37.0%	55.9%	44.3%

Rasyolar	2023A	2024A	2025T	2026T
TGA Oranı	2.1%	2.1%	2.9%	3.1%
Kredi riski maliyeti	1.0%	1.1%	2.4%	1.9%
Net faiz marjı (Swap dahil)	3.7%	-0.7%	2.8%	2.9%
Ortalama aktif getirisi	3.7%	1.6%	2.4%	3.4%
Ortalama maddi özkaynak getirisi	31.6%	15.6%	20.9%	25.7%

Değerleme Çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T
F/K	3.2	6.7	4.3	3.0
F/DD	0.87	0.96	0.84	0.71



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	-18.0	-8.9	-12.0	13.7
US\$ Getiri (%):	-21.4	-15.5	-20.9	-3.6
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-18.0	-5.5	-10.9	6.9

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

## Getiri Potansiyeli: 60%

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

➤ **Şirket için hedef pay fiyatımız 794,50 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 28 Mart 2025 kapanışı baz alınarak Migros, 2025T 4.4x FD/FAVÖK ve 2025T F/K 8.6x rasyoları ile işlem görmekte olup getiri potansiyeli %60'a işaret etmektedir.**

➤ **Şirket'in FMCG Pazar payı gelişimine bakıldığında;** fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern FMCG pazarında Şirket 2024'te %17,0'luk (2023: %16,2), toplam FMCG pazarında ise %9,8'lük (2023: %9,4) pazar payına sahip olmuştur. Ek olarak; Şirket'in net mağaza sayısı 2023'e göre 258 adet artış göstererek 2024'te 3.621 adet olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak Şirket'in satış alanı 2024'te yıllık %5,3'lük yükseliş göstermiştir. Artan mağaza sayısı & bunun sağladığı destekle satış alanlarının büyümesi ile e-ticaret kanallarının net satışlar üzerindeki pozitif katkısının, 2025 yılında da Şirket operasyonlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

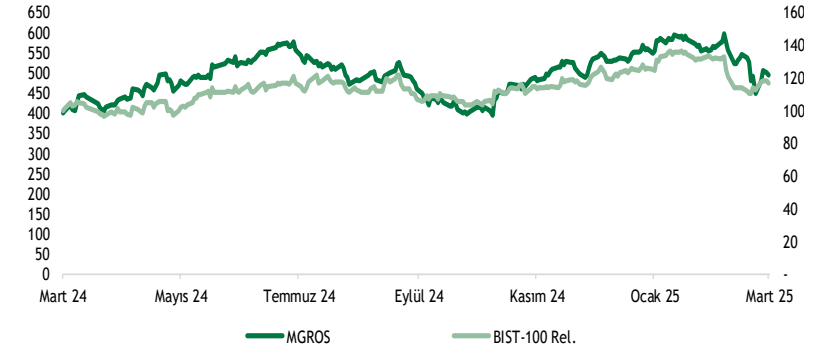
➤ **Şirket'in borçluluk tarafına bakıldığında;** operasyonlardan yaratılan güçlü nakit akışı sayesinde net borç pozisyonunda önemli ölçüde iyileşme sağlayan Migros'a olan olumlu bakışımızı korumaya devam ediyoruz. Şirket'in 2024 sonunda 2023'e göre toplam finansal borcu (TMS-29 Etkisi dahil, TFRS-16 etkisi hariç) yıllık %59 düşüş göstererek 1.208mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir (2023: 2.915mn TL). 2024 sonu itibarıyla de Şirket net nakit pozisyonu artış göstermiş olup yıllık %37 yükseliş göstererek 21.337mn TL seviyesine ulaşmıştır (TRFS 16 etkisi hariç). Şirket'in serbest nakit akımları da 4Ç24'te enflasyon muhasebesi etkisi dahil 1.072mn TL'ye (4Ç23: -2.576mn TL) ulaşmıştır (2023: 11.598mn TL, 2024: 14.275mn TL, yıllık +%23).

