



Borsanın 2025 Katalizörleri

Yatırım Trendleri Raporu



Zirvelerden Gerileyen Bir Yıldız: Sayılarla 2024

Borsa İstanbul'da 2021 yılından bu yana takip ettiğimiz yükselen trend desteği, 18 Temmuz'da 11.250 ile zirve seviyesine ulaştıktan sonra global taraftaki risklerin fiyatlanması ile yönünü aşağı çevirdi. 304-314 dolar aralığında bir fiyat boşluğuyla oluşan bu kırılmanın ardından piyasada en düşük 250 dolar bölgesi test edildi ve bu seviyelerden gelen tepki alımlarıyla endeks yılı 290 dolar civarında tamamladı. Türk Lirası cinsinden BIST 100 endeksi 2024 yılında 31,6% getiri sağladı. Böylece endeks üst üste 6 yıl yükselmiş oldu.

Gelişmekte olan ülke endekslerine baktığımızda diğer ülke borsalarıyla kıyaslandığında 6,7 gibi düşük bir F/K oranı ile hâlâ cazip bir değer yatırımı fırsatı sunuyor. Gelişmekte olan ülke endekslerinin dolar bazlı performansı incelendiğinde Pakistan borsası yıl boyunca 84,3% yükselişle yılın en dikkat çekici performansına imza attı. Hatırlamak gerekirse Pakistan, IMF ile yaptığı 3 milyar dolarlık finansal paket anlaşması yapmış ve sonrasında yatırımcı güvenini kazanmıştı.

Latin Amerika'da ise Arjantin borsası 64,7%'lik yükseliş kaydetse de endekste ki 14,92 seviyesindeki F/K oranı, bölgedeki bazı siyasi ve ekonomik risklerin fiyatlamalara yansıdığına işaret ediyor.

Borsada hangi ülke kazandı?

 Pakistan Yıllık Performans %84,3 F/K 19,68	 Arjantin Yıllık Performans %64,7 F/K 14,92	 Tayvan Yıllık Performans %35,1 F/K 21,51			
 Peru Yıllık Performans %23,7 F/K 12,64	 Malezya Yıllık Performans %20,8 F/K 15,52	 Çin Yıllık Performans %19,7 F/K 11,4	 Türkiye Yıllık Performans %18,2 F/K 6,77	 BAE Yıllık Performans %15,7 F/K 15,8	
 Hindistan Yıllık Performans %12,8 F/K 24,88	 Kuveyt Yıllık Performans %12,4 F/K 17	 Yunanistan Yıllık Performans %11,6 F/K 5,74	 Kolombiya Yıllık Performans %10,3 F/K 6,44	 Nijerya Yıllık Performans %8,3 F/K 9,27	
 Güney Afrika Yıllık Performans %7,5 F/K 17,61	 Katar Yıllık Performans %4,4 F/K 18,63	 Tayland Yıllık Performans %1,6 F/K 15,65	 Suudi Arabistan Yıllık Performans %0,7 F/K 17,46	 Filipinler Yıllık Performans %0 F/K 9,84	 Polonya Yıllık Performans -%5,7 F/K 9,4
 Vietnam Yıllık Performans -%6 F/K 13,9	 Şili Yıllık Performans -%6,8 F/K 12,47	 Endonezya Yıllık Performans -%11,9 F/K 13,01	 Güney Kore Yıllık Performans -%23,1 F/K 11,43	 Meksika Yıllık Performans -%26,8 F/K 13,01	 Brezilya Yıllık Performans -%29,5 F/K 7,1

Endeksler: MSCI Pakistan IMI Index, MSCI All Argentina 25/50 Index, MSCI Taiwan Index, MSCI All Peru Capped Index, MSCI Malaysia Index, MSCI China Index, MSCI Turkey Index, MSCI All UAE Capped Index, MSCI India Index, MSCI All Kuwait Select Size Liquidity Capped Index, MSCI Greece IMI + Coca-Cola 20/35 Index, MSCI COLCAP Index, MSCI South Africa 25/50 Index, MSCI All Qatar Capped Index, MSCI Thailand Index, MSCI Saudi Arabia IMI 25/50 Index, MSCI Philippines Index, MSCI Poland Index, MSCI Vietnam Index, MSCI Chile IMI 25/50, MSCI Indonesia Index, MSCI Korea Index, MSCI Mexico Index, MSCI Brazil Index. Kaynak: MSCI (Endekslerin 2024 yılındaki performansları alınmıştır.)

Not: Pakistan, Arjantin ve Nijerya, gelişmekte olan ülkeler kategorisinden çıkarılarak bağımsız ülkeler kategorisine dahil edilmiştir.

Borsanın 2025 Katalizörleri

- Zirvelerden Gerileyen Bir Yıldız: Sayılarla 2024.....1
- 2025'te Öne Çıkabilecek Sektörler.....4
- Yabancı Yatırımcı Nerede Kaldı?.....6
- Enflasyon - Dolar/TL - Faiz Beklentileri.....8
- Sektörel Görünüm.....10
- Bankacılık Sektörü.....11
- Çimento Sektörü.....15
- Gayrimenkul Sektörü.....19
- Savunma Sektörü.....23
- Enerji Sektörü.....26
- Telekomünikasyon Sektörü.....32
- Havacılık Sektörü.....35
- Gıda - İçecek Sektörü.....39
- Gıda Perakende Sektörü.....42
- Otomotiv Sektörü.....46
- Demir - Çelik Sektörü.....51
- Hisse Avcısı: Kârını Artıran, Cazip Fiyatlanan,
Yüksek Beklentiye Sahip Şirketler.....56

Borsanın 2025 Katalizörleri

2024'ün son çeyreğini katalizör arayarak geçiren Borsa İstanbul için 2025'te piyasayı 300 dolar bölgesinin üzerine kalıcı bir şekilde taşıyabilecek güç, **faiz indirimleriyle** birlikte **yabancı girişlerinin** artması ve **sektörel verilerin** de 2025 itibarıyla toparlanmaya başlaması ile mümkün olabilecek gibi gözüküyor. Faiz indirimlerinin devamı para piyasası fonlarında bulunan 1,7 trilyon TL'nin ve bankalarda bulunan 19 trilyon TL'nin üzerinde **mevduat tutarının bir kısmının yavaş yavaş hisse senetlerine kaymasını** sağlayabilir.

Fakat özellikle yılın 2. yarısında enflasyon muhasebesinin etkilerinin yıllık baz etkisi olarak pozitive dönmesiyle ve hem küresel tarafta hem de yurt içinde faizlerin dengelenmeye başlamasıyla **şirketlerin kârlılığında** iyileşmeler meydana gelmesi beklenebilir. Bu gelişmelerle birlikte, mevduatın rekabet gücünün azalması ve şirket kârlılıklarının artması, özellikle yılın ikinci yarısında yabancı yatırımcının da borsamıza ilgisini artırabilir ve tüm bu faktörler endekste yukarı yönlü görünümü destekleyebilir.

Analistlerin 1 senelik verdiği ortalama endeks tahminlerine göre BIST 100, 2025 yıl sonunda dolar bazında 320-330 dolar seviyelerine ulaşabilir. Güncel olarak endeks 275 dolar seviyesinden fiyatlanmakta. Yani analistlerin ortalama beklentilerine göre 2025 yılı sonunda endeks, güncel dolar bazlı fiyatına göre 18% potansiyel taşıyor.

2025'te Öne Çıkabilecek Sektörler

TCMB'nin 2025 yılında faiz indirimi sürecini sürdürmesi, yılın öne çıkan yatırım temalarından biri olmaya devam edecek. Bu süreçten en olumlu etkilenecek sektörlerden biri bankacılık sektörü olacak. 2024'te uygulanan kredi büyümesine yönelik kısıtlamaların zamanla gevşetilmesi, özellikle ticari kredilerdeki iyileşmenin bankaların kârlılığına katkı sağlaması bekleniyor.

- Tüketici kredilerinde ise sınırlamaların daha uzun süre devam edebileceği öngörülse de enflasyonun dengelenmesi, risk primindeki olası düşüşler ve yabancı sermaye girişleri bankacılık hisselerini destekleyen faktörler arasında yer alıyor.

Faiz indirimlerinden doğrudan etkilenen sektörlerden biri de gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO). Son dönemde konut piyasasında faiz indirimi beklentisiyle birlikte hareketlenme gözlemlenmeye başladı.

- 2025 yılında, enflasyonun düşüş trendine girmesi ve ertelenmiş talebin devreye girmesiyle konut satışlarında artış bekleniyor. Bunun yanı sıra, GYO'ların vergi avantajlarından faydalanmaya devam edebilmeleri için temettü dağıtmak zorunda olmaları sektöre olan ilgiyi artırabilir.

Hizmet sektöründe, 2025 yılı boyunca telekomünikasyon ve havacılık şirketlerinin güçlü kârlılıklarını korumaları öngörülüyor.

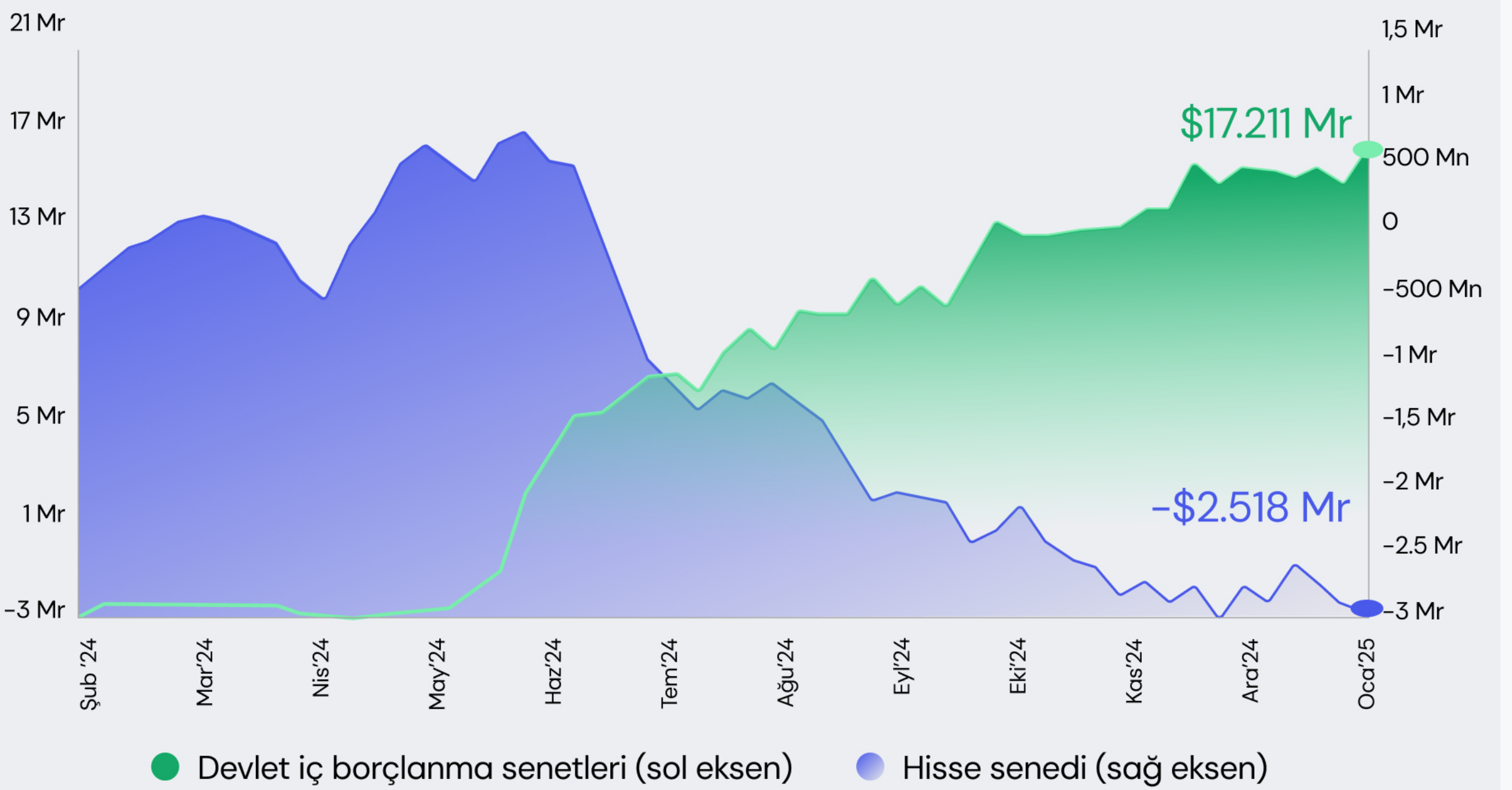
- Telekom sektöründe altyapı yatırımları ve abone artışları büyümeyi desteklerken, havacılık sektörü artan yolcu trafiği ve uluslararası uçuş kapasitesinin genişlemesiyle pozitif görünümünü sürdürebilir.

Buna karşın, gıda perakendeciliği sektöründe, enflasyonun gerilemesi ve asgari ücret artışlarının sınırlı kalması nedeniyle nominal büyüme rakamlarının düşmesi bekleniyor. Ancak, enflasyon muhasebesinin şirketlerin faaliyet kâr marjları üzerindeki olumsuz etkisinin azalması, bu sektörde belirli bir dengeleme sağlayabilir.

Yabancı Yatırımcı Nerede Kaldı?

2024 yılında Türkiye finans piyasalarında, sabit getirili kıymetlere 20 milyar doları aşan bir yabancı yatırımcı girişi gözlemlenirken, hisse senedi piyasasında ise toplamda 2,6 milyar dolarlık bir yabancı çıkışı yaşandı. Özellikle yılın ilk yarısında ekonomi politikalarındaki normalleşme süreci yabancı sermayenin Borsa İstanbul'a girişini teşvik ederken, yılın ikinci yarısında uygulanan politikaların etkisiyle sermaye çıkışlarının arttığı görüldü. Hisse senedi piyasasındaki bu düşüşün, ekonomik büyümede yavaşlama ve şirket kârlılıklarında gerilemeye bağlı olduğu düşünülüyor. Ayrıca, enflasyon muhasebesinin faaliyet kârları üzerindeki baskısı bu durumu daha da belirgin hale getirdi.

Yabancılar tahvil alıyor, hisse satıyor



Kaynak: TCMB, Menkul Kıymet İstatistikleri Veriler, 30 Ocak 2025 haftası itibariyle alınmıştır.

Düşük baz etkisi dikkate alındığında, 2025 yılında yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasında alım yönlü hareket edebileceği öngörülüyor. Özellikle, piyasa değerine kıyasla cazip seviyelerde işlem gören hisseler ve büyük ölçekli halka arzlara yabancı yatırımcı ilgisinin artması beklenebilir. Küresel ölçekte, gelişmekte olan ülkelerin aleyhine bir finansal görünüm oluşsa dahi, Türkiye'nin doğru makroekonomik politikalar uygulaması halinde diğer gelişmekte olan piyasalardan olumlu ayrışma potansiyeli bulunuyor. ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz indirimlerinin sınırlı kalması ve uzun vadeli tahvil getirilerinin yükselmesi küresel yatırım ortamını zorlasa da Türkiye 2024'ün ilk yarısındaki gibi bu olumsuzlukları dengeleyebilir.

Öte yandan bu yılın ikinci yarısında borsada yaşanan düşüşlerin temel nedenlerinden biri de yeni para girişlerinin neredeyse durma noktasına gelmesi yani "likidite sorunu" olarak değerlendirilebilir. Bu duruma katkıda bulunan etkenlerden biri de açığa satış yasağı olarak öne çıkıyor.

