

# YKY Model Portföy

Şirket	Kod	Piyasa Değeri (TLmn)	3 Aylık Ort. İşlem Hacmi (TLmn)	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	311,190	2,209	512.50	844.00	65%
Türk Hava Yolları	THYAO	407,100	7,464	295.00	500.00	69%
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	72,999	258	299.75	532.00	77%
Aksa Enerji	AKSEN	48,686	159	39.70	67.49	70%
Mavi Giyim	MAVI	29,457	390	74.15	126.00	70%
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	240,957	623	24.30	34.00	40%
Garanti Bankası	GARAN	538,860	2,705	128.30	173.00	35%
Tab Gıda Sanayi	TABGD	41,833	155	160.10	274.00	71%
T.S.K.B.	TSKB	35,728	263	12.76	21.00	65%
Turkcell	TCELL	210,980	2,168	95.90	160.29	67%

Kaynak: YKY Araştırma, Rasyonet

Şirket	Kod	Portföy Giriş Tarihi	Giriş Fiyatı	Cari Fiyat	Nominal Getiri	BIST-100 Göreceli Getiri
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	16.01.2023	121.00	512.50	323.6%	121.6%
Türk Hava Yolları	THYAO	16.01.2023	140.48	295.00	110.0%	9.9%
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	12.05.2023	105.97	299.75	182.9%	40.0%
Aksa Enerji	AKSEN	16.01.2024	32.74	39.70	21.2%	0.1%
Mavi Giyim	MAVI	16.01.2024	62.17	74.15	19.3%	-1.6%
Türk Telekom	TTKOM	16.01.2024	29.06	44.72	53.9%	27.0%
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	24.04.2024	18.31	24.30	32.8%	32.0%
Garanti Bankası	GARAN	01.08.2024	129.00	128.30	-0.5%	9.4%
Tab Gıda Sanayi	TABGD	11.11.2024	141.60	160.10	13.1%	7.2%
T.S.K.B.	TSKB	06.12.2024	12.87	12.76	-0.9%	1.9%

Model Portföy Getiri (Başlangıçtan İtibaren) (\*)

**Model Portföy Getiri (2024)**

**Model Portföy Getiri (2025)**

BIST-100 Getiri (\*)

BIST-100 Getiri (2024)

BIST-100 Getiri (2025)

4406.9%

236.4%

**49.2%**

**13.6%**

**0.5%**

**1.4%**

1042.1%

28.9%

27.7%

Kaynak: YKY Araştırma, Rasyonet; \* 21/01/2013'den itibaren



[www.ykyatirim.com.tr](http://www.ykyatirim.com.tr)  
[yky\\_arastirma@yapikredi.com.tr](mailto:yky_arastirma@yapikredi.com.tr)

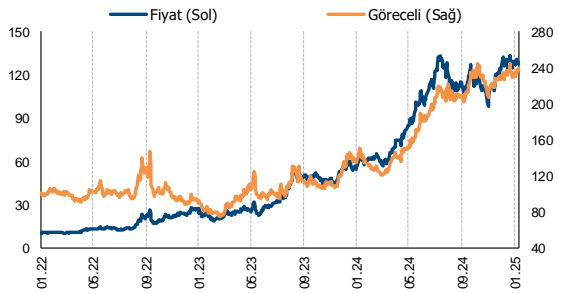
**YapıKredi** 35<sup>YIL</sup>  
Yatırım

# Garanti <GARAN TI> – Olumlu görünüm devam etmekte



AL			
Hedef Fiyat	TL173.00		
Potansiyel Getiri	35%		
Fiyat Bilgileri			
Kodu	GARAN.TI / GARAN.IS		
Kapanış Fiyatı	TL128.30		
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	538,860 / 15,209		
Hisse Sayısı (mn)	4200		
Saklama Oranı	%14		
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,709.75 / 78.17		
Performans (TL)			
	Nominal	Göreceli	
1 Aylık	0%	4%	
3 Aylık	9%	-1%	
1 Yıllık	102%	63%	
Yıl başından itibaren	3%	4%	
Çarpanlar			
	2023	2024E	2025E
F/K (x)	1.9	4.5	3.9
F/DD (x)	0.7	1.3	1.2
Sermaye Karlılığı	43.9	31.8	35.7
Temettü Verimi	7.1	4.4	2.5

(\*) Temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Oğuzhan Vural  
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

2 15 Ocak 2025 tarihi ile güncellenmiştir  
Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

- Garanti için 12 aylık hedef fiyatımız 173TL olarak revize ediyoruz (eski hedef fiyat: 160TL) ve AL tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız %35 getiri potansiyeline işaret etmektedir.** Garanti güncel 2025 tahminlerimize göre 1.2x PD/DD ve 3.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken fakat 2025 kar tahminimizi aşağı yönlü güncellememiz nedeniyle yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuz diğer bankalara göre daha sınırlı oldu.
- Muhafazakar aktif kalitesi yönetimi ve güçlü tamponlar:** Bankanın toplam karşılık oranı %178 seviyesinde ve rakiplerine göre daha yüksek seviyede. Tüm kredilerin toplam karşılık oranı ise %3.9 seviyesindedir
- Görece düşük TÜFEKS portföyü:** Bankanın swap dahil net faiz marjı 2024'te görece daha korunaklı gelişti. TÜFEKS portföyünün toplam aktiflerde payı %5 ile diğer büyük bankalara göre daha sınırlı.
- Yüksek KKM hacmi 2025'te marj gelişimini görece sınırlandırabilir:** Garanti'nin 9A24 itibarı ile KKM hacmi 216 milyar TL seviyesindedir (toplam TL mevduatın %19'u) ve rakip ortalamasına (%14) görece daha yüksek. Bu durum KKM'den TL mevduata geçiş hedeflerinde bankanın görece daha yüksek TL faiz maliyetine katlanmasına neden olabilir.
- Güçlü sermaye oranları & temettü ödeme kapasitesi:** Garanti'nin sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %17.6 ve %15.1 seviyelerinde. Bankanın kaldıraç oranı da 8x gibi görece düşük bir seviyede. Bu sayede bankanın önümüzdeki dönemde rakiplerine göre daha yüksek temettü ödeme potansiyeli var.
- Düşük halka açıklık:** 2022'deki çağrı işlemi sonrasında BBVA'nın Garanti'de payı 86% seviyesine yükselirken (çağrı öncesi %49.8), halka açıklık oranı ise %14 seviyesine geriledi. Bu nedenle banka Mayıs 2022 sonunda MSCI endekslerinden çıkarıldı.
- Yüksek özkaynak karlılığı sayesinde daha yüksek PD/DD:** 2024/25'te sermaye karlılığının %32/%36 seviyesinde öngörüyoruz (2023: %44). Bu özkaynak karlılığı seviyesine göre bankanın 2025T 1.3x-1.5 PD/DD seviyesine ulaşmasını makul değerlendiriyoruz



www.ykyatirim.com.tr  
yky\_arastirma@yapikredi.com.tr

## Garanti <GARAN TI> - Olumlu görünüm devam etmekte



GARAN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	83,319	74,836	99,931	192,937	254,592
Ticari & Kur & Swap	8,527	27,797	5,581	9,617	14,380
Komisyon geliri	16,628	40,764	94,143	137,086	190,792
Diğer gelirler	11,974	28,896	32,615	30,243	39,381
<b>Toplam gelirler</b>	<b>120,447</b>	<b>172,293</b>	<b>232,271</b>	<b>369,883</b>	<b>499,144</b>
Faaliyet Giderleri	22,909	47,672	92,713	144,595	196,830
<b>Karşılık öncesi gelirler</b>	<b>97,538</b>	<b>124,621</b>	<b>139,558</b>	<b>225,287</b>	<b>302,314</b>
Karşılık gideri	27,310	35,597	44,006	64,897	66,714
<b>Faaliyet Geliri</b>	<b>70,228</b>	<b>89,025</b>	<b>95,551</b>	<b>160,391</b>	<b>235,600</b>
İştirakler gelirleri	5,375	14,023	19,772	26,692	34,700
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>75,603</b>	<b>103,047</b>	<b>115,323</b>	<b>187,083</b>	<b>270,300</b>
Vergi gideri	17,094	15,716	24,339	48,117	70,680
<b>Net Kar</b>	<b>58,509</b>	<b>87,332</b>	<b>90,984</b>	<b>138,966</b>	<b>199,620</b>