➤ **Migros,** Migros 2025 yılında TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri dahil %8-%10'luk reel satış büyümesi beklemektedir. Şirket, TMS-29 dahil %6,0 aralığında FAVÖK marjı beklemektedir. Migros, aynı zamanda 2025 yılı sonundaki yeni mağaza açma hedefini -250 mağaza olarak korumuş olup yatırım harcaması/satışlar beklentisini ise %2,5-%3,0 olarak belirlemiştir. Şirket'in yüksek enflasyon ortamında rekabetçi pazar koşullarına rağmen FMCG pazar payını yükseltebilmesini olumlu buluyoruz. Migros'un operasyonel olarak faaliyet yapısını beğenmekte; net nakit pozisyonunu sürdürmesinin de önemli bir gelişme olduğunu hesaba katmaktayız. Online kanalları oldukça etkin şekilde kullanabilen Migros'un çeşitli iştirakleriyle yaratmış olduğu iş kollarının da ilerleyen dönemlerde katkılarının artarak devam edeceğini düşünüyoruz. Enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişlerin, sektörde artan rekabet dolayısıyla yaşanabilecek pazar payı kaybının ve artan enerji maliyetlerinin Şirket için aşağı yönlü riskler olabileceğini de ekliyoruz.

Kod	MGROS TI/MGROS IS	Kapanış	995,25
Piyasa Değeri (mn TL)	89.667	Son 12 Ay En Yüksek	600,00
Piyasa Değeri (mn \$)	2.374	Son 12 Ay En Düşük	394,48
Firma Değeri (mn TL)	88.217	Beta	0,91
Firma Değeri (mn \$)	2.333	Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	26,75
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	28,88

Anahtar Rakamlar (mn TL)	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
Satış Getirileri	202.823	378.464	293.562	392.163
Büyüme (%)		86,6%	-22,4%	33,6%
FAVÖK	5.430	6.550	14.528	20.010
FAVÖK Marjı (%)	2,7%	1,7%	4,9%	5,1%
Net Kar	13.196	18.404	6.638	10.472
Pay Başına Kar	72,88	101,65	36,66	57,84
Temettü Verimi	1,6%	1,9%	0,7%	1,2%
Net Borç/FAVÖK (x)	-0,27	-0,81	0,55	0,33
Net Borç/Özsermaye (x)	-0,04	-0,07	0,15	0,10
Ortalama Özsermaye Karlılığı		32,1%	10,4%	18,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		11,9%	3,3%	4,6%

Değerleme Çarpanları	* 2022A	* 2023A	* 2024A	2025T
F/K	6,8	4,9	13,5	8,6
FD/FAVÖK	16,2	13,5	6,1	4,4
FD/Satışlar	0,4	0,2	0,3	0,2
F/DD	2,3	1,2	1,7	1,4
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-11,9	-7,4	-9,5	23,9
\$ Getiri (%)	-15,5	-14,1	-15,9	5,1
BIST-100 Relatif (%)	-11,9	-3,9	-7,9	16,5



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

Sabancı Holding 2024'de, enflasyon muhasebesi uygulanmış haliyle (TMS-29) 15.475mn TL konsolide zarar (2023: 22.274mn TL net kar) açıkladı. Banka, dijital ve diğer segmentleri zarar pozisyonu ile Holding'in zarar açıklamasında etkili oldu.

Sabancı Holding 2024'de bankacılık dahil 906.986mn TL satış geliri elde etti. 2024 tamamında yıllık %58 düşüşle 80.138mn TL FAVÖK elde edildi.

Holding solo net nakit pozisyonu, 3Ç24 sonundaki 12,2 milyar TL'den 12,4 milyar TL'ye hafifçe yükseldi. Net Borç/FAVÖK rasyosu 1,4x olarak Holding'in orta vadeli maksimum 2,0x hedefinin altında kalmayı sürdürdü.

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 segmentlerinden geliyor.

Temettü: Sabancı Holding pay başına brüt 3,00 TL (net 2,55 TL) temettü ödedi. Temettü verimi %3,7 seviyesindedir.