6 Şubat 2023 depremleri sonrasında alınan açığa satış yasağı önlemleri, yabancı yatırımcıların kotasyon girmesini zorlaştıran bir faktör haline geldi. Açığa satış yapmanın yasak olması, yabancı yatırımcıları uzun süredir Borsa İstanbul'dan uzaklaştırdı. Neyse ki açığa satış yasağı, 1 Ocak itibarıyla BIST 50 hisselerinde kaldırıldı. Bu yabancı yatırımcının yeniden ilgisinin borsamıza yönelmesi için kritik çünkü yasağın devam etmesi halinde spot piyasada sadece yükselişe yönelik strateji kurmak mümkünken, özellikle de Türkiye'nin içerisinden geçtiği ekonomik süreç düşünüldüğünde yabancı yatırımcılar genellikle her iki yönde de pozisyon alarak kendilerini risklere karşı korumayı tercih ediyor.

Enflasyon – Dolar/TL – Faiz Beklentileri

TCMB Piyasa Katılımcılarının ocak ayı anketine göre, cari yıl sonu tüketici enflasyonu (TÜFE) beklentisi bu anket döneminde 27,05% olmuştur. 12 ay sonrası TÜFE beklentisi bir önceki anket döneminde 27,07% iken, bu anket döneminde 25,38% oldu. Dolar kuru tahmini incelendiğinde ise katılımcıların cari yıl sonu döviz kuru (ABD Doları/TL) beklentisi bu anket döneminde 43,03 TL olmuştur. 12 ay sonrası döviz kuru beklentisi ise bir önceki anket döneminde 43,23 TL iken, bu anket döneminde 43,81 TL olarak gerçekleşti.

Yabancı kurumların beklentileri ise aşağıdaki gibi:

Kurum	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2026
Commerzbank	₺35,50	₺35,50	₺36,00	₺37,50	₺40,00
Citigroup	₺37,00	₺39,07	₺41,16	₺42,09	₺43,83
Danske Bank	₺36,78	₺38,40	₺40,00	₺41,60	
BNP Paribas	₺37,51	₺40,05	₺42,77	₺45,50	₺54,50
DZ Bank	₺39,33	₺40,00	₺40,00		
Rabobank	₺35,46				
Swedbank		₺36,00	₺36,00	₺36,50	₺36,50
JPMorgan Chase	₺38,00	₺40,00	₺42,50	₺45,50	
Landesbank Baden Württemberg	₺39,80	₺41,80	₺42,40		
Bank Julius Baer	₺35,80	₺36,50	₺38,00	₺39,50	₺39,30
MUFG	₺37,25	₺39,25	₺41,25	₺43,25	
UniCredit	₺37,66	₺39,00	₺40,00	₺42,50	₺49,00
XTB	₺35,93	₺36,94	₺37,57	₺36,40	₺36,04
Muziho Bank	₺34,50	₺34,00	₺33,50	₺33,00	

Yıl sonu enflasyon beklentilerine kıyasla politika faizinin daha yüksek kalarak finansal istikrarın sağlanması amaçlanıyor. TCMB'nin son yayımladığı piyasa katılımcıları anketinde yıl sonu faiz beklentisi 29,14% seviyesinde bulunurken Reuters anketine katılan ekonomistlerin konsensüs beklentisi ise 28,5% olarak öne çıkıyor. Diğer yandan yabancı kurumların beklentileri ise 30-35% bandında değişkenlik gösteriyor.

Kurum	2025 Sonu Politika Faizi Tahmini
Morgan Stanley	30,5%
Deutsche Bank	30%
BofA	30%
HSBC	30%
JPMorgan	35%
Reuters Anketi	28,50%
TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi	29,14%

TCMB'nin 2025 PPK takviminde, geçen yıllardaki 12 toplantıya kıyasla bu yıl 8 toplantı gerçekleşeceğini açıklamasıyla, politika faizinin beklentiler dahilinde 28,5%'e kadar gerileyebilmesi için her toplantıda faiz indirimi yapmasını gerektirebilir.

Nitekim son gelen enflasyon verisinin beklenti üstünde gerçekleşmesi sonrasında TCMB'nin faiz indirim sürecine ilişkin beklentilerde bozulma takip ediliyor. Bu noktada TCMB'nin Enflasyon Raporu sunumlarında vereceği enflasyon hedefleri ve yönlendirmeler varlık fiyatlamalarında belirleyici olacak.

Sektörel Görünüm



10/57

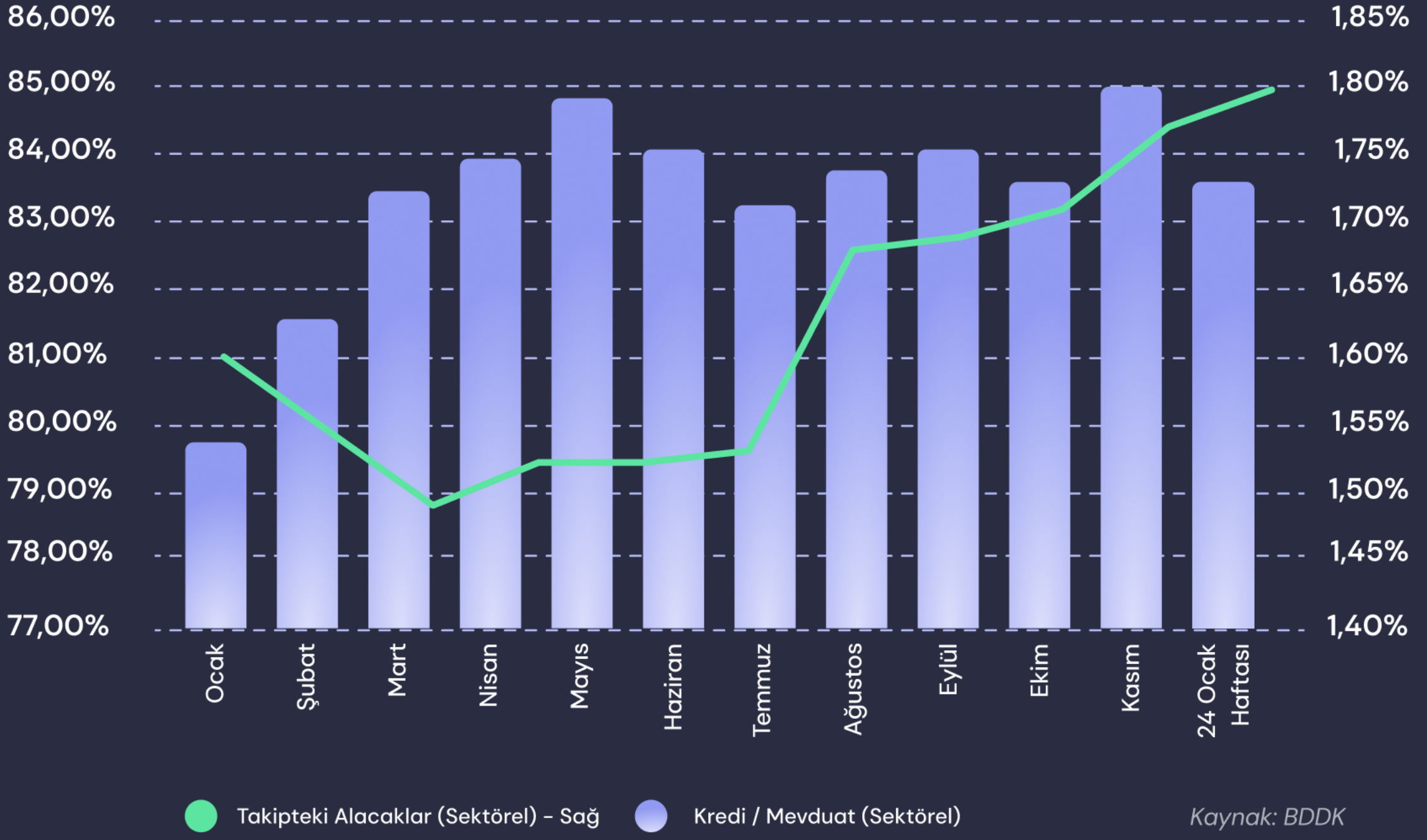
Bankacılık Sektörü

Bankacılık endeksi 2024 yılında endekse rölatif 26,8% getiri sağlarken faiz indirimlerinin başlamasıyla beraber, sektöre ilişkin ilginin devam ettiğini takip ediyoruz.

Haftalık verilere göre 18 Ekim haftasından bu yana kredi büyümesi istikrarlı bir şekilde sürerken Aralık ve Ocak ayında büyüme ivmesinin hızlandığı belirtilebilir. Kasım ayının başından bu yana bankalardaki mevduat tutarı 6,6% büyüme gösterirken, toplam kredilerde ise 4,8% büyüme gözlemlendi. Faiz indirimlerinin başlamasıyla beraber marjların genişlemeye başlaması ise sektörün son çeyrek kârlılığı açısından kritik olacak.

Kasım ayında 84%'e gerileyen kredi/mevduat oranı ise Ocak ayının 4. haftasında 83,5%'e düşüş gösterirken faiz indirimleriyle beraber spreadlerin genişlemeye başlaması çeyreksel bazda bankaların net faiz marjına hafif olumlu yansıdı. Faiz indirimlerinin başlamasıyla beraber tahvil fiyatlarının yükselmesi de değerlendirme kârlarının artışıyla sektör özelinde bankacılık kârlarına çeyreksel olarak destek sağlayabilir.

Sektörel Temel Görünüm



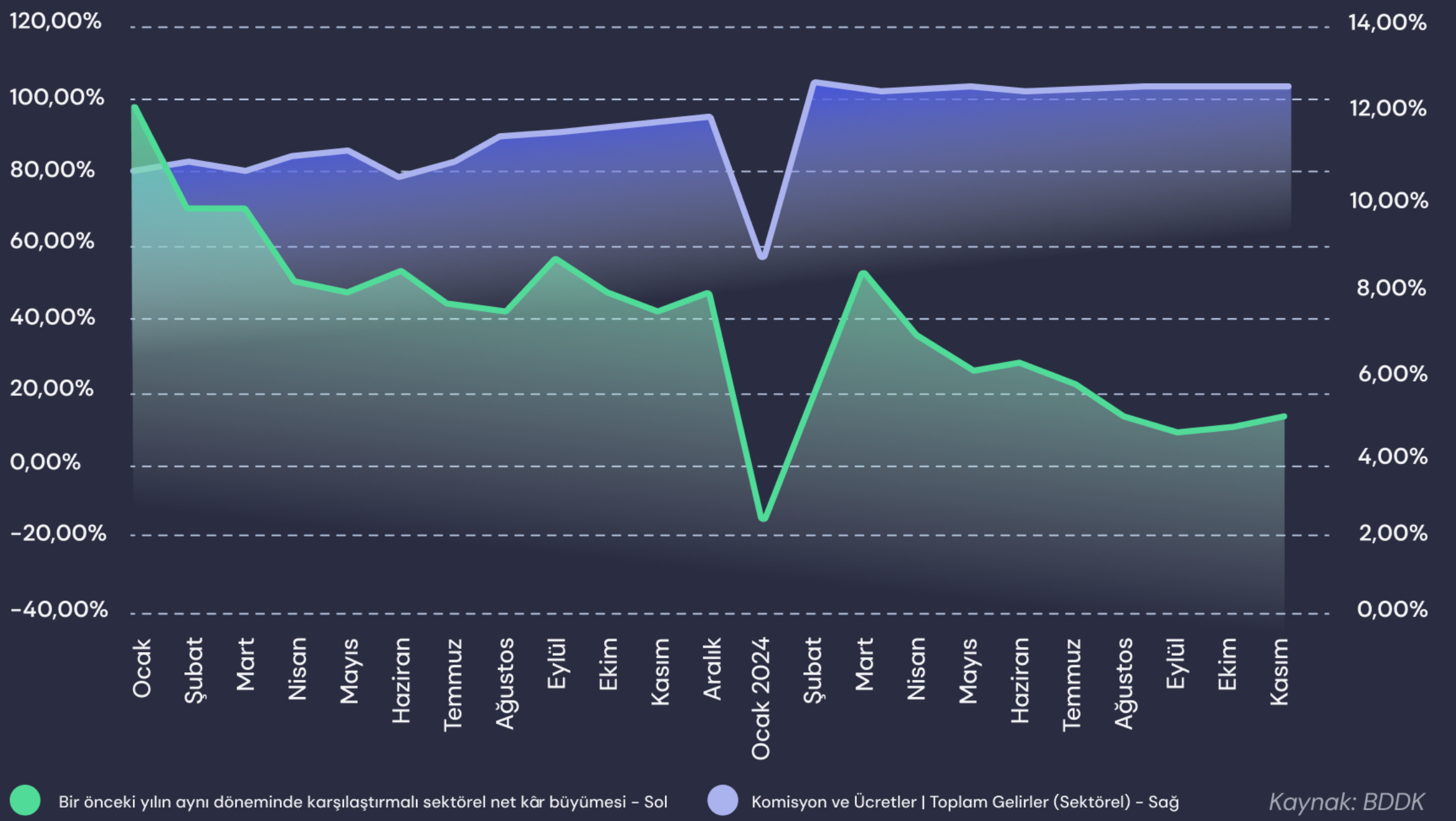
Ekonomi yönetiminin faizleri indirirken aynı zamanda dezenflasyonist süreci desteklemek amacıyla aldığı makroihtiyati tedbirler, kredi büyümesi tarafında değerlemelerin muhafazakar kalmasına sebep oluyor.

Yabancı para ticari kredi büyüme sınırlarının 1%'e çekilmesi, diğer ticari kredilerde büyüme sınırının 1,5%'e indirilmesi, TL ve YP fonlamada 15% ve 21% ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları makroihtiyati tedbirler kapsamında kredi büyümesinde ivmeli büyümeyi engelleyici adımlar olarak yer aldı.

Sektörel anlamda yüksek fonlama maliyeti dolayısıyla daralan net faize marjına karşın güçlü komisyon gelirleri 2024 yılında kârlılığa önemli ölçüde destek sağladı.

Halka açık 5 büyük bankanın swaplar dahil net faiz marjı 3. çeyrekte 1,95% olurken, 9 aylık sonuçlarda zayıf net faiz marjı ile çalışıp yıl geneli için daha yüksek net faiz marjı hedefi veren Yapı Kredi Bankası (YKBNK), Akbank (AKBNK) ve İş Bankası (ISCTR) gibi bankaların çeyrekssel olarak kârlılığında daha güçlü büyüme gözlemlenebilir. Özellikle, elindeki yüksek TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü sayesinde Vakıfbank'ın (VAKBN) çeyrekssel net kâr büyümesi takip edilebilir.

Kâr Büyümesi ve Komisyon Gelirleri



4Ç24 Finansallarını Açıklayan Bankacılık Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	Net Kâr Büyüme (Yıllık)	Net Kâr Büyüme (Çeyrek)	Kredi Büyümesi	2024/12 Net Faiz Marjı
 GARANTİ BANKASI	GARAN	534,66	6%	14%	48%	4,1%
 AKBANK	AKBNK	337,22	-36%	2%	48%	2,2%
 YAPI VE KREDİ BANKASI	YKBNK	259,49	-57%	32%	39%	0,7%

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

Mali tablolarını açıklayan bankaların 2025 yılı için genel beklentisi, swaplerle düzeltilmiş net faiz marjlarında 3 baz puanlık bir iyileşmeye işaret ediyor. 2024 yılında sektörel rakiplerine kıyasla yüksek net faiz marjı elde eden bankaların net faiz marjının 2023'e kıyasla büyüme göstermesi ise sektörün ana katalisti olacak. Fakat bankaların yayınlamış olduğu beklentiler incelendiğinde net komisyon ve ücret artışlarındaki ivmenin enflasyon üstünden enflasyona yataya doğru yakınsaması da kârlılık anlamında baz etki olarak hafif aşağı yönlü risk barındırıyor.