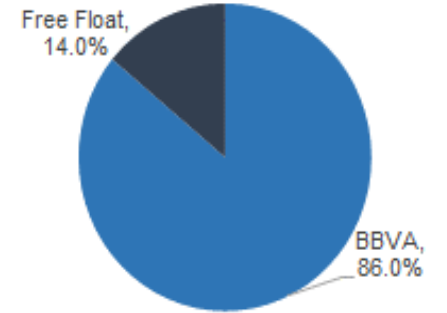
Bilanço					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1,152,172</b>	<b>1,930,055</b>	<b>2,617,526</b>	<b>3,282,975</b>	<b>4,175,103</b>
Nakit ve Benzeri Değerler	161,000	393,870	489,092	606,425	771,205
Krediler	632,361	1,019,031	1,480,766	1,942,295	2,577,582
Takipteki Krediler	17,613	21,654	29,870	52,997	66,911
Menkul Kıymetler	187,992	292,776	363,041	392,084	423,451
Mevduatlar	790,664	1,383,704	1,794,120	2,197,959	2,737,812
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	12,873	5,241	13,101	15,722	18,866
<b>Özkaynaklar</b>	<b>152,685</b>	<b>244,797</b>	<b>326,698</b>	<b>452,017</b>	<b>623,845</b>

Temel Göstergeler					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özkaynak karlılığı</b>	<b>50.3%</b>	<b>43.9%</b>	<b>31.8%</b>	<b>35.7%</b>	<b>37.1%</b>
Aktif karlılığı	6.1%	5.7%	4.0%	4.7%	5.4%
Komisyon geliri büyümesi	96%	145%	131%	46%	39%
Faaliyet gideri artışı	81%	108%	94%	56%	36%
<b>Net kar artışı</b>	<b>333%</b>	<b>49%</b>	<b>4%</b>	<b>53%</b>	<b>44%</b>
Net faiz marjı (swap dahil)	8.3%	5.0%	3.3%	6.5%	6.9%
Takipteki Krediler Oranı	2.6%	2.0%	2.0%	2.6%	2.5%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.8%	2.1%	1.3%	2.3%	1.6%
Gider/Gelir oranı	18%	26%	37%	36%	37%
Kredi büyümesi	59%	60%	44%	31%	33%
Mevduat büyümesi	54%	75%	30%	23%	25%
Kredi-Mevduat oranı	82%	75%	84%	89%	95%

### Şirket Tanımı

Garanti mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 806 ve 19,521'dir.

### Ortaklık Yapısı



### Katalizörler:

- i. Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- ii. CDS'te düşüş
- iii. Sektörü destekleyici düzenlemeler

### Riskler:

- i. Ortodoks olmayan politikalar
- ii. Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- iii. TÜFE'de yapışkanlık
- iv. Jeopolitik riskler
- v. Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

## TSKB &lt;TSKB TI&gt; - Yüksek özkaynak karlılığı &amp; cazip çarpanlar



## AL

Hedef Fiyat TL21.00  
Potansiyel Getiri 65%

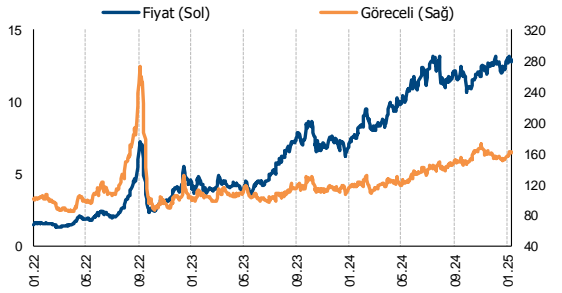
## Fiyat Bilgileri

Kodu TSKB.TI / TSKB.IS  
Kapanış Fiyatı TL12.76  
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) 35,728 / 1,008  
Hisse Sayısı (mn) 2800  
Saklama Oranı %39  
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) 261.61 / 7.54

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	0%	4%
3 Aylık	15%	4%
1 Yıllık	70%	37%
Yıl başından itibaren	4%	5%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	2.2	2.8	2.6
F/DD (x)	0.7	0.9	0.8
Sermaye Karlılığı	41.2	39.2	34.5
Temettü Verimi	-	-	3.0

(\*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Oğuzhan Vural  
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

4 15 Ocak 2025 tarihi ile güncellenmiştir  
Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

- TSKB için 12 aylık hedef fiyatımızı 21TL olarak güncelliyoruz** (eski hedef fiyat: 17TL) ve **tavsiyemizi AL olarak koruyoruz**. 12 aylık hedef fiyatımız %65 yukarı potansiyele işaret etmektedir. TSKB güncel 2025 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 2.6x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2024/25 özkaynak karlılığı beklentimiz %39/%35 seviyesindedir (2023: %41). Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken.
- Yabancı para ağırlıklı bilanço:** TSKB'nın kredilerinin yaklaşık %90'ı yabancı para (YP) cinsinden. Kredilerin %70'i uzun vadeli yatırım kredileri. Toplam kredilerin %34'ü elektrik üretimi, %5'i ise elektrik/gaz dağıtım sektörlerine ait. Ayrıca enerji sektörüne verilen kredilerin yaklaşık %92'si yenilenebilir segmente verilmiş durumda ve bu şirketler büyük oranda otomatik tarifelerden faydalanmaktadır. TSKB'nın fonlaması YP ağırlıklı ve uzun vadeli. Fonlamanın yaklaşık yarısında Hazine garantisi mevcut. Fonlama tarafında ortalama vade 10 yıl, kredilerde ise ortalama 5 yıldır. Bu sayede TSKB varlıklarını yükümlülüklerine göre daha hızlı yeniden fiyatlandırabilmektedir. Mevduat bankalarına görece olumsuz olarak ise TL fonlamanın düşük olması 2025'te marj iyileşmesinin görece daha sınırlı kalmasına neden olacak.
- Sağlıklı sermaye oranları:** Bankanın SYR ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç yaklaşık %20.2 ve %13.6 seviyelerinde. Bankanın 2024 karından temettü dağıtmasını tahmin ediyoruz.
- İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları:** TSKB tüm kredi aşamalarında karşılık oranlarını belirgin bir ölçüde arttırdı. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla yaklaşık %230 ve %84 seviyesindedir. Tüm kredilerin toplam karşılık oranı ise %5.2 gibi çok güçlü bir seviyede. Ayrıca bankanın 1.65 milyar TL (özkaynaklarının %6'sı) serbest karşılık tamponu bulunmaktadır.
- Çarpanlar cazip seviyede:** Bankanın 2025T PD/DD 0.8x gibi oldukça cazip bir seviyede ve %35 seviyesinde yüksek özkaynak karlılığı tahmin ediyoruz. 2025 PD/DD'nin 1.3x-1.4x ulaşabileceğini öngörüyoruz.



www.ykyatirim.com.tr  
yky\_arastirma@yapikredi.com.tr



## TSKB <TSKB TI> - Yüksek özkaynak karlılığı & cazip çarpanlar

TSKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	6,735	10,234	15,945	19,965	23,017
Ticari & Kur & Swap	801	1,698	-1,876	1,553	2,777
Komisyon gelirleri	158	453	563	844	1,266
Diğer gelirler	93	236	664	800	1,010
<b>Toplam gelirler</b>	<b>7,788</b>	<b>12,622</b>	<b>15,296</b>	<b>23,163</b>	<b>28,070</b>
Faaliyet Giderleri	505	1,160	2,061	2,897	3,843
<b>Karşılık öncesi gelirler</b>	<b>7,283</b>	<b>11,462</b>	<b>13,235</b>	<b>20,265</b>	<b>24,227</b>
Karşılık gideri	3,139	4,069	1,155	3,551	2,947
<b>Faaliyet Geliri</b>	<b>4,143</b>	<b>7,393</b>	<b>12,080</b>	<b>16,715</b>	<b>21,279</b>
İştirakler gelirleri	998	1,899	2,184	2,839	3,463
<b>Vergi Öncesi gelir</b>	<b>5,141</b>	<b>9,292</b>	<b>14,264</b>	<b>19,554</b>	<b>24,743</b>
Vergi gideri	1,086	2,251	3,635	5,866	7,423
<b>Net Kar</b>	<b>4,055</b>	<b>7,041</b>	<b>10,628</b>	<b>13,687</b>	<b>17,320</b>