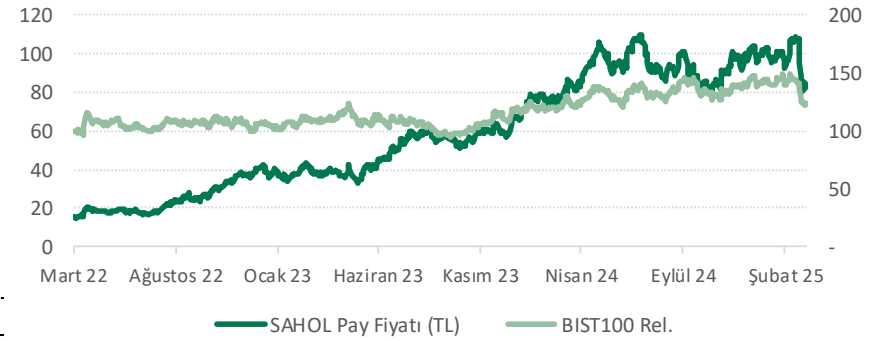
Bu sırada, 27.03.2025 tarihinde gerçekleşen Olağan Genel Kurul'da Sabancı Holding'in yeni Yönetim Kurulu Başkanı Hayri Çulhacı oldu.

**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 fiyatımız 28 Mart 2025 kapanışına göre %95 yükseliş potansiyeli taşırken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.**

Kod	SAHOL.IS	Kapanış	84,05	
Piyasa Değeri (Mn TL)	176.537	Son 12 Ay En Yüksek	111,00	
Piyasa Değeri (Mn \$)	4.675	Son 12 Ay En Düşük	77,20	
Firma Değeri (Mn TL)	270.555	Beta	1,16	
Firma Değeri (Mn \$)	7.339	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	57,9	
Halka Açıklık Oranı (%)	51,00	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	39,5%	
Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022A*	2023A*	2024A*	
Satış Gelirleri	178.442	197.812	195.093	
Finans Sektörü Hasılatı	450.866	568.501	711.894	
Toplam Satış Gelirleri	629.308	766.313	906.986	
Büyüme	0,0%	21,8%	18,4%	
Konsolide Net Kar (Mn TL)	56.916	22.274	-15.475	
Pay Başına Kar	27,89	10,92	-7,37	
Temettü Verimi	5,0%	6,5%	2,7%	
Net Borç / Özsermaye (x)	0,08	0,10	0,33	
Ort. Özsermaye Karlılığı	0,0%	7,0%	-5,1%	
Ortalama Aktif Karlılığı	0,0%	0,7%	-0,5%	
Değerleme Çarpanları	2022A*	2023A*	2024A*	
F/K	3,1	7,9	-11,4	
FD/Satışlar	0,2	0,2	0,2	
F/DD	0,8	0,6	0,6	
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-13,2	-16,1	-12,4	4,7
\$ Getiri (%)	-16,8	-22,2	-18,7	-11,2
BIST-100 Relatif (%):	-13,2	-12,9	-10,9	-1,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

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

## Getiri Potansiyeli: %55

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

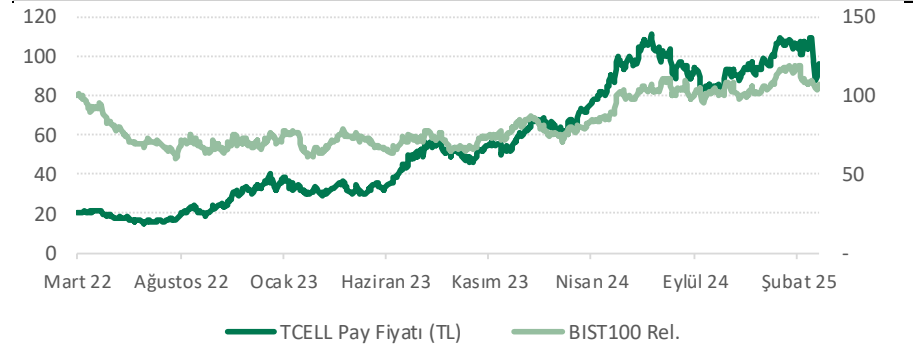
**2024 yılı beklentileri gerçekleşti..** 2024 yılında Şirket yaklaşık %7 reel büyüme beklentisine paralel %7,8 büyüme ile 166.671mn TL satış geliri elde etti. FAVÖK 69.802mn TL, FAVÖK marjı %41,9 oldu (beklenti: yaklaşık %42). Operasyonel harcamalar/gelir rasyosu yaklaşık %23 beklentiye paralel %22,8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