Burada özellikle Garanti Bankası'nın 2025 yılı için verdiği net faiz marj hedefi, 2023 yılı performansının 0,5 ile 1 baz puan üzerinde kalırken Akbank ve Yapı Kredi ise net faiz marjı tarafında 2023 yılındaki performanslara yakınsaması beklenebilir. Ayrıca takipteki krediler tarafında beklentiler 3% ile 3,5% arasında. Gelecek dönemde geri ödenemeyen krediler ve ayrılan karşılıklar da net kâr üzerinde hafif baskı oluşturabilir.

Çimento Sektörü

2024 yılı, Türkiye çimento sektörü için iç talep ve üretim artışı açısından hareketli bir yıl oldu. Deprem bölgesinde devam eden yeniden yapılandırma çalışmaları ve kentsel dönüşüm projeleri, iç piyasada çimento talebini güçlü tutan başlıca etkenler arasında yer aldı.

TÜRKÇİMENTO verilerine göre, Ocak-Eylül döneminde toplam çimento satışları yıllık bazda 6,6% artışla 62,7 milyon tona ulaştı. Aynı dönemde çimento üretimi 6,3% artışla 63,4 milyon ton seviyesinde gerçekleşirken, klinker üretimi 7,3% artarak 58,2 milyon ton oldu. İç satışlar 12,6% artışla 52,6 milyon tona yükseldi. Ancak ihracat, İsrail ve diğer ana pazarlarındaki daralma nedeniyle 16,5% düşerek 10 milyon ton seviyesine geriledi.

İç pazardaki büyüme, Kahramanmaraş merkezli depremlerin etkilerinin halen geçmemiş olması ve Marmara Bölgesi'nde İstanbul odaklı kentsel dönüşüm çalışmalarının başlamasıyla desteklendi. Özellikle altyapı projelerine yönelik talep, 90%'ın üzerinde kapasite kullanım oranıyla çalışan fabrikaların üretim performansına yansısı da ihracat tarafında yaşanan zayıflama, sektörün büyümesini sınırlayan unsurlar arasında yer aldı. Suriye'de rejim değişikliği sonrası bölgede artan yeniden yapılandırma ihtiyacı, ilerleyen yıllar için olumlu bir potansiyel oluşturdu.

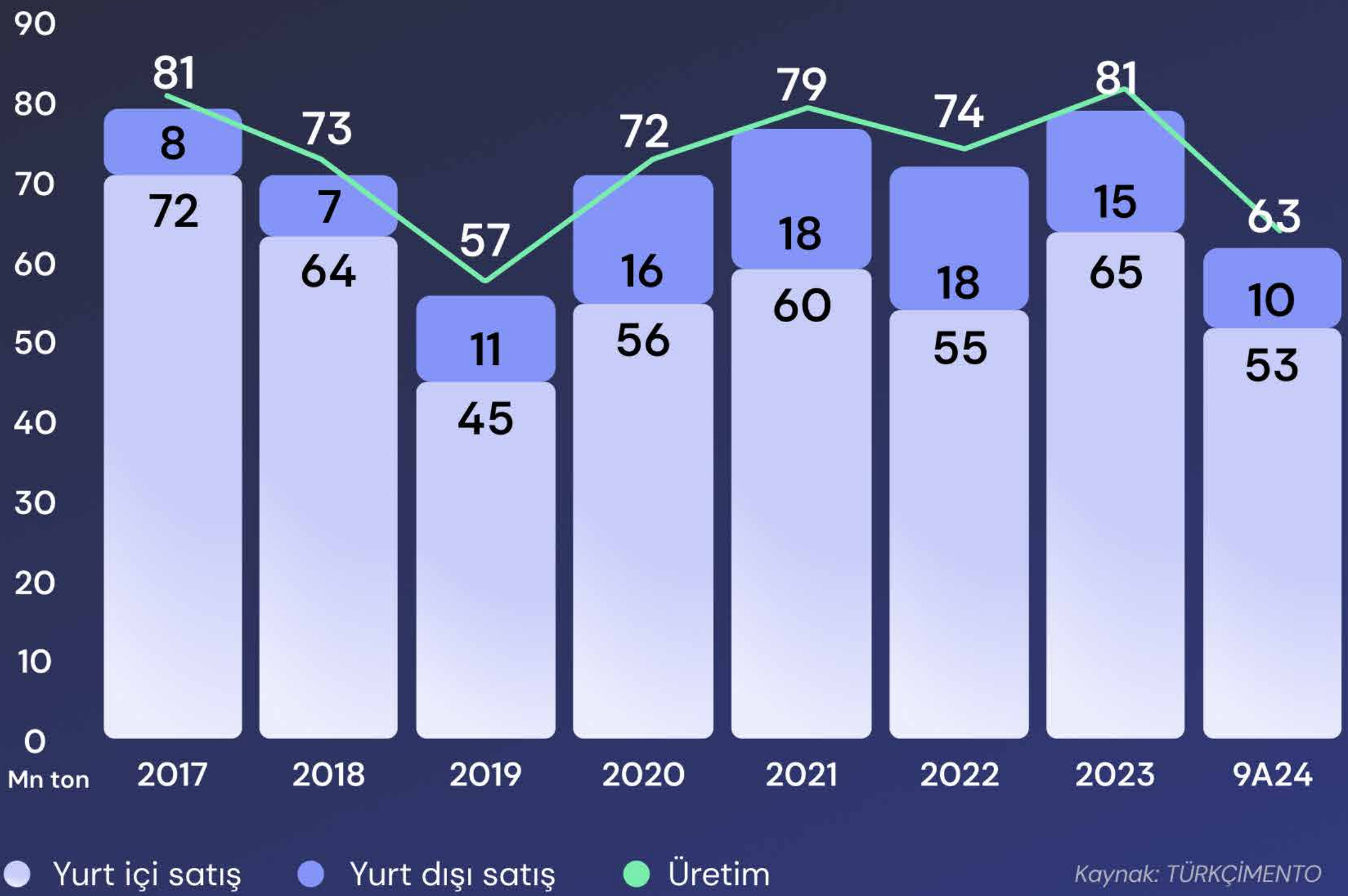
Enerji maliyetlerinde 2023 yılındaki düşüş trendi, 2024'te istikrarını koruyarak sektör marjlarını destekledi. Elektrik ve petrokok fiyatlarının sabit kalması, çimento üreticilerinin operasyonel maliyetlerini düşürdü. Fakat fiyatlar üzerindeki enflasyon baskısı ve dış talebin zayıflığı sektör üzerindeki diğer olumsuz unsurları dengelemek için yeterli olmadı.

2025 yılı ise çimento sektörü için toparlanma beklentilerinin yüksek olduğu bir yıl olarak öne çıkıyor. Faiz oranlarında düşüş beklentisi, iç talebi destekleyerek inşaat sektöründe hareketliliği artırabilir. Kentsel dönüşüm projelerinin TBMM'de yasalaşması, Marmara Bölgesi ve deprem bölgelerindeki yeniden yapılandırma faaliyetlerinin hızlanmasını sağlayabilir. Ayrıca, Suriye ve Irak gibi komşu bölgelerdeki yeniden inşa süreçlerinin Türk çimento sektörüne olumlu etkiler yaratması beklenebilir.

Diğer yandan alternatif yakıt kullanımına yapılan yatırımlar, şirketlerin maliyet avantajlarını artırabilir ve karbon vergisi risklerine karşı koruma sağlayabilir. Sektörün önemli oyuncularından Çimsa'nın (CIMSA) Mannok satın alımıyla Birleşik Krallık pazarına açılması ve bölgedeki konumunu güçlendirmesi, 2025 yılı için şirketin büyüme hikayesini destekleyebilirken sektördeki diğer şirketler için de katalist etki yaratabilir.

Enerji maliyetlerinin 2025 yılında enflasyonun altında hafif bir artış göstermesi beklenmesi de sektör marjlarını destekleyen bir diğer pozitif unsur olarak değerlendirilebilir.

Türkiye’de Çimento Üretimi ve Satışları



Çimento sektöründe, kentsel dönüşüm ve deprem yeniden yapılandırma çalışmaları önemli bir büyüme katalizörü olarak öne çıkıyor. Marmara Bölgesi ve depremden etkilenen diğer bölgelerdeki yoğun inşaat faaliyetleri çimento talebini artırabilir. Ayrıca Suriye ve Irak gibi komşu ülkelerdeki yeniden inşaat süreçleri de ihracat hacmini destekleyerek sektörün büyümesine katkı sağlaması bekleniyor. Alternatif yakıt kullanımının operasyonel maliyetleri düşürme potansiyeli marjları destekleyebilirken TCMB'nin faiz indirimleri ise inşaat sektörü finansman maliyetlerini azaltarak yeni projeleri teşvik edebilir.

Öte yandan, olası riskleri perspektifinde baktığımızda İsrail gibi bölgelerdeki talep düşüşünün sürmesi ve ihracatın zayıf kalması riski, sektörel toparlanmayı geciktirebilir. Ek olarak, kur oynaklığı TL'nin değer kaybıyla ihracatta rekabet avantajı sağlasa da enerji maliyetlerini artırarak risk oluşturabilir. Faiz indirimlerinin gecikmesi ya da dezenflasyon sürecinin uzaması da sektördeki büyüme potansiyelini sınırlayabilir.

Sektörde yüksek operasyonel kârlılık ve ihracat oranı dikkat çekerken BIST100 endeksinde işlem gören çimento şirketleri kendi içlerinde ayrışıyor. Sektör genelinde enflasyon muhasebesinden dolayı yıllık gelirlerde düşüş izleniyor. Diğer yandan Oyak Çimento (OYAKC) ve Çimsa (CIMSA), güçlü operasyonel kârlılık ve yüksek ihracat oranlarıyla dikkat çekerken Batisöke (BSOKE) ve Konya Çimento (KONYA), düşük kârlılık ve gelir büyümesi açısından daha zayıf bir görünüm sunuyor. Göлтаş (GOLTS) ise düşük çarpanlar ve yüksek ihracat oranıyla değerlendirme açısından cazip görünse de şirketin gelir büyümesindeki negatif trend, yatırım kararı alırken göz önünde bulundurulması gereken bir faktör.

BIST 100 Endeksindeki Çimento Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	F/K Oranı	FD/FAVÖK	FAVÖK Marjı	Yıllık Gelir Büyümesi	İhracat Oranı
 OYAK ÇİMENTO	OYAKC	14,33	9,50	28,71%	2,02%	9,7%
 ÇİMSA	CIMSA	10,95	9,82	21,08%	-7,65%	52,32%
 KONYA ÇİMENTO	KONYA	136,79	53,07	11,15%	-15,37%	-
 BATIÇİM	BTCİM	7,29	14,85	11,17%	-14,71%	19,14%
 BATISÖKE	BSOKE	11,95	45,68	5,15%	-24,19%	22,31%
 GÖLTAŞ ÇİMENTO	GOLTS	3,42	6,83	21,77%	-24,1%	25,55%

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

Gayrimenkul Sektörü

Yıllık rakamlara baktığımızda 2024 yılında enflasyon 44,38% olarak gerçekleşirken, Konut Fiyat Endeksi (KFE) 29,4% artış gösterdi. Bu yıllık bazda 10,4% reel azalışa işaret etse de son gelen verilerin KFE’de toparlanmaya işaret etmesi, faiz indirimlerinin başlamasıyla beraber yaratılan sinyal etkisinin gücünü ortaya koydu.

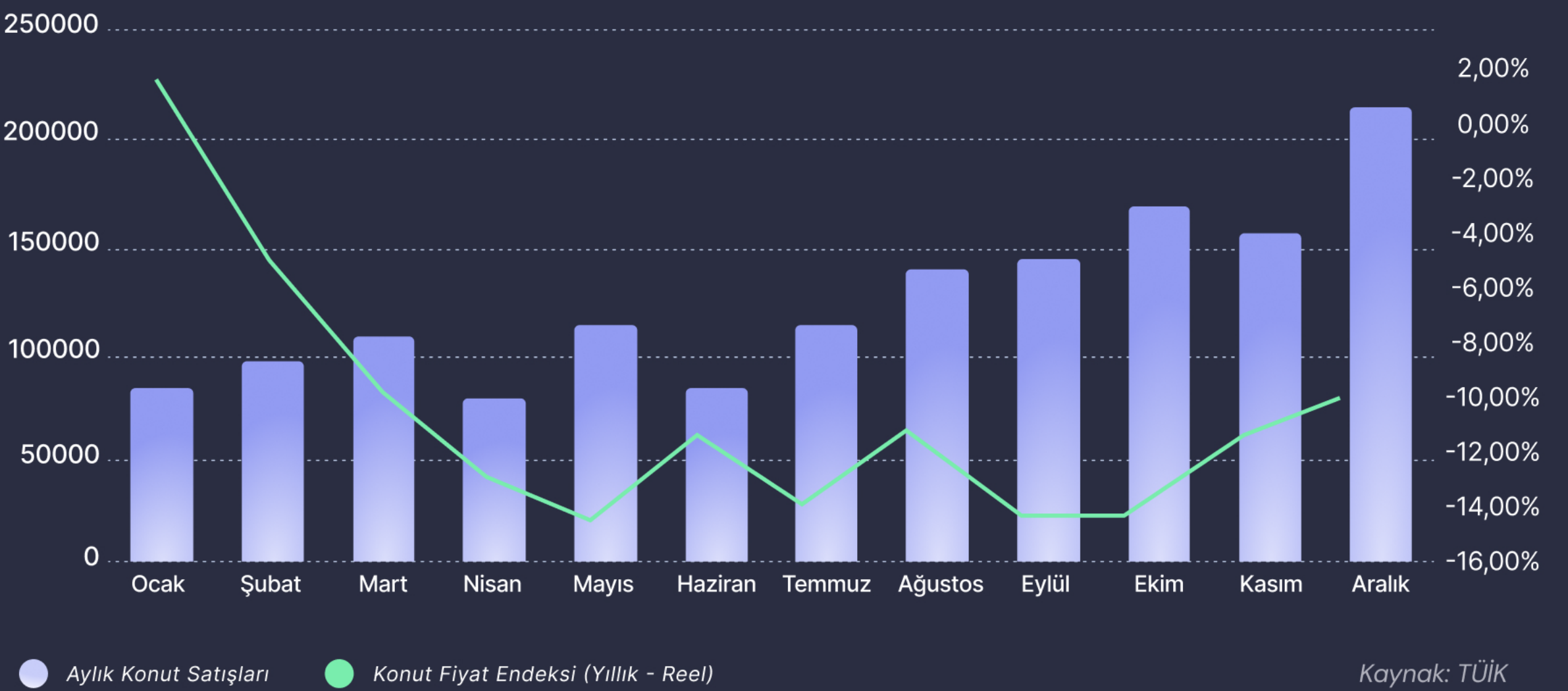
Son 2 ayda KFE, aylık enflasyonun üzerinde gerçekleşirken para piyasası fonlarındaki 1,7 trilyon TL’nin üzerine çıkan tutar ve toplam mevduat rakamlarının son BDDK verilerine göre 19 trilyon TL’yi geçen mevduat tutarı, faizlerin düşmeye başlamasıyla beraber sinyal etkisiyle sektörde katalist etkisi yaratabilir. 2024 yılının başında para piyasası fonlarında bulunan toplam aktif tutar 245 milyar TL iken toplam mevduat rakamı ise 14,7 milyar TL’ydi.

Diğer taraftan 2025 yılı için TCMB katılımcı anketi ve OVP tahminlerine göre asgari ücret zamlarının etkisiyle yüksek gelen Ocak ve yüksek gelmesi beklenen Şubat enflasyon verileri sonrasındaki dönem için, aylık enflasyon oranına göre mevduat tutarlarının reel getiri cazibesi sektörde ana risk unsuru olmaya devam edecek.