Bilanço					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>115,575</b>	<b>176,884</b>	<b>240,081</b>	<b>325,073</b>	<b>428,030</b>
Nakit ve Benzeri Değerler	4,170	7,709	6,499	8,800	11,587
Krediler	74,395	121,457	170,591	238,947	318,256
Takipteki Krediler	2,327	3,939	3,770	5,377	6,918
Menkul Kıymetler	23,880	28,987	42,028	46,231	50,854
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	21,048	32,227	40,168	48,876	55,914
<b>Özkaynaklar</b>	<b>12,782</b>	<b>21,412</b>	<b>32,810</b>	<b>46,497</b>	<b>63,817</b>
Repo	1,443	2,481	12,405	16,127	20,965
Alınan Krediler	71,552	108,334	131,751	172,625	227,843

Temel Göstergeler					
	2022	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özkaynak karlılığı</b>	<b>41.1%</b>	<b>41.2%</b>	<b>39.2%</b>	<b>34.5%</b>	<b>31.4%</b>
Aktif karlılığı	4.1%	4.8%	5.1%	4.8%	4.6%
Net Faiz Geliri büyümesi	135%	52%	56%	25%	15%
Komisyon geliri büyümesi	124%	186%	24%	50%	50%
Faaliyet gideri artışı	92%	130%	78%	41%	33%
<b>Net kar artışı</b>	<b>272%</b>	<b>74%</b>	<b>51%</b>	<b>29%</b>	<b>27%</b>
Net faiz marjı [swap dahil]	8.0%	8.9%	7.2%	8.2%	7.4%
Takipteki Krediler Oranı	2.9%	3.0%	2.1%	2.1%	2.1%
Net Kredi Risk Maliyeti	3.2%	2.9%	0.6%	1.6%	0.9%
Gider/Gelir oranı	6%	8%	12%	11%	12%
Kredi büyümesi	26%	62%	40%	40%	33%

### Şirket Tanımı

TSKB kurumsal müşterilere ağırlıklı uzun vadeli yatırım kredileri sağlayan bir bankadır. Fonlamasının büyük bir kısmı da yurtdışından uzun vadeli elde etmektedir. GYO sektöründe iştiraki bulunmaktadır.

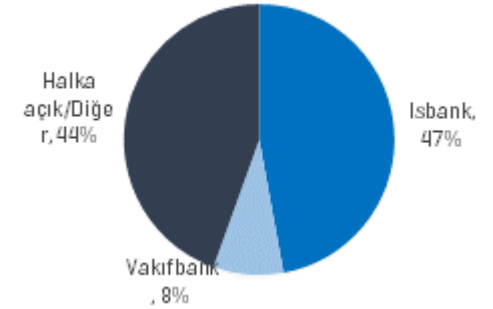
### Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler

### Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Enerji sektörü görünümünde bozulma
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

### Ortaklık Yapısı



# Vakıfbank <VAKBN TI> – Güçlü tamponlar ve özkaynak karlılığı & olumlu görünüm



## AL

Hedef Fiyat TL34.00  
Potansiyel Getiri 40%

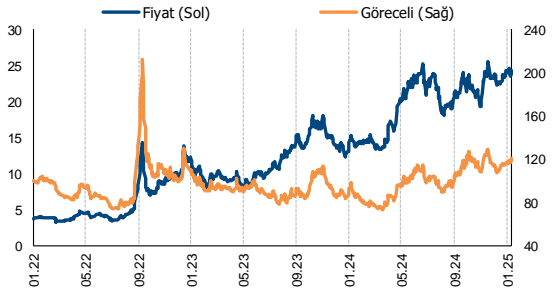
### Fiyat Bilgileri

Kodu VAKBN.TI / VAKBN.IS  
Kapanış Fiyatı TL24.30  
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) 240,957 / 6,801  
Hisse Sayısı (mn) 9916  
Saklama Oranı %6  
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) 618.86 / 17.84

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	7%	11%
3 Aylık	11%	0%
1 Yıllık	69%	36%
Yıl başından itibaren	4%	5%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	4.4	5.0	3.6
F/DD (x)	0.6	0.9	0.9
Sermaye Karlılığı	18.0	20.4	27.3
Temettü Verimi	-	-	-

(\*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Oğuzhan Vural  
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

6 15 Ocak 2025 tarihi ile güncellenmiştir  
Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

- Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 34TL olarak güncelliyoruz ve tavsiyemizi AL olarak koruyoruz** (önceki hedef fiyat 30.5TL). 12 aylık hedef fiyatımız %40 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Vakıfbank güncel 2025 tahminlerimize göre 0.9x PD/DD ve 3.6x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuzda sermaye maliyeti varsayımımızı 300 baz puan düşürmemiz en temel etken fakat 2025 kar tahminimizi sınırlı aşağı yönlü güncellememiz nedeniyle yukarı yönlü hedef fiyat revizyonumuz diğer bankalara göre daha sınırlı oldu. **Banka Nisan 2024'ten itibaren Model Portföyümüzde yer almaktadır ve o tarihten itibaren XU100'ün %30 üzerinde performans gösterdi.**
- Marjlarda ivmelenme başladı:** TL ağırlıklı fonlama yapısı sayesinde bankanın marjlarında faiz indirim döngüsünde hızlı toparlanma öngörüyoruz. Bankanın marjlarında 3Ç24 itibarı ile toparlanma başladı ve bu trendin faiz indirimleri ile beraber ivmelenmesini tahmin ediyoruz.
- Düşük KKM hacmi avantaj:** Bankanın 9A24 itibarı ile KKM hacmi 161 milyar TL seviyesindedir (toplam TL mevduatın %10'u) ve rakip ortalamasına (%14) görece daha düşük. Bu durumun KKM'den TL mevduata geçiş hedeflerinde banka için bir avantaj olduğunu düşünüyoruz.
- Muhafazakar karşılık oranları tampon yaratmaktadır:** Bankanın toplam karşılık oranı %233 gibi yüksek bir seviyede. Ayrıca bankanın 8.5 milyar TL (özkaynakların %4'ü) serbest karşılığı bulunmaktadır.
- Sermaye oranları güçlenmektedir:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %11.9 ve %9.5 seviyelerinde. Özel bankalara göre daha düşük sermaye oranları nedeniyle bankanın temettü dağıtmamasını bekliyoruz.
- Potansiyel ek değerlendirme unsuru yaratabilecek katma değerli iştirak portföyü:** Bankanın güçlü bir iştirak portföyü bulunmaktadır. Roketsan Roket Sanayi'de %10, TSKB'de %8, Vakıf Leasing'de %62, Vakıf Faktoring'de %92 ortaklığı bulunmaktadır.
- Çarpanlar yüksek özkaynak karlılığı ışığında cazip seviyede:** Özkaynak karlılığının 2024/25'te %20/%27 seviyesinde bekliyoruz (2023: %18).



www.ykyatirim.com.tr  
yky\_arastirma@yapikredi.com.tr

## Vakıfbank &lt;VAKBN TI&gt; – Güçlü tamponlar ve öz kaynak karlılığı &amp; olumlu görünüm



VAKBN – Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)						
K/Z Tablosu	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net faiz geliri	19,543	73,715	51,955	83,378	163,740	213,191
Ticari & Kur & Swap	0	4,990	14,031	-7,089	13,181	11,998
Temettü geliri	4,501	10,793	25,746	45,803	63,758	88,150
Diğer gelirler	7,947	9,678	40,289	47,936	48,860	49,826
<b>Toplam gelirler</b>	<b>27,242</b>	<b>99,176</b>	<b>132,021</b>	<b>170,028</b>	<b>289,539</b>	<b>363,164</b>
Faaliyet Giderleri	9,508	17,932	52,505	73,410	109,327	152,790
<b>Karşılık öncesi gelirler</b>	<b>17,734</b>	<b>81,244</b>	<b>79,516</b>	<b>96,618</b>	<b>180,211</b>	<b>210,375</b>
<b>Karşılık gideri</b>	<b>12,559</b>	<b>44,150</b>	<b>54,304</b>	<b>47,136</b>	<b>84,543</b>	<b>87,467</b>
<b>Faaliyet Geliri</b>	<b>5,175</b>	<b>37,095</b>	<b>25,212</b>	<b>49,482</b>	<b>95,669</b>	<b>122,907</b>
İştirakler gelirleri	121	149	200	330	461	577
Vergi Öncesi Kar	5,296	37,244	25,412	49,812	96,130	123,484
Vergi gideri	1,120	13,226	366	10,659	28,839	37,045
<b>Net Kar</b>	<b>4,175</b>	<b>24,017</b>	<b>25,046</b>	<b>39,153</b>	<b>67,291</b>	<b>86,439</b>