**2025 beklentileri:** Turkcell, 2025 yılında %7-9 aralığında gelir büyümesi, %41-42 aralığında FAVÖK marjı beklerken, operasyonel harcamaların gelire oranınının 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 Mart 2025 kapanış fiyatına göre %55 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.**

Kod	TCELL.IS	Kapanış	95,80	
Piyasa Değeri (Mn TL)	210.760	Son 12 Ay En Yüksek	111,81	
Piyasa Değeri (Mn \$)	5.581	Son 12 Ay En Düşük	63,42	
Firma Değeri (Mn TL)	239.285	Beta	1,05	
Firma Değeri (Mn \$)	6.389	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	68,5	
Halka Açıklık Oranı (%)	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
<i>Büyüme</i>		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%	2,8%	2,8%
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	21,2	11,6	9,5	8,8
FD/FAVÖK	1,1	3,8	3,4	2,4
FD/Satışlar	0,4	1,5	1,4	1,0
F/DD	1,9	1,2	1,1	42,0
Getiri				
	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-4,9	1,9	3,2	44,4
\$ Getiri (%)	-8,8	-5,5	-4,1	22,5
BIST-100 Relatif (%):	-4,9	5,7	5,1	35,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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



## Türk Hava Yolları (AL, Hedef : 495,50 TL)

Getiri Potansiyeli: 59%

## 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 Mart 2025 kapanışı baz alınarak hedef fiyatımız, **Şirket için %59'luk getiri potansiyeli** sunmakta olup THY, 2025T F/K 3.50x ve 2025T FD/FAVÖK 3.43x rasyolarıyla işlem görmektedir.

➤ Şirket, Şubat 2024'e kıyasla Şubat 2025'te toplam yolcu sayısında yıllık %1,9'luk daralma kaydetmiştir. THY'nin Şubat 2025'teki toplam yolcu sayısı 5.98mn olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, Şubat 2024'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %66,6'ya ulaşmıştır. THY, Şubat 2025'te yıllık bazda %2,0 artışla 4.0mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %8,9 oranında daralarak 2mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Şubat 2025'te yıllık bazda 0.6 yp artış göstererek %81,9 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Şubat 2025'te yıllık bazda %0,5 düşüş göstermiştir.

➤ 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 itibarıyla 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.

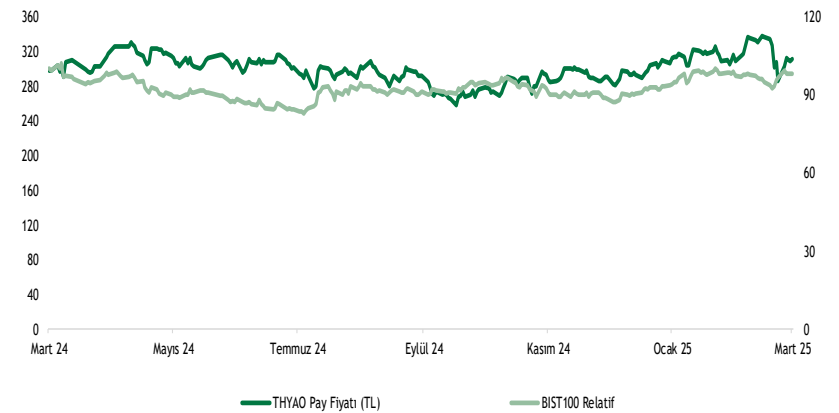
➤ **Riskler:** COVID-19 ya da farklı bir virüs salgını, doğal afet ve jeopolitik risklerin artması trafik, karlılık tahminlerimizi ve değerlememizi olumsuz etkileyebilecektir. Jet yakıt fiyatlarında hızlı bir artış/azalış da tahminlerimiz ve değerlememiz üzerinde olumsuz/olumlu etkili olabilecektir.