Son aylarda yükselen KFE'yi destekleyen temel unsur, konut satış istatistiklerindeki gelişme oldu. Aralık ayına ilişkin konut satış istatistiklerine göre aylık 212.637 konut satışı gerçekleşti. Geçen yılın aynı döneminde ise bu sayı 138.537 olarak gerçekleşmişti. Bu rakam, son 2 yılın en yüksek konut satış adedi oldu. Yıllık satış adetlerini incelediğimizde ise 2023 yılının tamamında 1,22 milyon adet konut satışı gerçekleşirken 2024 yılında ise 1,47 milyon adet konut satışı gerçekleşti.

Yıllık satış adetindeki 20,6%'lık büyümeye karşın İstanbul'da satış adetleri 20,3%, Ankara'da 17,1%, İzmir'de ise 22,8%'lik bir satış adeti büyümesi gerçekleşti. Satış adetlerinin yıllık olarak en fazla yükseldiği yerler KFE'deki bölgesel büyümeye paralel Doğu Anadolu ve Güneydoğu Anadolu bölgeleri oldu.

Konut Satışları ve Reel KFE



KFE'nin son çeyrekte enflasyon üstü artış göstermesi GYO'ların değerlendirilme kârı açısından çeyreklik büyüme gösterebileceğinin bir işareti olarak değerlendirilebilir. Aralık ayındaki konut satış istatistiklerine göre yabancılara yapılan konut satışlarının toplam satışlara oranının 1,1% ile son 4,5 yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmesi de yaratılan sinyal etkisinin yurt içindeki konut talebini desteklediğini söylemek mümkün.

Satış adeti artışlarının oran olarak büyük bölümü ise ilk el satışlardan kaynaklandı. İlk el satış sayısı yıllık 27,6% artış gösterirken ikinci el satışlar ise 17,4% artış gösterdi. Deprem bölgesindeki yapılanmanın etkisiyle ilk el satışlarda daha güçlü bir talep olduğunu görüyoruz.

2025 yılında yapılabilecek konut kampanyaları da KFE üstünde katalist olabilir. Fakat sinyal etkisinden bağımsız ana etkileyici unsur, mevduat getirilerinin cazibesi olmaya devam edecek ve gelebilecek konut kampanyaları, yukarı yönlü riskleri destekleyerek yeni bir katalist oluşturabilir.

BIST 100 Endeksindeki GYO Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD	Net Kâr Marjı (Çeyrek)
 EMLAK KONUT GYO	EKGYO	55,56	17,29	8,28	0,67	28,66%
 RÖNESANS GYO	RGYAS	38,56	1,58	11,83	0,43	186,74%
 AKFEN GYO	AKFGY	7,64	-	13,32	0,42	32,94%
 PEKER GYO	PEKGY	3,38	8,3	-	0,68	55,1%

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

Emlak Konut GYO (EKGYO), geniş varlık portföyü, yüksek kaliteli projeleri ve kentsel dönüşümün olumlu etkileriyle sektörde öne çıkan bir şirket. 2025 yılında beklenen faiz indirimleri ve artan konut talebi, şirketin gelirlerini artırma potansiyelini destekleyebilir. Önceki yıllarda yapılan yoğun arsa ve konut alımları nedeniyle borçluluk artmış olsa da UMS29 düzenlemeleri ve şirketin güçlü nakit yaratma kapasitesi kârlılığı olumlu yönde etkileyebilir.

Ayrıca GYO'lara yönelik yeni vergi düzenlemesi, temettü ödemelerini artıracak önemli bir fırsat olarak değerlendirilebilir. Yeni kurumlar vergisi düzenlemesine göre, 2025 yılından itibaren 50% temettü ödeyen GYO'lar 10%, ödemeyenler ise 30% kurumlar vergisi ödemek zorunda kalacak.

Savunma Sektörü

Küresel savunma ve güvenlik bütçeleri, jeopolitik gerginliklerin artması ve uluslararası ilişkilerin dinamikleri nedeniyle tarihi harcamalara sahne oldu. Aynı zamanda yapay zeka, insansız sistemler ve siber teknolojiler gibi yenilikçi çözümler, modern savaşın doğasını köklü bir şekilde değiştirmekte; bu da savunma sanayii için yeni fırsatlar yaratırken küresel boyutta savunma harcamalarının artmasını sağladı.

SIPRI'nin 2023 raporuna göre 9 yıldır üst üste artan küresel askeri harcamalar, tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 2 trilyon 443 milyar dolara yükseldi. Askeri harcamalar, 2024 yılında yalnızca jeopolitik gerginliklerin yüksek olduğu bölgelerde aktif bir şekilde faaliyet gösteren ülkelerde değil, 2009'dan bu yana ilk kez SIPRI'nin belirledi beş coğrafi bölgenin (Kuzey Amerika-Avrupa-Okyanusya ve Ortadoğu) tamamında artış gösterdi.



23/57

Jeopolitik konum avantajı ve ikili ülke ilişkilerinde dengeli yapı sağlayabilen Türkiye'nin savunma ve havacılık ihracatındaki artış ile savunma bütçesinin artırılması, sektörün ana katalisti durumunda.

Türkiye'nin savunma ve güvenlik bütçesi 2023'te 22 milyar dolardan 2024'te 34 milyar dolara yükselirken, Orta Vadeli Program'da açıklanan dolar/TL kuruna göre 2025'te bu rakamın ortalama 38 milyar dolara ulaşması son 3 senede harcamaların dolar bazlı bileşik 19,9% büyümesine işaret ediyor. Bütçede açıklanan rakama ek olarak geçen yıl tamamı savunma sanayi fonuna aktarılmak üzere bir takım vergi ve katılma payları söz konusu olsa da bu görüşmeler 2025 yılına ertelenmişti. Bölgede jeopolitik gerginliklerin devam etmesi, mevcut bütçeye ek olarak yeni kaynakların eklenmesini de sağlayabilir. Genel anlamda güncel küresel dengeler, sektörde katalist etki yaratmaya devam ediyor.

Yurt içinde yerlilik oranının 80%'leri bulması ihracat oranının ise dolar bazlı olarak 2024 senesinde 21,4% büyümesi, sektörde hem yurt içinde hem de yurt dışında güçlü talebin devam ettiğini gösteriyor. Savunma ihracatı son 8 senede dolar bazlı 7 kez yükseliş gösterirken bileşik olarak ise 19,1% büyüme gösterdi.

BIST 100 Endeksindeki Savunma Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	Yatırım Harcaması/ Piyasa Değeri	Ar-Ge/ Satışlar	FD/FAVÖK
 ASELSAN	ASELS	401,05	3,7%	2,6%	24,52
 OTOKAR	OTKAR	48,78	4,7%	3,7%	65,91
 ALTINAY SAVUNMA	ALTNY	17,55	2,9%	14,8%	20,45
 SDT UZAY VE SAVUNMA	SDTTR	11,06	0,7%	1,1%	20,60

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

24/57

Sektörde halka açık ana oyuncu olan Aselsan (ASELS), 2024'ün ilk üç çeyreğinde 3,2 milyar dolar değerinde yeni iş anlaşması imzalarken 12,6 milyar dolarlık bakiye sipariş portföyüne ulaştı. Şirket, yılın ilk çeyreğinde de hem yurt içinde hem de yurt dışında güçlü siparişlerine devam ederken, 50 milyon dolar yatırımla hayata geçirilen Radar Entegrasyon Merkezini bu yıl başında devreye aldı.

Aselsan, küresel tarafta çok güçlü talep sebebiyle radar sistemleri, elektronik optik ve görüş sistemleri yatırımlarını ve kapasite artışlarını sürdürmeye devam ediyor. Şirketin 2024 yılı için öngördüğü satış büyümesi yıllık olarak reel 10% olurken FAVÖK marjı hedefi ise 22% seviyesinde. Yüksek sermaye harcamaları serbest nakit akışına negatif etkide bulunsa da şirketin kurumlar vergisi muafiyeti net kâr rakamını desteklemeye devam edebilir.

Savunma ve Havacılık İhracatı



Enerji Sektörü

2024 yılında baz etkisi nedeniyle yıllık düşüş gösteren piyasa takas fiyatları (PTF), enerji üreten şirketlerin kârlılığında enflasyon muhasebesinin de etkisiyle reel kayıp yaşamasına sebep olurken borçlanma maliyetlerindeki artışla beraber yatırım harcamalarındaki düşüş de enerji teknolojisi üreten şirketlerin kârlılığını baskıladı.

Enerji teknolojisi üreticisi şirketlerin dış pazarda Çinli üreticiler karşısında pazar kaybı ve marj daralması yaşaması da şirketlerin iç pazara yoğunlaşmasına ve marj baskılarının devam etmesine sebep oldu. Fakat Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'ndan gelen YEKA ihale açıklamaları ve Türkiye'nin yenilenebilir enerji tarafında güçlü misyonu, sektörel dayanıklılığı önde tutmayı başarabilir.

YEKDEM ve spot fiyatların 5 yıllık ortalamaya yakınsadığını takip ediliyor. Son çeyrekte petrol fiyatlarındaki geri çekilmenin etkisiyle çeyreksel olarak zayıflayan spot enerji fiyatları 4. çeyrekte enerji üreten şirketlerin kârlılığında çeyreksel baskı yaratsa da yıllık olarak baz fiyatlarda dengelenme sağlanmış olacak. 2025 yılı içinde YEKDEM ve spot fiyatların 5 yıllık ortalamayla yakınsaması, baz etkisiyle şirketlerin kârlılığındaki baskıyı azaltabilir. Ancak, küresel tarafta petrol fiyatlarındaki hareketler ana risk unsuru olarak kalmaya devam ediyor.

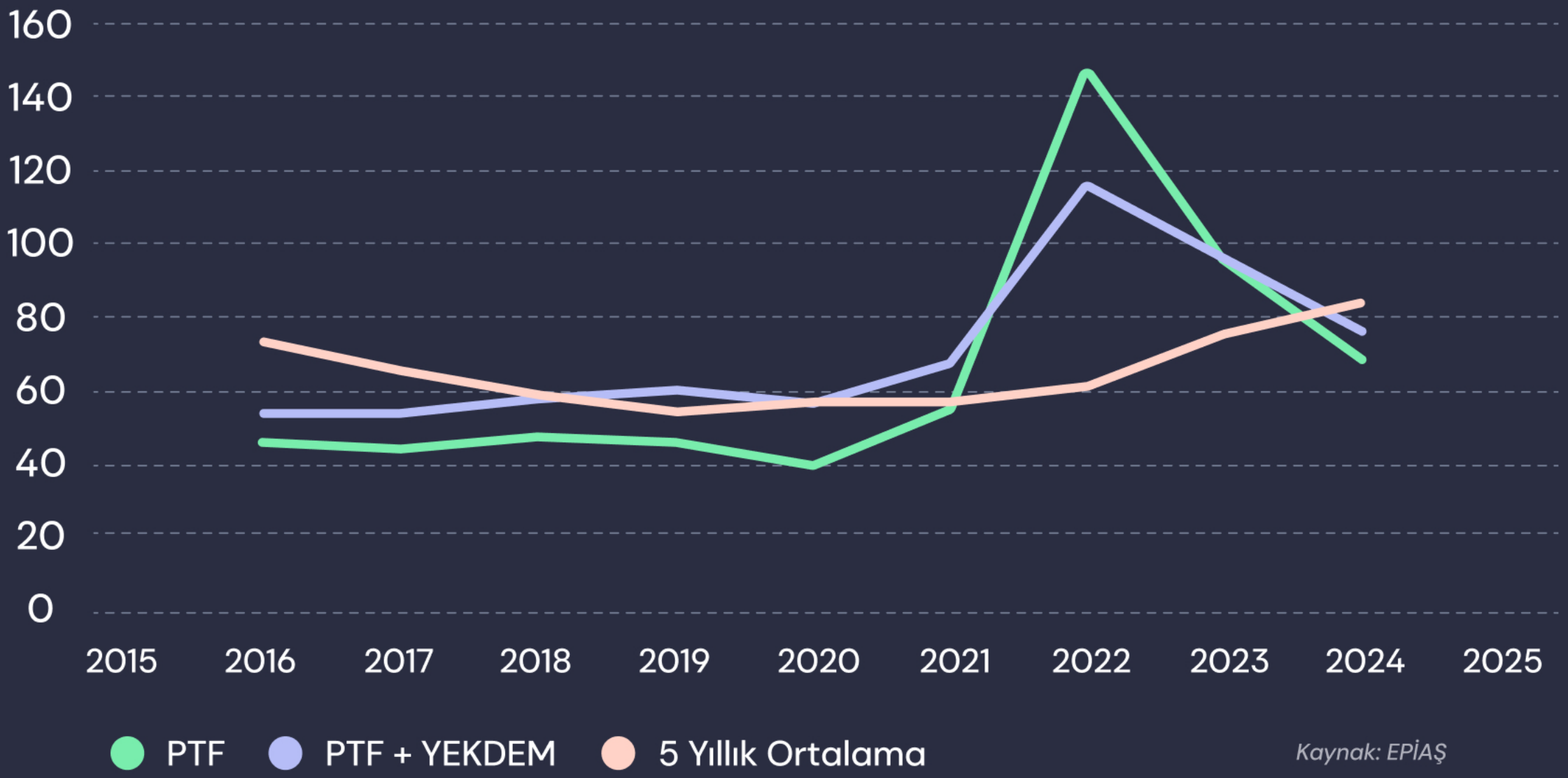
ABD Başkanı Donald Trump'ın Suudi Arabistan ve OPEC üyelerinden petrol fiyatlarını düşürmelerini isteyeceğini, petrol fiyatlarının düşmesiyle faiz oranlarının aşağı çekilmesini talep edeceğini söylemesi, enerji fiyatları üzerindeki belirsizliği artırırken küresel tarafta gevşeme adımlarının da talepte yaratacağı etki sonrasında brent petrol üzerinde yeni dengelerin kurulmasını sağlayabilir. Diğer yandan enerji fiyatları üzerindeki belirsizlik sektörel anlamda temel risk olarak takip edilecek.

BIST 50 Endeksindeki Enerji, Dağıtım ve Rafineri Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri	Yatırım Harcamaları/ Piyasa Değeri	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K
 TUPRAŞ RAFİNE	TUPRS	435,4	3,1%	3,0	1,1	4,3
 ENERJİSA ENERJİ DAĞITIM	ENJSA	325,5	1,5%	4,3	1,0	-
 PETKİM PETROKİMYA	PETKM	235,6	6,3%	-	0,7	2,3
 ZORLU ENERJİ	ZOREN	105,3	2,5%	11,2	0,3	1,4
 ODAŞ ELEKTRİK	ODAS	27,9	80,2%	2,0	0,6	-

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

Ortalama Spot ve YEKDEM Enerji Fiyatları



Enerji teknolojisi tarafında ana katalistler, son dönemde şirketlerin KAP'ta açıkladığı yabancı sermayedarların ilgileri ve Türkiye Enerji ve Tabii Bakanlığı'nın YEKA ihaleleri. Denetim kuruluşlarının sektör hakkındaki raporlarında 2020 yılında dünyadaki 2,823 GW yenilenebilir enerji kurulu gücünün 2030 yılında yaklaşık 4 kat artarak 7,736 GW'e ulaşması bekleniyor. Ayrıca 2040 yılına geldiğimizde ise dünyadaki tüm ülkelerin kurulu gücünün yaklaşık 80%'inin yenilenebilir enerjiden karşılanması raporlarda belirtiliyor.