Bilanço						
	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Toplam Varlıklar	1,007,214	1,681,061	2,796,634	3,690,802	4,566,242	5,686,932
Nakit ve Benzeri Değerler	165,455	297,481	436,804	793,491	981,703	1,222,641
Krediler	566,075	912,168	1,457,517	1,963,218	2,525,937	3,274,018
Takipteki Krediler	18,310	20,274	19,823	42,214	81,192	101,153
Menkul Kıymetler	228,821	372,852	654,771	791,723	870,895	957,985
Mevduatlar	590,943	1,127,702	1,961,761	2,405,449	3,083,458	3,896,374
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	61,975	69,854	118,329	147,912	165,661	185,540
<b>Özkaynaklar</b>	<b>51,953</b>	<b>106,985</b>	<b>171,428</b>	<b>213,105</b>	<b>280,396</b>	<b>366,835</b>

Temel Göstergeler						
	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Öz kaynak karlılığı</b>	<b>8.5%</b>	<b>30.2%</b>	<b>18.0%</b>	<b>20.4%</b>	<b>27.3%</b>	<b>26.7%</b>
Aktif karlılığı	0.5%	1.8%	1.1%	1.2%	1.6%	1.7%
Komisyon geliri büyümesi	33%	140%	139%	78%	39%	38%
Faaliyet gideri artışı	6%	89%	193%	40%	49%	40%
<b>Net kar artışı</b>	<b>-17%</b>	<b>475%</b>	<b>4%</b>	<b>56%</b>	<b>72%</b>	<b>28%</b>
Net faiz marjı (swap dahil)	1.6%	5.7%	2.0%	1.8%	3.8%	4.1%
Takipteki Krediler Oranı	3.1%	2.1%	1.3%	2.1%	3.1%	2.9%
Net Kredi Risk Maliyeti	1.0%	2.5%	2.1%	0.2%	2.1%	1.5%
Gider/Gelir oranı	35%	18%	40%	43%	38%	42%
Mevduat büyümesi	43%	91%	74%	23%	28%	26%
Kredi büyümesi	36%	63%	61%	33%	29%	30%
Kredi-Mevduat oranı	97%	83%	76%	83%	83%	85%

## Şirket Tanımı

Vakıfbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Toplam şube ve personel sayısı sırasıyla 955 ve 18,755'tir. Bankanın toplam kredilerde ve toplam mevduat pazar payı sırasıyla %12 ve %13'tür.. KOBİ kredilerinde ise %13 pazar payı bulunmaktadır. Toplam kredilerde ve mevduatta pazar payı olarak Ziraat Bankası'nın ardından ikinci sıradadır.

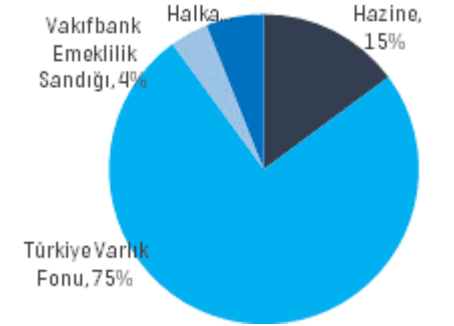
## Katalizörler:

- Faiz indirimleri & TL tahvil faizlerinde düşüş
- CDS'te düşüş
- Sektörü destekleyici düzenlemeler

## Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Ekonomide beklenenden fazla yavaşlama aktif kalitesinde beklentimizin üzerinde baskıya neden olabilir
- TÜFE'de yapışkanlık
- Jeopolitik riskler
- Küresel tahvil faizlerindeki yükseliş gelişmekte olan piyasalara olumsuz yansiyabilir

## Ortaklık Yapısı





# Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> – Defansif ve Cazip

## AL

Hedef Fiyat	TL532.00
Potansiyel Getiri	77%

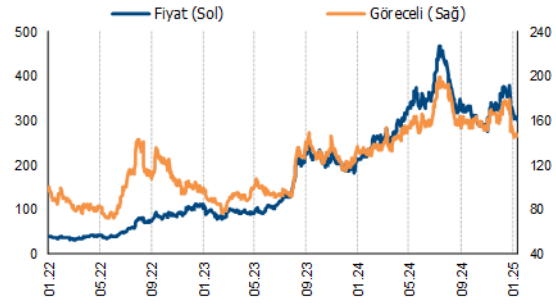
### Fiyat Bilgileri

Kodu	AGHOL.TI / AGHOL.IS
Kapanış Fiyatı	TL299.75
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	72,999 / 2,060
Hisse Sayısı (mn)	244
Saklama Oranı	%34
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	256.21 / 7.36

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	20%	-17%
3 Aylık	2%	-7%
1 Yıllık	36%	9%
Yıl başından itibaren	-4%	-3%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	1.8	1.2	1.0
FD/VAFÖK (x)	5.0	3.7	4.3
Temettü Verimi	22.2	0.9	0.8

(\*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker  
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

İnanç Güngör  
inanc.gungor@ykyatirim.com.tr

Anadolu Grubu Holding için tavsiyemizi, 532 TL/hisse hedef fiyat ile AL olarak, grup şirketleri için yeni tahminlerimiz ve yeni makro varsayımlarımız doğrultusunda güncelliyoruz. Model Portföyümüzde de yer alan AGOL, ana faaliyet alanlarındaki (AEFES, CCOLA ve MGROS) güçlü sonuçlar sayesinde benzerlerinden finansal anlamda olumlu ayrıştı. Finansallardaki olumlu ivmenin devam etmesini bekliyoruz. Hisse, 2024'te BIST100'ün %19 üzerinde performans sergiledi ve defansif ana faaliyet kolları, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş gelir akışı, azalan kaldıraç (9A24: 0,4x net borç/VAFÖK) ve düşük işletme sermayesi ihtiyacını göz önüne alındığında bunun devam etmesini bekliyoruz. AGHOL, tahminlerimize göre %58'lük bir NAD iskontosuna sahiptir. Bu nedenle, mevcut makroekonomik temada güvenli bir oyun sağladığını düşündüğümüz AGHOL'ü beğenmeye devam ediyoruz.

**Temel Faaliyetlerde Dengeli Görünüm Devam Edecek.** Güçlü Rusya operasyonu sayesinde bira operasyonlarında olumlu bir 2024 beklentimize ve görece olarak zayıf gelişen meşrubat operasyonlarıyla beraber AEFES'in 2024'te yıllık %2 reel konsolide ciro büyümesi elde etmesini bekliyoruz. Gıda perakende tarafında, MGROS'un devam eden pazar payı kazanımları ve çoklu kanal stratejisi sayesinde 2024'te %13 reel ciro büyümesi öngörüyoruz. Sonuç olarak, Holding'in 2024'ü reel %7 ciro ve %12 VAFÖK büyümesi ile kapatmasını bekliyoruz.

**Bilanço Tarafında Önemli Gelişim.** 2024'te iş kollarından gelen güçlü performansın ardından, şirketin konsolide Net Borç/VAFÖK oranı 2023'teki 0,7x seviyesinden 0,5x seviyesine geriledi. Ana faaliyet alanlarına ilişkin olumlu görüşümüz sayesinde, borçluluk oranının 2025 yılında daha düşük bir hızda da olsa düşmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

**AEFES ve Rusya Gelişmesine Dair.** 2024'ün son günlerinde AEFES'in Rusya operasyonlarına geçici yönetim atanmasına ilişkin gelişmeler AGHOL'ün hisse performansı üzerinde baskı oluşturmuştu. Tahminlerimize göre AGHOL'ün net aktif değerinin %43'ünü oluşturan AEFES'in Rusya operasyonlarına ilişkin haberlerin hisse performansı üzerinde etkili olmaya devam etmesini bekliyoruz.