Kod	THYAO.TI/THYAO.IS	Kapanış	311,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	429.180	Son 12 Ay En Yüksek	339,50
Piyasa Değeri (Mn \$)	11.364	Son 12 Ay En Düşük	257,50
Firma Değeri (Mn TL)	705.097	Beta	0,95
Firma Değeri (Mn \$)	19.185	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	271,2
Halka Açıklık Oranı (%)	50,48	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	27,26

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	4,17	1,89	3,32	3,43
FD/FAVÖK	3,88	3,47	3,79	3,50
FD/Satışlar	1,04	0,92	0,85	0,79
F/DD	1,17	0,73	0,59	0,51

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	0,89	6,96	10,68	4,45
\$ Getiri (%)	-3,28	-0,73	2,77	-11,43
BIST-100 Relatif (%)	0,88	11,02	12,64	-1,82



## Tavsiye Listesi

## Şeker Yatırım

## Tavsiye Listesi

2 Nisan 2025

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	52,25	96,62	271.700	502.401	84,9%	6,41	1,13
GARAN	AL	118,00	178,86	495.600	751.224	51,6%	5,38	1,50
HALKB	TUT	21,28	22,88	152.892	164.417	7,5%	10,12	1,00
ISCTR	AL	12,26	21,47	306.500	536.761	75,1%	6,73	0,96
TSKB	AL	11,00	18,66	30.800	52.261	69,7%	3,04	0,95
VAKBN	TUT	23,96	32,65	237.585	323.787	36,3%	5,88	1,08
YKBNK	AL	24,04	49,47	203.067	417.850	105,8%	7,00	1,05
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	163,60	299,18	414.873	758.698	82,9%	317,67	0,78
SAHOL	AL	84,05	164,00	176.537	344.463	95,1%	-	0,62
TAVHL	AL	242,00	392,20	87.914	142.479	62,1%	13,41	1,49
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	165,10	251,20	31.608	48.091	52,2%	18,90	1,54
AKSEN	AL	35,16	55,00	43.118	67.450	56,4%	21,48	1,06
ARCLK	AL	137,10	195,65	92.642	132.209	42,7%	54,85	1,38
ASELS	AL	119,90	114,00	546.744	519.860	-4,9%	35,74	3,90
BIMAS	AL	458,25	766,10	278.249	465.176	67,2%	14,97	2,37
CCOLA	AL	53,45	78,30	149.557	219.079	46,5%	10,10	2,78
CIMSA	AL	51,50	67,20	48.698	63.544	30,5%	18,12	1,97
DOAS	AL	229,10	273,60	50.402	60.192	19,4%	6,64	0,92
EREGL	AL	22,52	35,77	157.640	250.408	58,8%	11,69	0,67
FROTO	AL	1.059,00	1.491,00	371.614	523.205	40,8%	9,56	3,23
KRDMD	AL	29,32	40,79	22.876	31.824	39,1%	-	0,65
MGROS	AL	495,25	794,50	89.667	143.847	60,4%	14,14	1,56
PETKM	TUT	17,07	25,42	43.262	64.419	48,9%	-	0,74
PGSUS	AL	257,75	372,00	128.875	186.000	44,3%	9,70	1,72
SELEC	AL	64,90	92,00	40.303	57.132	41,8%	19,58	1,72
SISE	AL	38,58	54,00	118.179	165.420	40,0%	23,53	0,64
TCELL	AL	95,80	148,48	210.760	326.666	55,0%	8,96	1,13
THYAO	AL	311,00	495,50	429.180	683.795	59,3%	3,79	0,63
TOASO	AL	179,30	299,40	89.650	149.698	67,0%	17,17	1,90
TTKOM	AL	49,10	74,82	171.850	261.865	52,4%	20,32	1,18
TUPRS	AL	138,00	205,15	265.898	395.282	48,7%	14,52	0,94
VESBE	AL	12,98	26,64	20.768	42.619	105,2%	78,13	0,61
ZOREN	TUT	3,51	5,40	17.550	27.000	53,8%	-	0,30

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 ve 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)