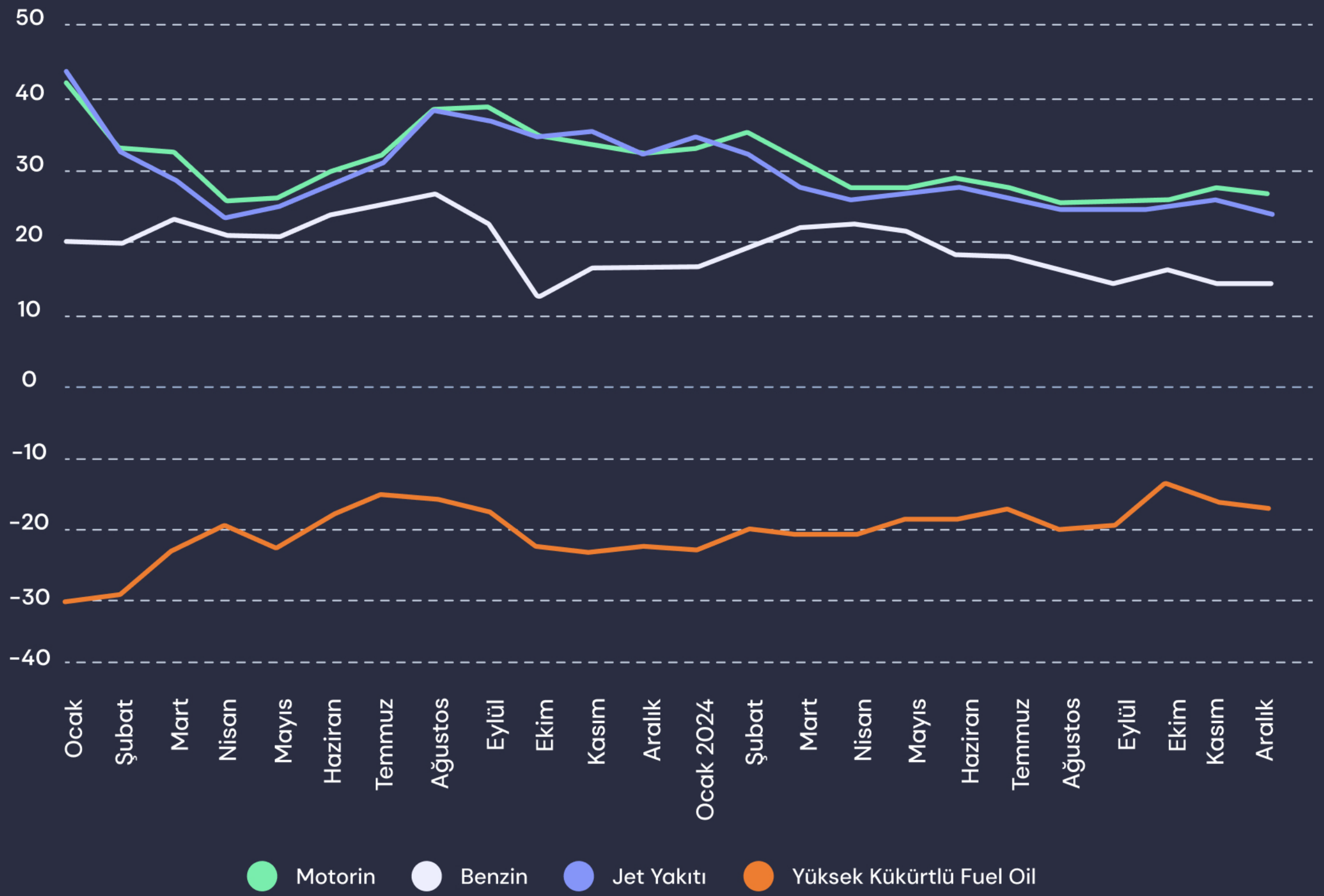
Ayrıca Türkiye Cumhuriyeti de Paris İklim Anlaşmasını imzalayarak 2053 yılına kadar net 0 emisyon taahhüdünde bulundu. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanı Alparslan Bayraktar'ın "güneş ve rüzgarda halihazırda 30 bin megavat olan kurulu gücümüzü 2035 yılına kadar dört kat artırarak 120 bin megavata ulaşmayı hedefliyoruz" açıklaması, sektörün büyüme potansiyelini öne çıkarıyor. 2025 yılında da Bakanlığın YEKA ihaleleri sonucunda, ihalelerin sonrasında şirketlerin imzalayacağı iş ilişkileri belli şirketlerin ön plana çıkmasını sağlayabilir.

Tüpraş'ta (TUPRS) yıllık bazda düşen brent ve ham petrolün etkisiyle ürün marjlarındaki zayıflama ve yüksek sermaye harcamaları şirketin kârlılığında baskı oluşturdu.

Son çeyrekte brent petrolün de zayıflamasıyla ürün marjlarındaki düşüşün derinleşmesi ve petrol fiyatlarındaki belirsizlik şirketin model portföylerde bulunma sayısında da azalmaya neden oldu.

Şirketin satışlarının önemli bölümünü motorin oluştururken motorin ve benzin marjlarındaki daralma ve son çeyrekte şirketin hedeflediği sermaye harcamaları, operasyonel kârlılık üzerinde baskı oluşturabilir.

Ürün Marjları



Sektörel anlamda karşılaşılabilecek risklerin temelinde ihracat pazarı olduğu belirtilebilir. Özellikle GES tarafında Çinli firmaların, panelleri dolar bazlı yaklaşık olarak yarı fiyatına üretmesi sektördeki şirketlerin pazar büyümesini oldukça kısıtlamış durumda. Böyle bir durumda gümrük vergisi sayesinde talep iç pazar odaklı olurken iç piyasadaki enerji talebi ve YEKA ihaleleri şirketlerin finansallarıyla birlikte hareket etmesine sebep oluyor.

Ancak transformatör ve enerji altyapısı tarafında şirketlerin Avrupa'daki talebe yanıt verdiğini ve bunu yüksek marjla başarabildiklerini gözlemleyebiliyoruz. 2025 yılında da yurt içi şirketler bazında transfarmatör pazarı görece GES veya RES ekipmanı üreten şirketlere nazaran daha güçlü kalabilir.

BIST 100 Endeksindeki Enerji Teknolojileri Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	Ar-Ge/Net Satış	FAVÖK Büyümesi (Yıllık)	FD/FAVÖK	İhracat Oranı
 ASTOR ENERJİ	ASTOR	117,36	1,8%	-4,5%	14,4	38%
 SMART GÜNEŞ	SMRTG	26,74	0%	-39,8%	25,93	2%
 EUROPOWER	EUPWR	24,42	1,4%	3,2%	12,45	-
 GİRİŞİM ELEKTRİK	GESAN	23,58	0,8%	20,3%	5,48	14, %
 KONTROLMATİK	KONTR	23,31	2%	104,8%	23,72	29, %
 CW ENERJİ	CWENE	19,95	0,2%	-53,6%	12,35	5%
 YEO TEKNOLOJİ	YEOTK	19,34	1,1%	78,2%	9,17	19%

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

Astor Enerji (ASTOR), kendi yayınladığı sunumda 2024 yılında toplamda 820-830 milyon dolar satış rakamına ulaşmayı hedeflediklerini açıklamıştı. Güncel 9 aylık rakamlarda 575 milyon dolar satış rakamına ulaşan Astor Enerji'nin son çeyrek beklentisinin güçlü olduğu belirtilebilir.

Şirketin ayrıca yıl sonu ihracat oranı hedefi de 48% bandında. Güncel olarak 9 aylık sonuçlarda bu oran 40%'lara yakınsamıştı. Son çeyrekte şirketin ihracat pazarında nasıl bir büyüme gösterdiği kritik olacak. Şirketin 2025 yılındaki ciro beklentisi ise 1 milyar doların hafif üzerinde bulunuyor. Yıllık olarak dolar bazlı 25% ciro büyümesi öngörülmüş. Gelecekteki nakit akışları, şirketi büyüyen transformatör pazarının eşliğinde değerlendirme tarafında piyasanın da takip ettiği bir konuma getirirse de son çeyrek finansalları öngörülebilirlik hakkında kritik olacak.

Telekomünikasyon Sektörü

İletişim endeksi (XILTM) 2024 yılında 67,3% getiriyle en fazla kazandıran 2. sektör endeksi konumunda yer alırken BIST 100 endeksine rölatif 27,1% getiri sağlamayı başardı. Ortodoks politikalara geçiş sonucunda dezenflasyon süreciyle beraber ürün ve hizmetlere yansıtılan fiyatlamaların gecikmeli etkisinin azalması, sektörde kritik rol oynadı.

2024 yılında sanayi tarafındaki zayıf yatırımcı talebinin, talep elastikiyeti düşük olan sektörlerde arttığını gözlemledik. 2025 yılında TL'ye olan talebin devam etmesi ve dezenflasyon süreci ile beraber sanayi tarafında zayıf ilginin sürmesi beklenirken iletişim gibi talep elastikiyeti düşük sektörlerle ilginin artması beklenebilir.

Sektör genelinde Türk Telekom (TTKOM) ve Turkcell'in (TCELL) açıkladığı 9 aylık sonuçlara göre yıllık brüt kâr marjı 26,6% olurken FAVÖK marjı ise 41,14% olarak gerçekleşti. İki şirketin toplam cirosu dolar bazında yıllık 3,6% daralırken FAVÖK'ü ise 1,2% artış gösterdi. Toplam net kâr rakamı, 2023 yılının 9 aylık döneminde yıllık olarak 95 milyon dolar net zarardan TCELL'in Ukrayna'daki hisselerini devretmesi ve TTKOM'un vergi geliri yazmasıyla beraber 2,2 milyar dolar net kâr rakamına ulaştı.

Sektörde yatırım hikayelerinden birisi ise 5G ihalesi olacak. 5G ihalesi sonrasında iki şirketin yatırım harcamalarındaki artış kısa vadede nakit akışlarının zayıflamasına neden olabilir. Fakat, IoT ve endüstriyel çözümlerle yaratılacak yeni gelir kanalları, uzun vadeli nakit akışlarını destekleyebilir.

TCELL – TTKOM Operasyonel Karşılaştırma

Şirketler	Hisse Kodu	Yıllık Abone Büyümesi	Çeyreklik Abone Büyümesi	Mobil Abone Sayısı (Milyon)	Toplam Abone Sayısı (Milyon)	Mobil ARPU Büyümesi
 Turkcell İletişim	TCELL	%2,0	%0,6	39	53,2	%17,5
 Türk Telekom	TTKOM	%0,5	%1,1	27	43,5	%6,5

Kaynak: İlgili Şirketlerin Yatırımcı Sunumları

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

TCELL – TTKOM Kârlılık ve Çarpan Karşılaştırması

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	Halka Arz Sonrası Dolar Bazlı Getiri	F/K	FD/FAVÖK	Çeyreklik FAVÖK Büyümesi
 Turkcell İletişim	TCELL	239,6	-25,1%	5,3	3,9	-2,9%
 Türk Telekom	TTKOM	179,2	-12,8%	7	4,4	33,6%

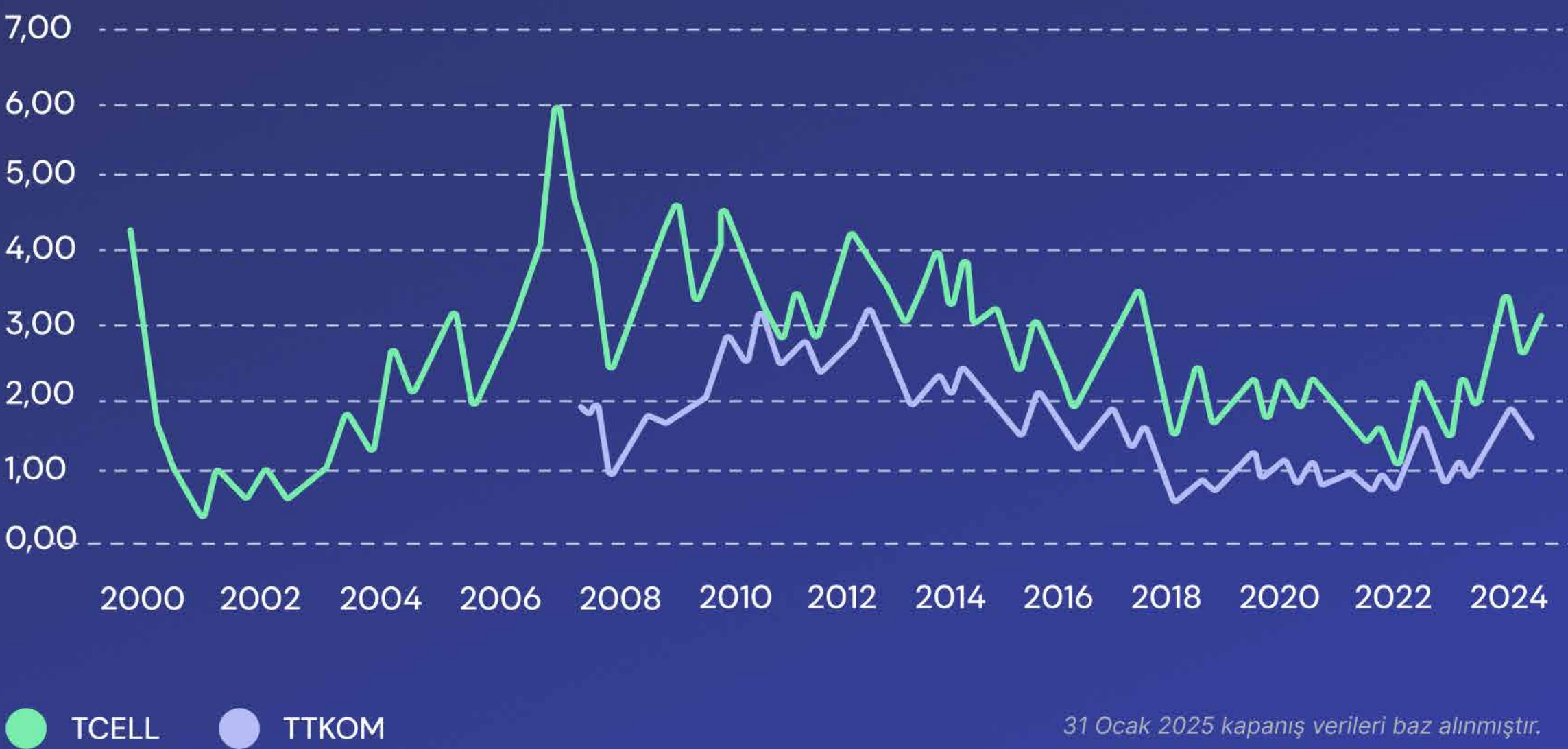
Kaynak: KAP

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

Türk Telekom'un toplam abone sayısı yıllık 0,5% artarak 53,2 milyon kişiye ulaşırken mobil abone sayısı ise 27 milyon olarak gerçekleşti. Şirket, son 1 yılda 277 bin net abone kazanımı elde ederken, son 1 çeyrekte ise 568 bin net abone kazanımı gerçekleştirdi. Şirketin net abone kazanımı son çeyrekte güçlü bir şekilde ivmelendi. Türk Telekom'un yıllık mobil karma ARPU (Kullanıcı Başına Ortalama Gelir) rakamı ise 6,5% yükseliş gösterdi. Abone sayısında son çeyrekte ivmelenme gerçekleşse de Turkcell'e kıyasla daha zayıf ARPU büyümesi sektörde dengeleri koruyor.