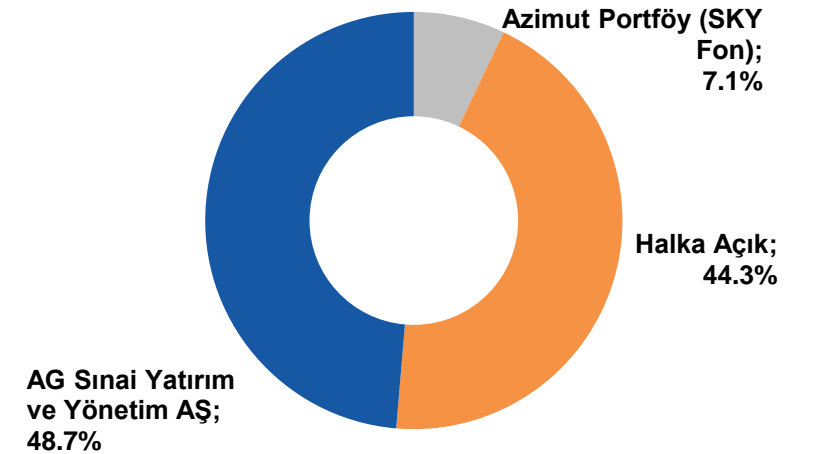


## Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> – Defansif ve Cazip

Şirket	Hisse	AGHOL Payı	Güncel NAD				Hedef NAD			
			Değerleme	Güncel Değer	AGHOL Payı [mn TL]	NAD Payı	Değerleme	Hedef Değer	AGHOL Payı [mn TL]	NAD Payı
<b>Listed Companies</b>					<b>103.722</b>	<b>99%</b>			<b>171.476</b>	<b>100%</b>
Anadolu Efes	AEFES	43,1%	Piyasa Değeri	96.691	41.625	40%	Parçaların Toplamı	175.927	75.737	44%
Migros	MGROS	50,0%	Piyasa Değeri	96.502	48.251	46%	İNA	163.787	81.893	48%
Adel	ADEL	56,9%	Piyasa Değeri	8.571	4.876	5%	Piyasa Değeri	8.571	4.876	3%
Anadolu Isuzu	ASUZU	55,4%	Piyasa Değeri	16.191	8.970	9%	Piyasa Değeri	16.191	8.970	5%
<b>Halka Açık NAD İskontosu</b>					<b>-31%</b>					
<b>İşlem Görmeyen Şirketler</b>					<b>3.436</b>	<b>3%</b>	Book Value	<b>3.436</b>	<b>3.436</b>	<b>2%</b>
<b>Discount to Total NAV</b>				<b>-30%</b>				<b>-58%</b>		

### Şirket Tanımı

Anadolu Grubu Holding 1950 yılında kurulmuş olup, 86 üretim tesisi ile yedi sektörde faaliyet göstermektedir. Holding, içecek (AEFES & CCOLA), gıda perakendesi (MGROS), otomotiv (ASUZU, Anadolu Motor, Çelik Motor), Enerji ve Sanayi (ADEL, Paravani ve Aslancık) sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları (bira, meşrubat ve gıda perakendesi) konsolide net satışların ve VAFÖK'ün ~%90'ını oluşturmaktadır. Grup ayrıca Türkiye'nin ilk büyük elektrikli otomobil üreticisi TOGG'da %23 paya sahiptir.



# Aksa Enerji <AKSEN TI> - Satın Alım Sözleşmeleriyle Garanti VAFÖK Katkısı

## AL

Hedef Fiyat	TL67.49
Potansiyel Getiri	70%

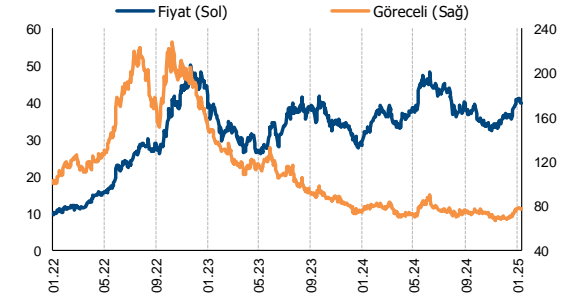
## Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSEN.TI / AKSEN.IS
Kapanış Fiyatı	TL39.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	48,686 / 1,374
Hisse Sayısı (mn)	1226
Saklama Oranı	%21
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	157.76 / 4.54

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	8%	12%
3 Aylık	15%	4%
1 Yıllık	25%	1%
Yıl başından itibaren	1%	2%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	7.0	14.5	12.1
FD/VAFÖK (x)	7.2	6.1	4.7
Temettü Verimi	18.0	2.9	2.8

(\* temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır)



Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Eren Erciş

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

Aksa Enerji için hedef fiyatımızı 67TL/hisse (önceki: 55TL/hisse) ve önerimizi AL (önceki: AL) olarak güncelliyoruz.

Aksa Enerji'nin en son açıkladığı yabancı para cinsinden uluslararası projelere dayalı 2030 stratejisini memnuniyetle karşılıyoruz. Enerji satın alım anlaşmaları (PPA'lar) aracılığıyla garanti edilen kapasite ödemelerinin artan payı, Aksa Enerji için öngörülebilir güçlü nakit akışı yapısını ortaya koymaktadır. Toplam 2.974 MW'lık portföyde (yenilenebilir enerji önlisansları hariç) PPA bazlı santrallerin payının %61 olduğunu hesaplıyoruz. VAFÖK üretiminin 2025 yılında uluslararası projelerden toplam içindeki payının %72, uzun vadede ise %85 olacağını öngörüyoruz. Ayrıca Türkiye'de mevcut normalleşen spot elektrik fiyatı olan 72 USD/MWh (pandemi sonrası en yüksek seviye olan 210 USD/MWh ile karşılaştırıldığında) bizce sınırlı bir düşüşe işaret ediyor. Dolayısıyla 2025 yılında ortalama 75 ABD Doları/MWh spot fiyat öngörüyoruz.

**Ana yatırımlar:** İlk ünitesi Eylül '24'te devreye alınan Talimercan Doğal Gaz santrali, Ocak'25 itibarıyla 396 MW kapasiteye ulaştı ve 25 Mart'ta 430 MW'a ulaşması planlanıyor. Talimercan'ın 25 yıllık USD bazlı PPA ve geçişken yakıt anlaşması mevcut. Santralin konsolide VAFÖK'e yıllık 50 milyon USD katkı yapması bekleniyor. Kızılorda doğalgaz santrali, 240 MW kurulu güçle 1Ç26'da ticari faaliyete geçecek. Kızılorda'nın KZT cinsinden 15 yıllık PPA sözleşmesi mevcut. Kızılorda santralının, VAFÖK'e yıllık 40 milyon USD katkı sağlaması bekleniyor. Kumasi doğalgaz santralının ilk ünitesi (179 MW) Ağustos'25'te, ikinci ünitesi (171 MW) 3Ç26'da faaliyete geçecek. Böylece santralin kurulu gücü 350 MW olacaktır. Kumasi geçişken yakıt maliyetine sahip 20 yıllık USD bazlı bir PPA'ya sahip olacak. İlk üniteyle santral VAFÖK'e 38 milyon USD katkı sağlayacak. Senegal Saint-Louis doğalgaz santrali, 255 MW kapasiteyle 3Ç26'da devreye girecek ve devlet kuruluşu Senelec santralde %15 hisseye sahip olacak. Saint-Louis VAFÖK'e yıllık 55 milyon EUR katkı yapması beklenen geçişken maliyete sahip 25 yıllık Euro bazlı bir PPA'ya sahip olacak.



www.ykyatirim.com.tr

yky\_arastirma@yapikredi.com.tr

## Aksa Enerji <AKSEN TI> – Satın Alım Sözleşmeleriyle Garanti VAFÖK Katkısı

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
<b>Gelir Tablosu</b>			
<b>Net Satışlar</b>	<b>35.172</b>	<b>27.003</b>	<b>35.915</b>
Brüt Kar	7.215	7.164	11.113
<b>VAFÖK**</b>	<b>7.953</b>	<b>7.669</b>	<b>11.194</b>
Faaliyet Gelirleri	6.406	6.023	9.607
Diğer Geli / Gider	736	-1.748	-4.227
Vergi Öncesi Kar	7.142	4.275	5.381
Vergi	-1.036	-1.069	-1.345
<b>Net Kar</b>	<b>5.497</b>	<b>3.206</b>	<b>4.035</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
İşletme Faaliyetlerinden	5.292	-1.631	7.521
Yatırım Faaliyetlerinden	-4.220	-15.982	-15.802
Finansman Faaliyetlerden	-1.825	19.267	9.337
Serbest Nakit Akışı	1.072	-17.613	-8.282
<b>Rasyolar</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K (x)	7,0	14,5	12,1
FD/VAFÖK (x)	7,2	6,1	4,7
Brüt Kar Marjı	21%	27%	31%
VAFÖK marjı	23%	28%	31%
Net Kar Marjı	16%	12%	11%
Özkaynak Karlılığı	16%	8%	9%
ROIC	17%	11%	15%
Satış Büyümesi	-	-47%	4%
VAFÖK Büyümesi	-	-33%	14%
Net Kar Büyümesi	-	-60%	-2%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(\* Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(\*\*)VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
<b>Bilanço</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>17.091</b>	<b>14.732</b>	<b>21.137</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.671	1.654	2.710
Ticari Alacaklar	13.530	9.755	13.590
Stoklar	896	1.171	1.611
Diğer	993	2.151	3.227
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>38.716</b>	<b>71.686</b>	<b>88.612</b>
Maddi Duran Varlıklar	35.017	64.444	78.652
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	1.091	1.098
Kullanım Hakkı Varlıkları	291	424	427
Diğer	3.405	5.727	8.434
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>55.806</b>	<b>86.418</b>	<b>109.749</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>13.766</b>	<b>27.807</b>	<b>39.830</b>
Kısa vadeli Finansal Borçlar	8.171	17.238	25.212
Ticari Borçlar	3.340	6.324	8.699
Diğer	2.255	4.246	5.920
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>7.405</b>	<b>16.486</b>	<b>24.811</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	5.078	15.593	23.566
Diğer	2.327	893	1.245
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>34.636</b>	<b>42.125</b>	<b>45.108</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>55.806</b>	<b>86.418</b>	<b>109.749</b>

### Şirket Tanımı

Aksa Enerji, birçok ülkede faaliyet gösteren, proje geliştirmeden satın almaya, inşaattan kuruluma kadar enerji santrali kurulum prosedürlerinin tüm adımlarını sunan global bir enerji şirkettir.