Turkcell'de ise daha güçlü bir yıllık abone büyümesi mevcut. Güçlü reel ARPU büyümesi şirketin kârlılığında ana desteği sağlıyor. 2025'in ilk çeyreğinde devreye girecek olan 54 MW'lık ges yatırımı toplam harcadığı enerjinin 12%'sini karşılayacak. Toplamda 300 MW kurulu güce ulaşacak GES yatırımı, şirketin uzun vadede nakit akışlarını destekleyecek. Fakat 2 şirkette de yüksek yatırım harcamalarının değerlemeye etkisi 2025 yılı için ana takip edilecek tehditler arasında yer alıyor.

TCELL-TTKOM Halka Arz Sonrası Dolar Bazlı Grafik



Havacılık Sektörü

DHMI verilerine göre Türkiye'deki havayolu yolcu sayısı 2024 yılının tamamında geçen yılın aynı dönemine göre 7,5% artış göstererek 230,2 milyon olurken uçak trafiği ise 5,5% artarak yaklaşık 2,2 milyon olarak gerçekleşti. Bu dönemde ticari uçak trafiği de geçen senenin aynı dönemine göre 5,0% artış gösterirken yük trafiği 11,6%, kargo trafiği ise 22,6% artış göstermeyi başardı.

Sektörde pandemi sonrası güçlü ivmelenme 2024 yılında da devam etti. Küresel hava trafiğinin canlanması şirketlerin özellikle dış hat büyümesinde etkili olarak toplam büyümeyi dengelemeyi başarırken, küresel havayolu trafiğinin canlanmasıyla personel giderlerinde, dolar bazlı yükselişler de maliyet kaleminde sert artışlara sebep oldu.

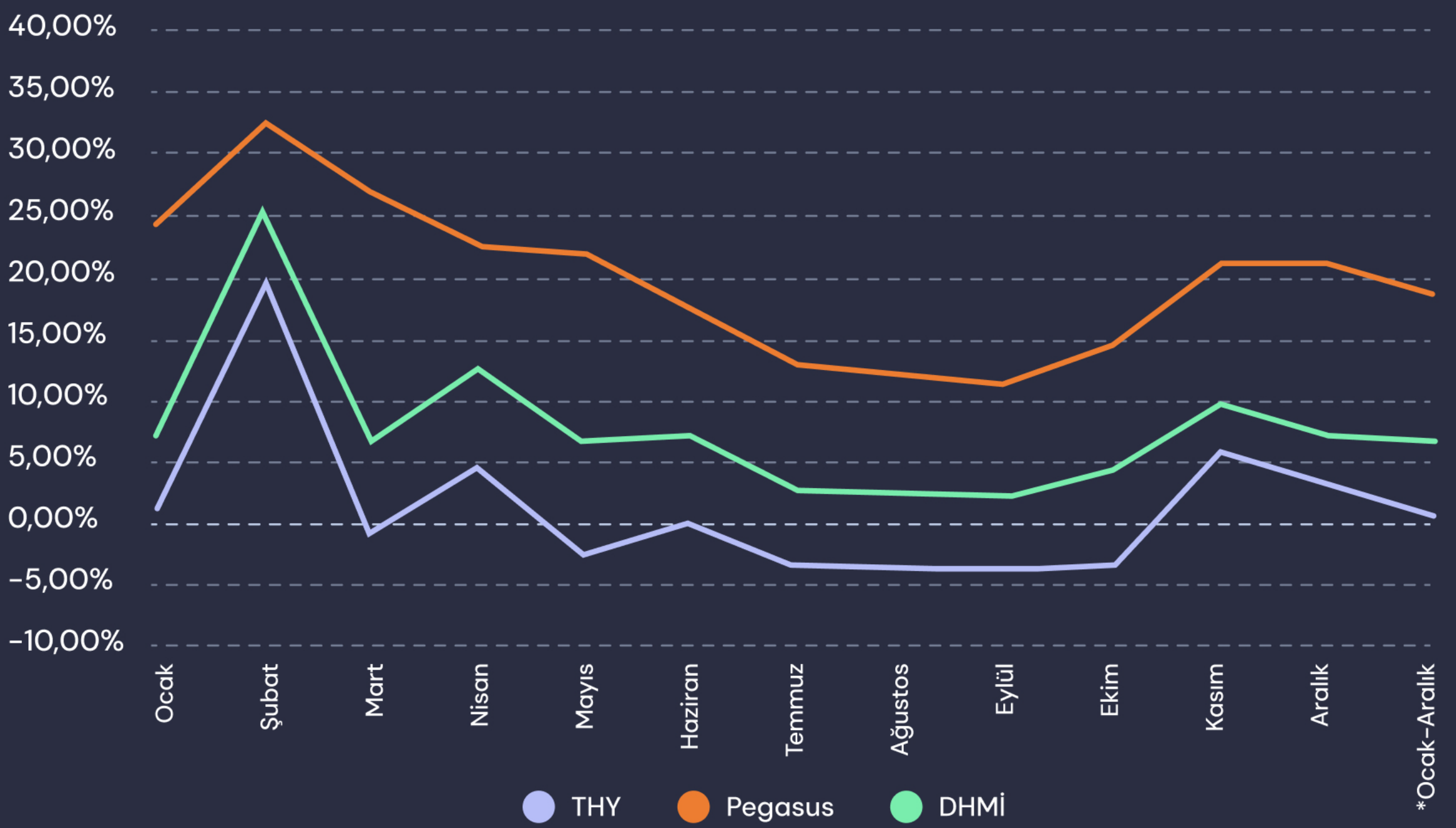
35/57



Jet yakıtı fiyatlarındaki düşüş yönlü dalgalanmalar ve Euro/ Dolar paritesinin yıl için yükselmesi, şirketlerin FAVÖK marjında önemli etkiye sahip olsa da son dönemde yeniden yönünü yukarıya çeviren jet yakıtı fiyatları ve doların avroya karşı güç kazanması çeyrekssel olarak marjlarda etkisini hissedebilir. Son çeyrek ve 2025'in ilk çeyreğinde jet yakıtı fiyatlarının yıllık bazda olarak zayıflaması hâlâ sektör için pozitif kalmaya devam ediyor. Yılın 2. yarısından sonra ise baz etkisi sebebiyle jet yakıtı fiyatları sektörün marjlarında ana tetikleyici konumda olmaya devam edebilir.

2024 yılı 2 şirket için de yüksek kapasite artışlarına sahne olsa da bu kapasite artışlarının pozitif döngüsünü, hat açılışı bakımından daha özgür olan Pegasus'ta (PGSUS) güçlü bir şekilde hissetmek mümkün. Pegasus'un güçlü yolcu büyümesi, ciro ve FAVÖK'te Türk Hava Yolları'na (THYAO) oranla daha ivmeli büyümeye sahip olmasına karşın yüksek finansal kiralama giderleri ise net kârda baskı oluşturuyor.

Geçen Yılın Aynı Ayına Göre Yolcu Büyümesi



*Ocak-Aralık dönemi 2024 yılının tamamını ifade etmektedir. Kaynak: KAP, DHMİ

THY'nin kapasite artışının altında kalan yolcu büyümelerine karşın, güçlü kargo operasyonları kârlılığı büyük ölçüde destekledi. 9 aylık sonuçlarda THY'nin kargo tarafından elde ettiği ciro dolar bazında 41% artarken, kategori bazında toplam gelirlerin ise 15%'ini oluşturdu. IATA'nın yayınlamış olduğu beklentilere göre ise 2025 yılında küresel havayolu yolcu sayısında 6%'ya yakın büyüme bekleniyor.

Diğer taraftan sektörün 2 büyük oyuncusu, Ortadoğu'da gerginliklerin azalması ve ABD Başkanı Trump'ın Ukrayna ile Ortadoğu'daki vaatleri göz önüne alındığında küresel büyümeden pozitif olarak ayrışabilecek jeopolitik konum avantajına sahip. 2024 yılında Ortadoğu'da bazı dönemlerde havayollarının kısıtlanması şirketlerin yolcu büyümesinde önemli baskılar oluşturmıştı.

THY – PEGASUS arpan ve Operasyon Karşılaştırma

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	2024 Yılında Toplam Yolcu Büyümesi	Net Kâr Büyümesi (3. Çeyrek)	F/K	FD/FAVÖK
 Türk Hava Yolları	THYAO	437,4	2,1%	0,4%	2,3	5,3
 Pegasus	PGSUS	117,2	17%	40,2%	4,6	7,2

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

THY'nin uçak kapasitesi yıllık bazda olarak 11,8% artış gösterirken toplam yolcu büyümesindeki 2,1%'lik artış, gelecek sene düzelmesi beklenen jeopolitik konum avantajıyla, kapasite artışına göre yolcu sayısında dengelenme için potansiyel taşıyabilir. Son 12 yılda 8,3% bileşik filo büyümesine sahip olan Türk Hava Yolları, benzer bir yatırımla 2033 yılına kadar filo büyüklüğünü 800'ün üzerine çıkarmayı planlıyor. Ayrıca yeni nesil filosunu 90%'ın üzerine çıkarmayı hedefleyen şirket burada daha yüksek koltuk kapasitesi ve daha düşük yakıt maliyetleri ile filosunu yenilemeye odaklanmış durumda.

Pegasus ise 2024 yılında koltuk sayısını 14% artırsa da yeni açılan hatlar ve sıkı maliyet yönetimi sayesinde kapasite artışının üstünde yolcu sayısına ulaşmayı başardı. Pegasus 2028 yılına kadar filosuna 58 yeni uçak eklemeyi planlarken 2028 sonrası için şirket 36 milyar dolar yatırımla 2028 yılından itibaren teslim edilecek şekilde 100 adet Boeing 737-10 uçak için kesin sipariş ve kesin siparişe çevrilebilir ilave 100 adede kadar Boeing 737-10 uçak için opsiyon siparişinde bulundu. 2 şirket için de gelecekteki nakit akışlarının büyümesi, jeopolitik konumunun dezavantajdan avantaja dönüşmesi, yıllık baz etkisiyle jet yakıt fiyatlarındaki gerileme ve küresel yolcu büyüme beklentileri potansiyel fırsatlar sunuyor.

Gıda – İçecek Sekt6r6

İstanbul Ticaret Odasının (İTO) yayınladığı İmalat PMI rakamlarına g6re gıda 6r6nleri sekt6r6n6n PMI verisi Ekim ve Kasım ayında eşik değer 50'nin 6zerinde tek sekt6r konumunda yer alırken sekt6r, Aralık ayında da 50'nin 6zerinde yer almayı başardı. 2024 yılında 12 ayın 9'unda eşik değer 6st6nde kalmayı başaran gıda 6r6nleri sekt6r6n6n diğer sekt6rlere nazaran açık ara pozitif ayrıştığını belirtmek m6mk6n. Ocak ayında PMI rakamları incelendiğinde eşik değer 50'nin 6zerinde herhangi bir sekt6r yer almadı. Fakat gıda 6r6nleri tarafında 6retimde artış devam ederek gıda 6r6nleri PMI verisi 49,9 oldu. Sekt6rel anlamda en y6ksek PMI rakamı da gıda 6r6nleri sekt6r6ne ait.

T6rkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verilerine g6re ise 2023 yılında 23,4 milyar kg gıda 6r6n6 ihracatı gerçekleşirken 2024 yılında bu rakam 22,1 milyar kg'ye geriledi. İhracat bazlı gelir ise 26,96 milyar dolardan 28,2 milyar dolara y6kseliş g6sterdi. Kg bazında ihracat rakamlarında gerileme meydana gelse de dolar bazında ihracat satışlarının y6kselmesi ile gıda sekt6r6nde y6ksek marjla çalışan şirketlerin y6ksek PMI rakamları ile beraber 6n plana çıkması beklenebilir.

Benzer durumun Aralık ayı özelinde de devam ettiğini söylemek mümkün. Aralık ayında toplam gıda ürünü ihracatı geçen yılın aynı ayına göre 21% daralarak 1,9 milyar tona düşerken, ihracat gelirleri ise 1,6% artarak 2,72 milyar dolara yükseldi. Özellikle alt kırılımlar incelendiğinde kuruyemiş, su ve süt ürünleri ile balıklar ve su ürünleri ihracatında güçlü artış gözlemleniyor.

İçecek tarafında ise meşrubat ve alkollü ürünler ihracatı Aralık ayında geçen yılın aynı dönemine göre 25,6% artış göstererek 40,6 milyon dolara ulaştı. 2024 yılının tamamında ise geçen seneye göre meşrubat ve alkollü içecek grubu ihracatı, 10,6% yükselerek 508,2 milyon dolara ulaştı.

Sektörel PMI Rakamları



2024 olarak 44,38% gerçekleşen TÜFE'ye karşın gıda ve alkolsüz içeceklerin enflasyonu 43,58% olarak gerçekleşti. Fakat son 3 ayda (Ekim-Kasım-Aralık) 6,27% yükselen TÜFE'ye karşın gıda ve alkolsüz içecekler fiyatları ortalama olarak 11%'in üzerinde yükseliş gösterdi.

PMI rakamlarındaki ayrışan güçlü seyir, ihracat rakamlarında tonaj başına artan gelir potansiyeli, son çeyrekte enflasyonun üzerinde artış gösteren gıda ve alkolsüz içecek fiyatları ve zayıf iç talebe karşın düşük fiyat elastikiyeti sebebiyle gıda ürünleri 2025 yılında güçlü performans göstermeye aday olabilir. 2024 yılında XGIDA endeksi 30,4% getiri sağlayarak BIST 100'e karşı negatif rölatif performans göstermişti.

BIST 100 Endeksindeki Gıda-İçecek Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	F/K	FD/FAVÖK	İhracat Oranı	Yatırım Harcaması/ Satışlar (Yıllık)
 COCA COLA İÇECEK	CCOLA	157,8	7,82	7,8	55,8%	6,49
 ANADOLU EFES	AEFES	93,7	4,75	3,31	-	5,33
 ÜLKER BİSKUVİ	ULKER	43,8	7,29	4,76	16,2%	1,82
 TAB GIDA	TABGD	42,9	24,38	6,82	-	8,17
 OBA MAKARNACILIK	OBAMS	30,4	86,13	103,21	73%	0,22
 AGROTECH YÜKSEK TEKN.	AGROT	11,9	35,22	280,82	36,63%	-
 TUKAŞ GIDA	TUKAS	9,3	6,99	6,85	9,5%	22,42

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

Anadolu Efes'in (AEFES) 4. çeyrekte toplam satış hacmi 8% artış gösterdi. Şirketin bira grubu operasyonları ise 4. çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre hacim olarak 9,2% artış gösterdi. TİM verilerine uygun şekilde şirketin alkollü içecek operasyonları güçlü seyrine devam ediyor. Şirketin 2024 yılının tamamında konsolide satış hacmi ise geçen seneye göre 0,8% artış gösterirken bu hafif artışın ana sebebi bağlı ortaklığı Coca Cola İçecek'ten (CCOLA) kaynaklandı. Bira grubunda yıllık satış hacmi, geçen seneye göre 8,2% artış gösterirken Coca Cola İçecek'in yıllık satışları ise 2,2% daraldı.

Gıda Perakende Sektörü

Anadolu Efes'in Rusya operasyonlarına kayyum atanması sonucunda ihracat tarafındaki en önemli payı elde ettiği Rusya bölgesi, şirketin gelecekte elde edeceği nakit akışları için tehdit oluşturabilir. Şirket, kayyum ataması hakkında gerekli işlemlerin yapılacağını kamuoyuyla paylaşmıştı. Diğer taraftan kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketin kredi notunu düşürmesi de Rusya'daki süreç çözülene kadar şirketin finansal kaynak bulması adına negatif değerlendirilebilir.

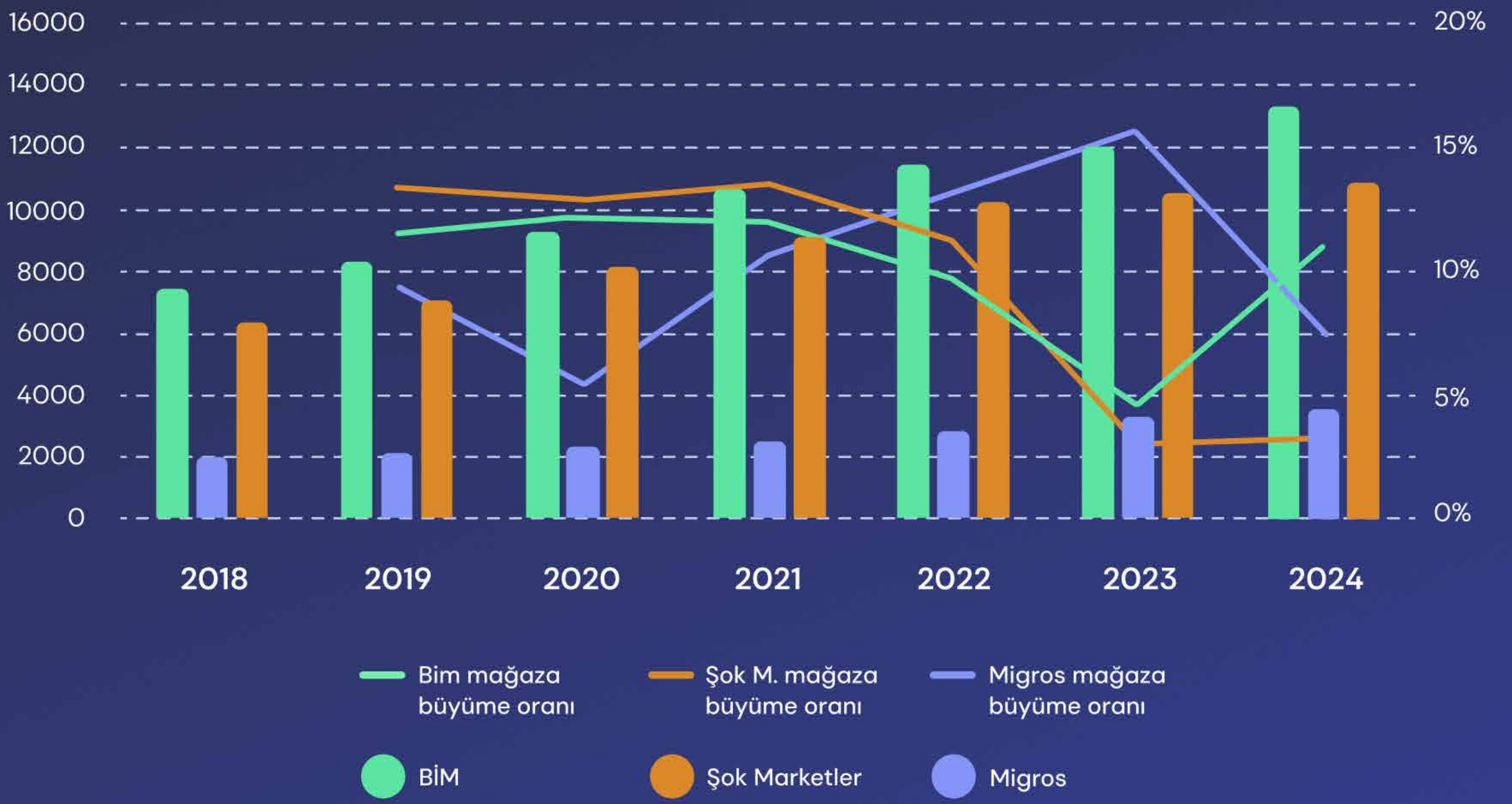
Coca Cola İçecek (CCOLA), yıllık bazda düşen 2,2% satış hacmine rağmen son çeyrekte 7,3% satış hacmi artışı gerçekleştirdi. Son 3 ayda enflasyon üstünde yükselen gıda ve alkolsüz meşrubat enflasyonu karşısında şirketin Türkiye'deki satış hacmi 4. çeyrekte 18,4% artış gösterdi. Türkiye pazarı, şirketin toplam satış hacminin 38%'ini oluşturuyor.

Şirketin 2025 yılı hacim beklentilerinde de yurt içinde düşük orta tek haneli büyüme beklentisi ve uluslararası operasyonlarda orta yüksek tek haneli büyüme beklentisi ile Bangladeş'teki satın alım, şirketin operasyonel anlamda öne çıkabileceğine işaret ediyor.



BIST 100’de bulunan gıda perakende şirketleri (BIMAS, MGROS, SOKM) 2024 yılında ortalama olarak 41,95% getiri ile BIST 100 üstü performans göstermeyi başardı. Sanayi tarafında iç talepte daralma ve küresel ortamdaki yüksek faizler, talep elastikiyeti düşük sektörlerin daha ön planda olmasını sağlarken, private label ürünlerin(özel marka) getirdiği marj katkısı da enflasyon muhasebesi uygulanmasına rağmen BIMAS, MGROS gibi şirketlerin marjlarını korumasında etkili oldu.

Mağaza Sayısı ve Büyüme Oranları



Sektörde online yatırımlar, private label ürün yatırımları, mağaza genişlemeleri ve mağaza adedi büyümeleri, düzenli nakit akışını korumaya devam ediyor. Gıda enflasyonunda TÜFE üstü artış takip edilirse son çeyrek marjları desteklenmeye devam edebilir.

Sektörü destekleyen diğer bir unsur, Suriye'nin yeniden yapılanma sürecinde gıda perakendecilerinin bölgeye yapacağı yatırımlar olabilir. Fakat bölgeyle alakalı ikili ilişkilerde süren belirsizlikler ve bölgedeki marjların değişkenlik göstermesi adına buradaki yatırım süreci konusunda değerlemelerde muhafazakar davranılabilir.

BIST 100 Endeksindeki Gıda Perakende Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	Mağaza Sayısı	Mağaza Büyümesi (Yıllık)	F/K	FD/FAVÖK
 BİM	BIMAS	333,9	13.377	11%	15,3	20,35
 MİGROS	MGROS	105,9	3.621	7,6%	16,58	9,97
 ŞOK MARKETLER	SOKM	23,1	10.961	3,3%	-	-

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

BİM Birleşik Mağazalar (BIMAS); güçlü nakit akışı, geçen seneye göre 3% payı artan private label ürünleri, sektörün en güçlü mağaza açılış oranı, FİLE tarafında güçlü operasyonel yatırımları ve uluslararası operasyonlarındaki büyümeyle ön plana çıkıyor. Ayrıca endeks ağırlığının fazla olması ve görece daha fazla endekste bulunması kurumsal yatırımcılar için uygun likidite koşullarını sağlıyor.

Öte yandan tarihsel perspektiften baktığımızda BIMAS, yabancı kurumsal yatırımcıların en fazla tercih ettiği hisse konumunda bulunuyor. Faiz indirimleri ve dezenflasyonist süreç ile birlikte yabancıların önümüzdeki dönem borsamıza olan ilgisinin artacağına yönelik beklentiler, BIMAS için katalizör etkisi olarak takip edilebilir.

Migros (MGROS), online tarafındaki yatırımların geri dönüşünü güçlü bir şekilde almayı başardı. Şirket, online tarafta Migros Hemen, MİON ve Migros Yemek gibi uygulamalarıyla nakit akışını ve marjlarını reel olarak artırmayı başardı. FAVÖK marjının 3Ç24'te TMS 29'a göre güçlü kalması da şirketin genel görünümü hakkında pozitif. Şirketin 4,4 milyar TL'lik net nakit pozisyonunu son 10 senede 9%'luk bileşik mağaza adeti büyümesiyle değerlendirdiğimizde, şirketin potansiyel yatırım fırsatlarının da güçlü olduğu gözlemlenebilir.

Şok Marketler'deki yüksek mağaza sayısına rağmen marjlarda geri çekilmeyle beraber son 12 aylık sonuçlarda FAVÖK zararı ve net zarar yazılması şirketin genel görünümü için negatif. Fakat mağaza sayısı ve ciroya göre karşılaştırma yapıldığında şirketin değerlendirme bakımından öne çıkması için son çeyrekte açıkladığı finansallar ve yönlendirmeler takip edilecek.

Otomotiv Sektörü

2024 yılı ODMD verilerine göre Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, bir önceki yıla göre 0,5% oranında artarak 1,2 milyon adet olarak gerçekleşti. Otomobil satışları, 2024 yılı Ocak-Aralık döneminde geçen yıla göre 1,3% oranında artarak 980.341 adet, hafif ticari araç pazarı ise 2,7% azalarak 258.168 adet oldu.

Yıllık rakamlara bakıldığında başta ticari araçlarda bir daralma meydana gelmiş olsa da aylık verilere göre Aralık ayında otomotiv pazarında canlanma meydana geldi. 2024 yılı Aralık ayı otomobil ve hafif ticari araç pazarı 2023 yılı Aralık ayına göre 7,3% artarak 170.249 adet oldu. 2024 Aralık ayında otomobil satışları bir önceki yılın aynı ayına göre 6,6% artarak 134.811 adet olurken, hafif ticari araç pazarı 9,9% artarak 35.438 adet oldu.

2023 yılına göre güçlü baz etkisine rağmen araç satışlarında meydana gelen artış, genel otomotiv pazarı için olumlu gözlemlense de büyümenin geçen seneye göre 80%'in üzerinde artış sağlayan Çin menşeli otomotivlerde olması ve borsaya açık olmayan markaların genel satışlarındaki artıştan kaynaklanması, borsaya kote otomotivciler için hâlâ belirsizliğini koruyor. Değerlemelerde ODMD verilerinin doğrudan baz alınmadığını gördüğümüz bir seneye girdiğimizi söylemek mümkün.

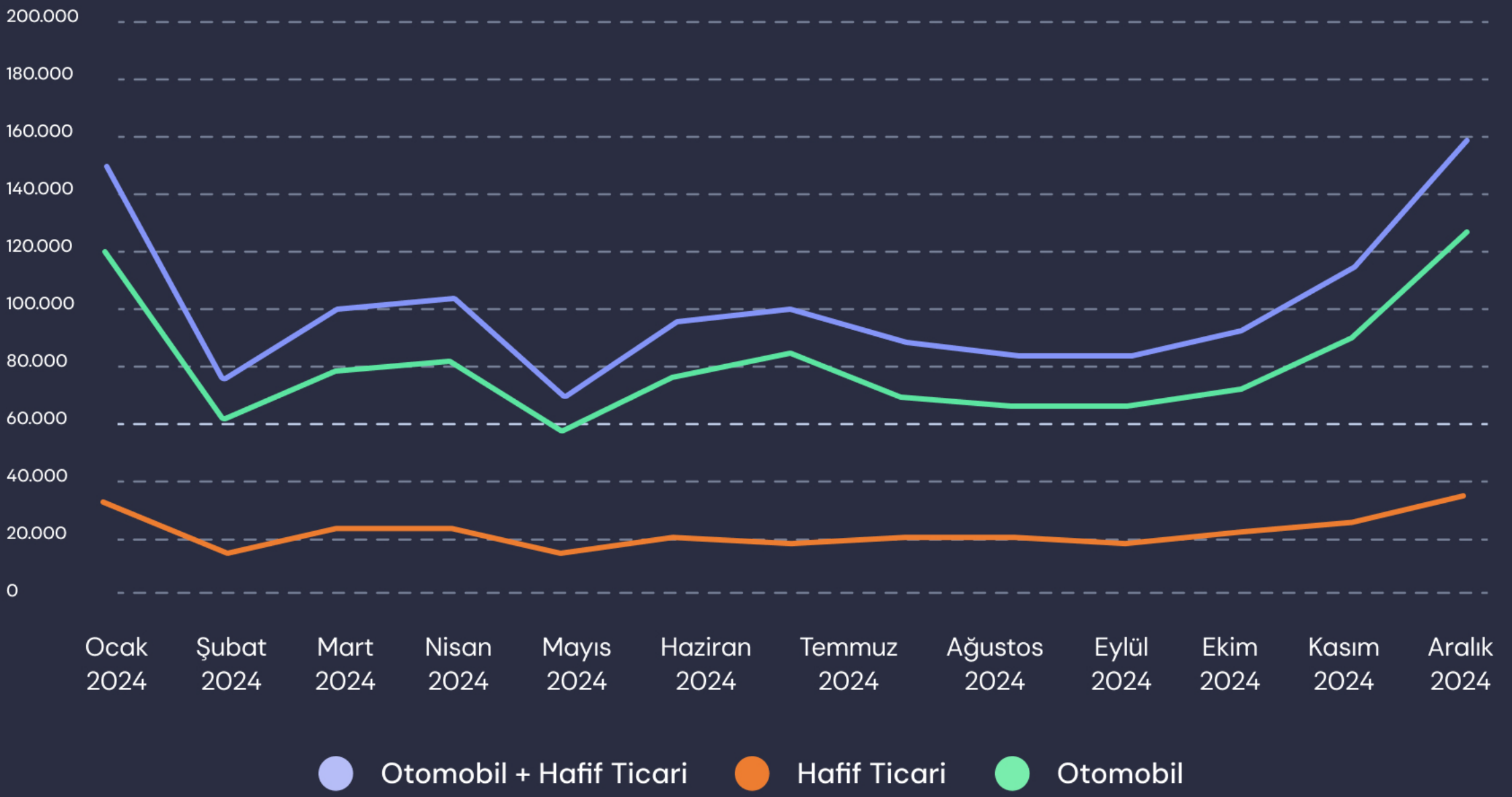


46/57

Avrupa tarafında ACEA'nın yayınladığı istatistiklere göre yeni araç kayıtları Temmuz ayından bu yana baz etkisi olarak daralma gösterse de Aralık ayında Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin etkisi bir nebze hissedildi. AB'de Aralık ayında yeni araç kayıtları 5,1% artış gösterirken yılın tamamında ise 0,8% artış göstermeyi başardı.

2023 yılında benzinli dizel araçların satışları, toplam satışların 48,9%'unu oluştururken 2024 yılında bu oran 45,2% seviyesine geriledi. Elektrik bataryalı araçların toplam satışlar içerisindeki payı 2024 yılında 1% oranında daralırken, şarjlı hibrit ve hibrit araçların toplam satışlardan aldığı pay ise 5,1% gibi güçlü bir oranda artış gösterdi.

2024 Araç Satışları



Kaynak: ODMD

Küresel taraftaki tahminlemelere baktığımızda LMC Automotive, 2024 yılı dünya toplam otomotiv pazarının bir önceki yıla oranla 2% artışla 91,794 milyon adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyor. 2023 yılında dünya otomotiv pazarı, 2022 yılına göre 7,5% artışla 90,012 milyon adet seviyesinde gerçekleşti.

2025 yılına ilişkin yayınladığı tahminler göz önüne alındığında ise toplam küresel pazarın 2024 yılına göre 3,3% büyümesi bekleniyor. 2025 yılı için Batı Avrupa'nın 3,8% büyümesi, Doğu Avrupa'nın ise 1,5% daralması öngörülmüş. 2023 yılında ise küresel otomotiv pazarı 7,5% büyüme göstermişti. LMC Automotive, yüksek baz etkisi sebebiyle otomotiv tarafında büyümelerin yavaşlayabileceğini bize gösteriyor.

Genel anlamda otomotiv pazarındaki elektrifikasyon süreci, büyüme ivmesinin yavaşlamasına rağmen devam etme beklentileri, araç yaşlarındaki artış ve yüksek baz etkisine rağmen hem yurt içinde hem de Avrupa Birliğinde araç satışlarının artış göstermesi sektör için katalist durumunda. Fakat Çinli üreticilerin pazardan aldıkları payları artırması ve fiyat rekabeti tarafında rakiplerinin marjlarını aşağıya çekmesi, işletme sermayesi ihtiyacının yoğun olduğu bu dönemde sektör açısından dekatalizör konumda.