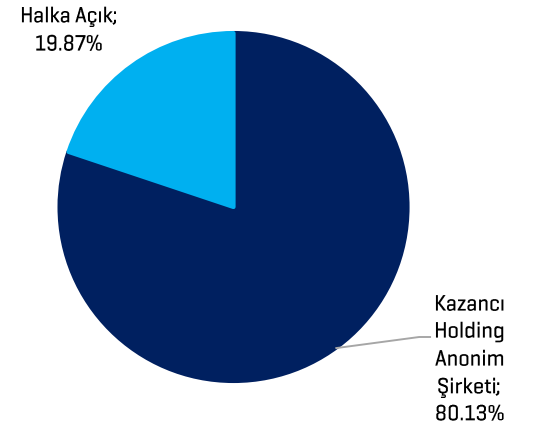
Şirketin Türkiye'de toplam 900 MW kurulu güce sahip doğalgaz ve 270 MW kurulu güce sahip bir kömür santrali bulunuyor. Kuzey Kıbrıs'ta 188 MW kurulu güce sahip akaryakıt bazlı santrale sahiptir. Aksa Enerji'nin Afrika ve Asya bölgelerinde 1.566 MW kurulu gücü bulunmaktadır. Toplam portföy 2.974 MW'tır.

### Katalistler:

- Yeni PPA anlaşmaları
- Kurulu gücün artması

### Risks:

- Güçlü TL gelirler üzerinde baskı yaratabilir
- Alacaklarında tahsilatında olası sorunlar



# BİM <BIMAS TI> – Reel Büyüme Devam Ediyor



## AL

Hedef Fiyat TL844.00  
Potansiyel Getiri 65%

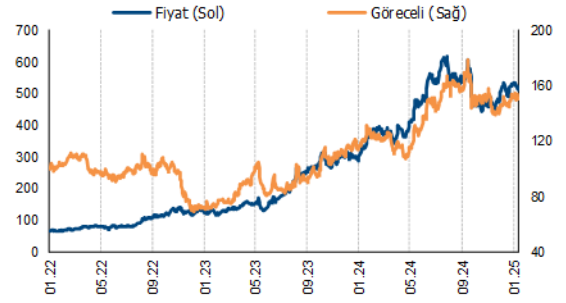
### Fiyat Bilgileri

Kodu BIMAS.TI / BIMAS.IS  
Kapanış Fiyatı TL512.50  
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) 311,190 / 8,783  
Hisse Sayısı (mn) 607  
Saklama Oranı %60  
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) 2,224.22 / 64.22

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-2%	1%
3 Aylık	10%	0%
1 Yıllık	54%	24%
Yıl başından itibaren	-3%	-2%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	8.3	11.7	9.7
FD/VAFÖK (x)	10.1	6.5	10.0
Temettü Verimi	14.9	2.2	1.9

(\*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

İnanç Güngör

inanc.gungor@ykyatirim.com.tr

BİM için tavsiyemizi AL ve 12 aylık hedef hisse fiyatımızı ise 844 TL/hisse olarak güncelliyoruz (önceki: 510 TL/hisse). Model Portföyümüzde de yer alan ve 2024'te BIST100'ün +%36 üzerinde getiri sağlayan BIMAS'ın, operasyonel ve finansal görünümündeki görece güçlü seyirle, 2025 yılında da endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Şirketin 2025 yılında, kar marjlarını koruyarak, %12 reel gelir artışı ve %8 VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. 2025 yılında fiyatlamaya açısından, makro zorluklar nedeniyle, daha az elverişli bir ortam öngörsek de (örneğin, normalden daha yüksek fiyat indirimleri veya kampanyalar) şirketin devam eden fiziksel büyümesi, rekabetçi fiyatlarıyla pazar payı kazançları ve FİLE markasının artan katkısıyla, reel büyümesinde kesinti öngörmüyoruz. Fiyatlamaya ortamı zayıf olsa da, yılın tamamında personel giderlerindeki artışın ortalama enflasyonun gerisinde kalmasını beklediğimizden dolayı marjlarda yatay/hafif yukarı bir seyir öngörüyoruz. Defansif yapısını beğendiğimiz Bim'in 2025 yılı reel tahminlerimize göre işlem gördüğü 9,8x FD/VAFÖK'ü cazip buluyoruz.

**Gelirler Beklentilerin Üzerinde.** BİM'in 2024 yılını nominal %81 ciro büyümesi ve %7,8 VAFÖK marjıyla tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Şirket yönetiminin beklenti aralığının üst bandına yakın bu değerler, yıl başında öngördüğümüz seviyelerin de (%68 ciro artışı & 7.4% VAFÖK marjı) üzerinde gerçekleşti. 2025 yılında baktığımızda, personel giderlerinin görece azalması ve müşteri trafiğinin daha destekleyici olacağı varsayımlarıyla, şirketin 0.2-0.3pp bandında marj iyileşmesi yakalayabileceğini ve satış alanını yıllık %10 civarında büyüteceği bir yılda, %12 reel büyüyebileceğini düşünüyoruz.

**Görece Yüksek Öngörülebilirlik ve Defansif Bilanço.** BİM'in güçlü pazar konumlanması, yaklaşık %65'i özel markalı ürünlerden oluşan rekabetçi ürün portföyü, FİLE alt markasıyla artan toplam pazar payı ve faiz ile kur seviyelerinden görece daha az etkilenen güçlü bilanço yapısıyla, zorlu 2025 makro görünümünde benzerlerinden ve piyasadan olumlu ayrışmasını bekliyoruz.



[www.ykyatirim.com.tr](http://www.ykyatirim.com.tr)

[yky\\_arastirma@yapikredi.com.tr](mailto:yky_arastirma@yapikredi.com.tr)

# BİM <BIMAS TI> – Reel Büyüme Devam Ediyor



Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
<b>Gelir Tablosu</b>			
<b>Net Satışlar</b>	<b>328.442</b>	<b>525.861</b>	<b>740.083</b>
Brüt Kar	51.683	96.742	134.509
<b>VAFÖK**</b>	<b>13.751</b>	<b>22.086</b>	<b>33.004</b>
Faaliyet Gelirleri	3.359	4.327	6.932
Diğer Geli / Gider	18.686	25.716	33.405
Vergi Öncesi Kar	22.045	30.043	40.337
Vergi	-6.599	-5.788	-8.264
<b>Net Kar</b>	<b>15.441</b>	<b>24.254</b>	<b>32.072</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
İşletme Faaliyetlerinden	20.030	43.862	61.730
Yatırım Faaliyetlerinden	-11.641	-21.127	-29.734
Finansman Faaliyetlerinden	-8.367	-8.956	-12.604
Serbest Nakit Akışı	8.390	22.735	31.997
<b>Rasyolar</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K (x)	8,3	11,7	9,7
FD/VAFÖK (x)	10,1	6,5	10,0
Brüt Kar Marjı	16%	18%	18%
VAFÖK marjı	4%	4%	4%
Net Kar Marjı	5%	5%	4%
Özkaynak Karlılığı	22%	21%	19%
ROIC	13%	9%	10%
Satış Büyümesi	-	11%	10%
VAFÖK Büyümesi	-	11%	17%
Net Kar Büyümesi	-	9%	3%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(\*) Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
<b>Bilanço</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>54.459</b>	<b>80.531</b>	<b>109.701</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.988	8.684	12.045
Ticari Alacaklar	16.125	25.574	33.533
Stoklar	27.328	39.821	54.752
Diğer	4.018	6.452	9.371
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>93.674</b>	<b>148.316</b>	<b>202.039</b>
Maddi Duran Varlıklar	49.639	77.655	105.783
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.414	7.135	9.719
Kullanım Hakkı Varlıkları	37.754	60.243	82.064
Diğer	1.867	3.283	4.472
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>148.133</b>	<b>228.847</b>	<b>311.740</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>54.074</b>	<b>81.330</b>	<b>110.790</b>
Kısa vadeli Finansal Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	45.145	71.203	96.994
Diğer	8.929	10.127	13.796
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>24.317</b>	<b>31.749</b>	<b>35.662</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0
Diğer	24.317	31.749	35.662
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>69.742</b>	<b>115.767</b>	<b>165.287</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>148.133</b>	<b>228.847</b>	<b>311.740</b>

## Şirket Tanımı

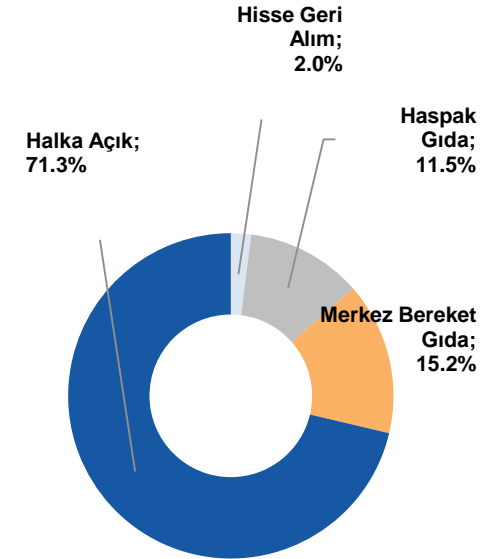
BİM, Türkiye'nin ciro açısından en büyük ve en yaygın mağaza ağına sahip perakendecisidir. Şirket ayrıca Fas ve Mısır'da da faaliyet göstermektedir. BİM, gıda ve temel tüketim mallarını mümkün olan en düşük fiyata sunar ve ürün çeşitliliğini ~900 ürün ile sınırlar. Ana strateji, özel markalı ürünlerin toplam ürün sunumundaki payını artırmak ve tedarikçilerin elde ettiği tüm olası maliyet indirimlerini trafiği artırmak için müşterilere aktarmaktır.

## Katalizörler:

- Pazar payı kazanımlarının beklenenden güçlü olması
- Beklenenden güçlü mağaza trafiği büyümesi

## Riskler:

- Alım gücünde zayıflama
- Mağaza trafiğinde rakiplerin gerisinde kalma



## Tab Gıda &lt;TABGD TI&gt; – Düşük Yatırım Harcaması – Yüksek Büyüme



## AL

Hedef Fiyat	TL274.00
Potansiyel Getiri	71%

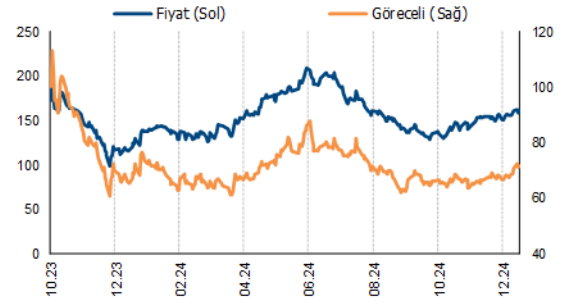
## Fiyat Bilgileri

Kodu	TABGD.TI / TABGD.IS
Kapanış Fiyatı	TL160.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	41,833 / 1,181
Hisse Sayısı (mn)	261
Saklama Oranı	%20
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	155.60 / 4.48

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	4%	8%
3 Aylık	19%	8%
1 Yıllık	32%	7%
Yıl başından itibaren	7%	8%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	15.8	17.4	10.1
FD/VAFÖK (x)	8.7	5.5	4.1
Temettü Verimi	25.4	-	0.3

(\*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker  
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Eren Erciş  
eren.ercis@ykyatirim.com.tr

Tab Gıda <TABGD TI> için önerimizi AL (önceki: AL) hedef fiyatımızı 274TL/hisse (Önceki: 236TL/hisse) olarak güncelliyoruz.

**Türkiye'nin en büyük HSR işletmecisi.** TABGD'nin kapsamlı marka portföyü, “Burger King”, “Popeyes”, “Sbarro”, “Arby's” ve “Subway” olmak üzere dünya çapında tanınmış beş marka ve “Usta Dönerci” ve “Usta Pideci” olmak üzere kendisine ait iki markasıyla toplam yedi markadan oluşmaktadır. Şirket %55'ini kendi işle ttiği ve %45'i franchise olmak üzere 1.830 restoranlık bir sistemi yönetmektedir ve sistem geneli toplam gelirler son 3 yılda %92'lik YBBO ile Eylül 2024 sonu 37 milyar TL'ye ulaşmıştır.

**Tartışmasız Pazar Lideri.** Tab Gıda, Türkiye'deki HSR zincirleri arasında gelirler bazında %30 pazar payına sahiptir ve ikinci sıradaki şirketle arasında ~18 puanlık fark vardır. Tab Gıda, kendinden sonraki dört büyük rakibinin toplamından daha fazla restoran ağına sahiptir. Şirketin pazardaki bu bariz üstünlüğünü (i) başta Burger King olmak üzere HSR pazarındaki neredeyse tüm mutfakları kapsayan çeşitli ve çok markalı büyüme stratejisine (ii) yeni restoran açılışlarıyla birlikte mevcut restoranlarda büyümenin güçlü bir şekilde yürütülmesine (iii) ana hissedar TFI'nın Ekosistemi tarafından desteklenen güçlü tedarik ağı ve ölçek avantajlarının sağladığı sürdürülebilir rekabetçi konumuna (iv) müşteri memnuniyetini artıran ve şirketin talebi daha iyi tahmin etmesine ve buna göre yeni ürünlerle kampanyalar sunmasına olanak tanıyan lojistik ve dijital yatırımlarına bağlıyoruz. Bu unsurların öngörülebilir gelecekte de geçerliliğini korumasını ve TAB Gıda'nın, Türk restoran sektörünün en hızlı büyüyen alt segmenti olan Türkiye HSR pazarındaki büyümenin başlıca yararlanıcısı olmasını bekliyoruz.

**Büyümenin ana dayanakları.** Şirketin gelecekteki büyümesinin temel dayanaklarının (i) yeni restoran açılışları (ii) franchise restoranların toplam içindeki payının artması (iii) mevcut restoranların ve yeni markaların katkısını arttıracak verimlilik çalışmaları ve (iv) toplam müşteri trafiği ve ortalama fiş büyüklüklerini destekleyen yeni ürün lansmanları ve artan paket servis operasyonları olacağını öngörüyoruz.





## Tab Gıda <TABGD TI> - Düşük Yatırım Harcaması - Yüksek Büyüme

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
<b>Gelir Tablosu</b>			
<b>Net Satışlar</b>	<b>19.988</b>	<b>31.621</b>	<b>43.858</b>
Brüt Kar	3.395	5.437	7.688
<b>VAFÖK**</b>	<b>4.233</b>	<b>6.663</b>	<b>9.368</b>
Faaliyet Gelirleri	1.790	2.843	4.070
Diğer Geli / Gider	919	143	1.334
Vergi Öncesi Kar	2.709	2.986	5.404
Vergi	-251	-687	-1.243
<b>Net Kar</b>	<b>2.458</b>	<b>2.299</b>	<b>4.161</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
İşletme Faaliyetlerinden	3.494	6.453	10.298
Yatırım Faaliyetlerinden	246	-3.012	-3.089
Finansman Faaliyetlerinden	-74	2.360	-4.127
Serbest Nakit Akışı	3.740	3.441	7.208
<b>Rasyolar</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K (x)	15,8	17,4	10,1
FD/VAFÖK (x)	8,7	5,5	4,1
Brüt Kar Marjı	17%	17%	18%
VAFÖK marjı	21%	21%	21%
Net Kar Marjı	12%	7%	9%
Özkaynak Karlılığı	25%	15%	22%
ROIC	50%	48%	61%
Satış Büyümesi	-	10%	9%
VAFÖK Büyümesi	-	9%	10%
Net Kar Büyümesi	-	-35%	42%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,7