ABD Başkanı Donald Trump'ın Kanada, Meksika ve Çin'den ithal edilen araç ve bileşenlere yönelik yeni gümrük tarifeleri, yalnızca ilgili ülkelerde değil aynı zamanda ABD'de ve Avrupa'da otomobil üreticileri üzerinde büyük bir baskı yaratıyor. Kuzey Amerika'da her yıl üretilen 5.3 milyon hafif aracın 70%'i ABD'ye ihraç ediliyor. Ancak, yeni tarifeler yalnızca bu araçları değil, ABD'de üretilen otomobillerin maliyetlerini de artırabilir. Çünkü ABD'de montajlanan birçok araç, Kanada ve Meksika'dan gelen bileşenleri kullanıyor ve bu parçalara da ek vergi uygulanacak. Bank of America analistleri, tarifelerin ABD otomotiv endüstrisine 50 milyar dolarlık ek maliyet getirebileceğini öngörüyor.

Öte yandan, Trump yönetiminin Avrupa Birliği'nden gelen ithalatlara da benzer korumacı vergilerle AB'yi hedef alması, ihracata bağımlı Alman ekonomisi için ciddi riskler yaratabilir. Genel anlamda küresel otomotiv pazarındaki büyüme oranlarında da risklerin daha ciddi olduğu gözlemleniyor. Burada olası bir ticaret savaşı özellikle otomotiv sektöründe bir marj daralmasına sebep olabilir.

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD	İhracat Oranı
 FORD OTOSAN	FROTO	326,17	6,16	11,69	3,1	76%
 TOFAŞ FABRİKA	TOASO	111,25	9,38	7,27	2,56	18%
 TÜRK TRAKTÖR	TTRAK	68,55	7,02	5,01	3,68	19%
 DOĞUŞ OTOMOTİV	DOAS	41,38	3,87	2,97	0,79	-

Ford Otosan (FROTO), yurt içinde ve Avrupa'da zayıf talep devam etmesine rağmen Kasım ve Aralık ayına ilişkin verilere göre ticari araç pazarında bir toparlanma sinyali veriyor. Ayrıca Avrupa'da pazar payı artan elektrikli araçlar dikkate alındığında, Ford Otosan'ın dönüşümü gelecek yıl için kritik önem taşıyor.

Şirket, Yeni Nesil Courier'nin içten yanmalı modelini yılın son çeyreğinde piyasaya sunacak. Tam elektrikli modeli ise 2024 yılının sonu itibarıyla Craiova'da üretilecek. Bu modelin üretim kapasitesinin 100 bin adede kadar çıkması planlanıyor. Ayrıca, Ford'un elektrikli kamyonu E-Truck'ın üretimine 2025 yılında başlanması hedefleniyor.

2024 yılı sonuçlarının zayıf iç talep ve yüksek enflasyon nedeniyle baz etkisi de göz önüne alındığında hafif baskı altında kalması beklenirken, Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirimleri ve elektrikli araç dönüşümü sayesinde 2025 yılının daha pozitif bir görünüm sergilemesi muhtemel görünüyor. Ancak bu süreçte ACEA ve ODMD verilerinin takibi önem taşıyor.

Elektrifikasyon yatırımlarıyla beraber ticari araç segmentinde eşsiz olması ve ihracat gücü sayesinde sektördeki elektrikli araç ve Çinli üreticilerin risklerinden ayrışabilen bir konumda olması, şirketin uzun vadeli nakit akışı projeksiyonlarını destekliyor.

Tofaş Otomobil (TOASO)'de zayıf iç talebin doğrudan şirketin kârlılığını etkilemesi ve yüksek kredi maliyetlerinin işletme sermayesi ihtiyacını artırması 9 aylık sonuçlarda negatif etkisini gösterdi. Diğer taraftan, Çinli üreticilerin yurt içindeki pazar payının artması, şirketin satışları için risk oluşturmaya devam ediyor. Çinli otomobillerin yurt içindeki pazar payı 8%'i geçerken, geçen yılın aynı dönemine göre satış adetlerinde yaklaşık 80% artış gözlemlendi. Bu bağlamda değerlendirildiğinde, zayıf talep ve artan rekabet, 2024 yılı özelinde şirketin hem cirosuna hem de marjlarına olumsuz yansıyabilir.

Tofaş Otomobil özelinde, hafif ticari araç modeli K0'ın üretimi için Stellantis ile imzalanan üretim anlaşması önemli. K0 çoklu enerji platformunda dört farklı Stellantis markası için üretim yapılacak. Şirket, yaklaşık 250 milyon dolarlık yatırım harcaması planlıyor ve 2024-2032 yılları arasında 1 milyon adet araç üretmeyi hedefliyor. Bu proje, Tofaş'ın uzun vadeli büyüme potansiyeli açısından kritik bir öneme sahip.

Demir – Çelik Sektörü

2024 yılı, küresel demir-çelik sektörü için zorluklarla birlikte fırsatların da gözlemlendiği bir dönem oldu. Türkiye özelinde ise iç talepte yaşanan daralma ve yüksek enerji maliyetleri sektör üzerinde baskı yaratırken ihracatta önemli kazanımlar elde edildi. Ocak-Kasım döneminde Türkiye'nin ham çelik üretimi, geçen yıla kıyasla 11,2% artışla 33,9 milyon tona ulaştı. Bu büyümenin büyük bir kısmı, deprem sonrası yeniden yapılandırma faaliyetlerinin desteklediği iç talep artışıyla ilişkilendirilebilir. Öte yandan, yıl boyunca yurt içinde çelik tüketimi 2% daralarak zayıf bir performans sergiledi.

İhracat tarafında ise oldukça olumlu bir tablo çizildi. Türkiye'nin çelik ihracatı, ton bazında 29% artışla 9,8 milyon tona yükselirken ihracat geliri 19% büyüyerek 8,8 milyar dolara ulaştı. AB ülkelerinden gelen talebin güçlü seyretmesi bu artışta önemli bir rol oynadı.

Almanya, İtalya ve Romanya gibi ülkeler Türkiye'nin çelik ihracatında öne çıkarken, Almanya'ya yapılan ihracat 1,1 milyar dolara ulaştı. Bununla birlikte, ihracatın ithalatı karşılama oranı 74,2% seviyesine yükselerek Türkiye'nin uluslararası pazarlarda yeniden avantaj kazanmaya başladığına işaret etti.

Türkiye Çelik Üretim-Tüketimi

45 Milyon ton



Küresel tarafta ise çelik sektöründe zorluklar devam etti. Dünya Çelik Birliği'ne göre 2024 yılında küresel çelik talebi yıllık 0,9% düşüşle 1,75 milyar tona geriledi. Özellikle Çin, zayıf iç talep ve ihracatta damping etkisiyle küresel talepteki bu azalışın başlıca sorumlusu oldu.

Öte yandan, Hindistan ve ABD gibi ülkelerdeki talep artışı bu düşüşü kısmen dengeledi. Çin'den gelen dampingli çelik ithalatına karşı alınan anti-damping önlemleri, Türkiye ve Avrupa'daki yerel üreticilere destek sağladı. Türkiye'nin sıcak haddelenmiş ürünlerdeki ihracat performansı öne çıktı.

2025 yılı, demir-elik sektörü için toparlanma yılı olma potansiyeline sahip. Dünya elik Birliği, 2025'te küresel elik talebinin 1,2% büyüyerek 1,77 milyar tona ulaşacağını tahmin ediyor. Bu artışın da özellikle Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerdeki altyapı yatırımları ve ABD ile Avrupa'da ekonomik toparlanmanın etkisiyle gerçekleşmesi bekleniyor. Türkiye'de ise faiz indirimleri ve altyapı projelerinin hızlanması, iç talebi güçlü bir şekilde destekleyebilir.

Küresel piyasalarda Çin, sektördeki küresel dengeler üzerinde belirleyici bir rol oynamaya devam edecek. Çin hükümetinin altyapı yatırımlarına yönelik teşvik politikaları yerel talebi desteklerken dampingli ihracatın azalması küresel fiyatlar üzerinde olumlu bir etki yaratabilir. Fakat, yeni ABD Başkanı Trump'ın ticaret politikalarında sert önlemler alabileceğinin sinyallerini vermesi, Çin ve ABD arasındaki ticaret gerilimlerinin yeniden artmasına ve sektörde belirsizliklere neden olabilir.

Türkiye'nin bu yıl damping önlemlerinin etkisiyle yerel üreticilerin rekabet gücünün artması beklenebilir. İç talebin yanı sıra Suriye'de yeniden yapılanma sürecine girilmesiyle yerli demir-elik şirketleri destek görebilir.

Özellikle Ereğli Demir elik (EREGL) ve Kardemir (KRDMD) gibi şirketler, sektörde toparlanmadan fayda sağlayabilecek güçlü adaylar olarak öne çıkabilir. Ereğli'nin devam eden yatırımları, uzun vadede marjlarını ve ton başına FAVÖK rakamını destekleyebilir. Kardemir ise artan demiryolu-ray siparişleri ve katma değerli ürün satışlarının desteğiyle bu yıl kârlılığını artırabilir.

2023 Şubat depremleri sonrası yeniden yapılandırma çalışmaları ve kentsel dönüşüm projeleri, demir-çelik talebini artırabilirken TCMB'nin faiz indirimlerinin, inşaat ve otomotiv sektörlerindeki talebi destekleyerek çelik tüketimini yükseltebilir. Ayrıca Çin hükümetinin altyapı yatırımları ve emlak sektörüne yönelik teşvikleri, küresel çelik talebinde toparlanmayı teşvik edebilir.

Avrupa Birliği'nin dampingli ithalatı sınırlandıran önlemleri ve Türkiye'nin anti-damping uygulamaları, Türk çelik üreticilerinin pazar payını artırmasına yardımcı olabilir. Bunun yanında, Türkiye'nin jeopolitik konumu sayesinde Suriye'nin yeniden inşası kapsamında artan altyapı projeleri ve enerji maliyetlerindeki istikrar da sektörün büyüme potansiyelini destekleyen diğer unsurlar arasında yer alıyor.

Diğer yandan, sektörü tehdit eden önemli riskler de bulunuyor. Çin'in dampingli çelik ihracatına devam etmesi, küresel fiyatları baskılayarak Türk şirketlerin kârlılığını olumsuz etkileyebilir. Küresel çelik talebindeki yavaş büyüme beklentileri, fiyatların toparlanmasını geciktirme riskine sahip. Ayrıca, ABD-Çin ticaret savaşlarının yeniden gündeme gelmesi ve ticaret politikalarındaki belirsizlikler, çelik ticaretinde volatiliteye neden olabilir. Öte yandan, TL'deki olası bir değer kaybı ihracatta avantaj sağlasa da enerji ve hammadde maliyetlerini artırabilir.

Tüm bunlara ilaveten, Avrupa Yeşil Mutabakatı kapsamındaki karbon düzenlemeleri ve Avrupa pazarındaki sınırlı talep, Türk çelik üreticileri için maliyet baskısını ve rekabeti artırabilir. Enerji maliyetlerindeki artış riski ise üretim maliyetlerini olumsuz etkileyerek sektörün kârlılığını baskılayabilir.

BIST 100 Endeksindeki Demir-Çelik Şirketleri

Şirketler	Hisse Kodu	F/K Oranı	FD/FAVÖK	FAVÖK Marjı	Yıllık Gelir Büyümesi	İhracat Oranı
 ERDEMİR EREĞLİ	EREGL	8,15	9,37	12,39%	47,46%	19,76%
 BORUSAN BORU	BRSAN	41,47	20,77	5,55%	67,03%	-
 KARDEMİR	KRDMD	12,7	8,3	7,25%	-21,3%	3,01%
 KOCAER ÇELİK	KCAER	20,92	9	12,59%	-15,96%	74,51%

31 Ocak 2025 kapanış verileri baz alınmıştır.

Ereğli ve Kardemir, makul değerlemeleriyle dikkat çekiyor. Diğer yandan Kocaer (KCAER) ile birlikte Ereğli'nin güçlü FAVÖK marjları sayesinde operasyonel kârlılık açısından öne çıktığı belirtilebilir. Borusan Boru (BRSAN) ve Kardemir ise daha düşük marjlar ile maliyet yönetimi veya fiyatlandırma gücünde zayıflık olabileceğine işaret ediyor.

Gelir büyümesi açısından Borusan Boru ve Ereğli güçlü performans sergilerken, Kardemir ve Kocaer Çelik talep daralmasından dolayı daralma gösteriyor. Ek olarak ihracat tarafında ise Kocaer, 74,5% ihracat oranıyla uluslararası pazarlarda önemli bir oyuncuyken Ereğli ise daha dengeli bir iç ve dış pazar stratejisi izlemekte.

Hisse Avcısı:

Kârını Artıran, Cazip Fiyatlanan, Yüksek Beklentiye Sahip Şirketler

- Son 3 Senelik Dolar Bazlı Ciro Artışı > 0%
- Son 1 Ayda Verilen Potansiyel Hedef Fiyat Getirisi > 30%
- Model Portföylerde Bulunma Sayısı ≥ 10
- $F/K < \text{Sektörel rakipler Firma Değeri} / \text{Yıllık Satışlar} < \text{Sektörel rakipler}$

Şirketler	Hisse Kodu	Piyasa Değeri (Mr TL)	3 Yıllık Dolar Bazlı Toplam Ciro Büyümesi	Son 1 Ayda Verilen Potansiyel Hedef Fiyat Getirisi	Model Portföylerde Bulunma Sayısı	2024 yılında Endekse Rölatif Getiri
 TÜRK HAVA YOLLARI	THYAO	437,46	26%	37%	18	-2%
 FORD OTOSAN	FROTO	326,17	89%	43,1%	13	-7%
 TURKCELL İLETİŞİM	TCELL	237,82	48%	34,4%	20	36%
 MİGROS TİCARET	MGROS	105,92	113, %	36%	16	23%
 MAVİ	MAVI	28,23	103%	87%	10	-15%

Türk Hava Yolları (THYAO), güçlü filo büyümesine karşın 2024 yılında beklenti altı yolcu büyümesi elde etmesiyle 2024 yılında endekse rölatif negatif performans sağladı. Fakat artırılan kapasite ve hissenin yüksek likiditesi, model portföylerde yüksek bulundurma sayısına yol açıyor. 2025 yılında havacılık sektörüne ilişkin beklentiler şirketin değerlemesine katkı sağlıyor.

Ford Otosan (FROTO), 2024 yılında zayıf iç ve dış talep ile beraber endekse kıyasla negatif rölatif getiri sağlamış olsa da artırılan kapasite ve elektrifikasyon süreci, küresel faiz indirimlerinin başlamasıyla 12 aylık ortalama hedef fiyatlara göre yüksek potansiyel getiriye işaret ediyor. Turkcell (TCELL), dezenflasyonist sürecin devam etmesiyle beraber telekomünikasyon sektöründeki beklentilerin korunmasıyla model portföylerde en fazla bulundurulan hisse oldu.

Migros (MGROS)'un online taraftaki yatırımları ve güçlü dolar bazlı ciro artışı, talep elastikiyeti düşük ürünler satan gıda perakendecileri tarafında şirketi öne çıkarabilir.

Mavi Giyim (MAVI), 2024 yılında endekse rölatif çok zayıf performans göstermesine karşın verilen ortalama hedef fiyata göre değerlemelerin güçlü olduğu gözlemleniyor.

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 bilgiler ise genel nitelikte olup raporda yer alan kişilerin yorum ve görüşlerini içermektedir. 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. Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, şirketimizin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İlave olarak, burada yer alan dokümanlar ile ilgili olarak yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.



midas-arastirma@getmidas.com