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(\* Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
	2023	2024T	2025T
<b>Bilanço</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>5.733</b>	<b>8.676</b>	<b>11.981</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.945	5.802	8.883
Ticari Alacaklar	650	1.295	1.328
Stoklar	282	429	621
Diğer	856	1.150	1.150
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>9.406</b>	<b>15.691</b>	<b>17.663</b>
Maddi Duran Varlıklar	5.227	8.922	9.744
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	585	924	1.036
Kullanım Hakkı Varlıkları	3.529	5.844	6.884
Diğer	67	0	0
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>15.139</b>	<b>24.366</b>	<b>29.644</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3.128</b>	<b>4.930</b>	<b>6.606</b>
Kısa vadeli Finansal Borçlar	93	1.300	1.913
Ticari Borçlar	1.497	2.380	3.443
Diğer	1.538	1.250	1.250
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2.331</b>	<b>4.302</b>	<b>4.495</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1.343	2.440	3.884
Diğer	988	1.861	611
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>9.680</b>	<b>15.134</b>	<b>18.544</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>15.139</b>	<b>24.366</b>	<b>29.644</b>

### Şirket Tanımı

TAB Gıda, yedi markadan oluşan kapsamlı marka portföyü ile Türkiye'nin en büyük HSR (Hızlı Servis Restoran) zinciridir. TAB Gıda, yıllar içinde ürün ve marka portföyünü genişleterek 2006 yılında Sbarro, 2007 yılında Popeyes, 2010 yılında Arby's ve son olarak 2022 yılında Subway'i bünyesine katmıştır. Şirket, dünya çapında tanınan bu beş markanın yanı sıra, 2013 yılında "Usta Dönerci" ve 2019 yılında "Usta Pideci" olmak üzere kendine ait iki markasını kurmuştur.

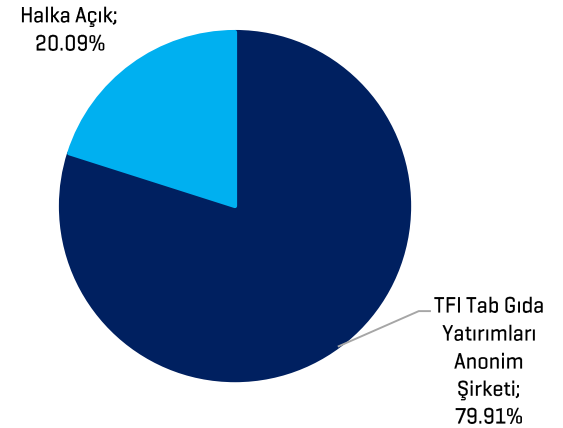
Şirket, 2024 sonu itibarıyla 1.830 restoranlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Sistem genelindeki mağazaların %55'i TAB Gıda tarafından işletilmekte, %45'i ise franchise olarak faaliyet göstermektedir.

### Katalistler:

- Satın alma gücündeki artış
- Yeni markaların eklenmesi

### Riskler:

- Ana münhasır franchise anlaşmalarının yenilenmemesi
- Tedarik zinciri sorunları

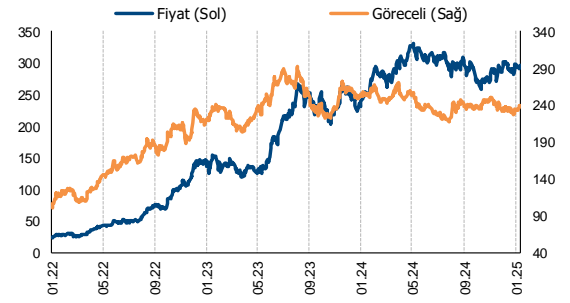


# Türk Hava Yolları <THYAO TI> - Zorluklara rağmen karlı büyüme



AL			
Hedef Fiyat	TL500.00		
Potansiyel Getiri	69%		
Fiyat Bilgileri			
Kodu	THYAO.TI / THYAO.IS		
Kapanış Fiyatı	TL295.00		
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	407,100 / 11,490		
Hisse Sayısı (mn)	1380		
Saklama Oranı	%50		
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	7,473.83 / 215.44		
Performans (TL)		Nominal	Göreceli
1 Aylık		-1%	2%
3 Aylık		10%	0%
1 Yıllık		16%	-6%
Yıl başından itibaren		5%	6%
Çarpanlar			
	2023	2024E	2025E
F/K (x)	1.9	3.2	3.6
FD/VAFÖK (x)	3.3	3.5	3.4
Temettü Verimi	-	-	5.9

(\*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker  
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Türk Hava Yolları (THY), özellikle Uzak Doğu ve Amerika'ya yönelik uzun mesafeli uluslararası rotalardaki güçlü talep ve karlı kargo operasyonları sayesinde 2024 yılında, jeopolitik gerginlikten kaynaklanan zorluklara, artan operasyonel maliyetlere -özellikle personel giderleri, motor sorunları nedeniyle yere indirilen uçaklara ve güçlü TL'den gelen baskıya rağmen, bize göre güçlü bir performans gösterdi. Şirketin 2024 yılında USD bazında %8'lik gelir büyümesi kaydetmesini ve ~5,2 milyar USD VAFÖK elde etmesini bekliyoruz. Bu performans, şirketin düşük çift haneli ROIC'sini korumasına ve zaten düşük olan borçluluğunu daha da azaltmasına olanak tanıyacaktır.

2025 yılında THY'nin, büyük ölçüde benzer zorluklarla karşılaşacağını düşünüyoruz. Güçlü TL, zayıf küresel büyüme görünümü ve devam eden motor sorunları bu zorlukların başlıcalarıdır. Buna rağmen, jeopolitik gerginliklerin bir nebze azalması, yeni uzun mesafeli varış noktalarının olgunlaşması, TL'nin normalleşmesi ve daha düşük petrol fiyatları sayesinde bu zorlukların ciro ve marjlar üzerindeki olumsuz etkisinin büyük ölçüde dengeleneceğini düşünüyoruz. Şirketin 2025'te, yine %8 yıllık USD gelir büyümesi ve %24'lük bir VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Özellikle şirket tüm zamanların en düşük borçluluğuna gelmişken ve sektör ortalamasının üzerinde marjlarla büyümesinde herhangi bir kesinti yokken, hissenin 2025'te de aynı endişelerle daha düşük performans göstermesinin makul olmayacağı kanaatindeyiz. Yere indirilen uçakların motor sorunlarının muhtemel çözümünün 2025'teki en önemli katalizör olacağını düşünüyoruz.

THY için AL önerimizi, güncellenen 12 ay hedef fiyatımız 14.0 USD ile yineliyoruz (önceki 13.9 USD). Hedef fiyatımız, 5,3x'lük 2025T FD/VAFÖK hedef çarpana dayanmaktadır. Hedef çarpanımızın bileşenleri, önümüzdeki iki yıl boyunca şirketin %5'lik YBBO ile vergi sonrası esas faaliyetini büyüteceği, %14'lük net faaliyet marjı yakalayacağı ve %12'lik sermaye getirisi elde edeceği; sonraki dönemlerde ise %2,5'lik büyüme ve %10,5'lik sermaye getirisi elde edeceği varsayımlarına dayanmaktadır, ki bu seviyelere şirketin ulaşmada büyük bir sıkıntı yaşamayacağını düşünüyoruz..







## Türk Hava Yolları <THYAO TI> - Model Varsayımları (USDmn)

CAPACITY ASSUMPTIONS					
	2022	2023	2024	2025	2026
Load Factor	82,2%	83,2%	83,5%	84,1%	84,1%
-Domestic	85,8%	84,4%	86,4%	84,8%	84,8%
-International	79,3%	82,0%	81,6%	83,3%	83,3%
Number of Passengers	71,8	83,4	85,6	88,6	90,0
-Domestic	25,3	30,2	30,6	29,9	30,4
-International	42,9	49,8	52,5	56,9	57,7
ASK Growth	58%	16%	8%	7%	6%
-Domestic	16%	24%	-1%	3%	7%
-International	59%	16%	11%	8%	6%
Total Fleet	394	440	492	530	570
Passenger Aircraft	373	416	468	506	546
Total Fleet	394	440	492	530	570
Pax per Landing	159	160	163	165	165
Cargo carried (tons)	1.679	1.659	1.985	1.927	1.956

REVENUE & COST ASSUMPTIONS					
	2022	2023	2024	2025	2026
Breakdown of Revenues	18.426	20.942	22.747	24.517	26.137
Pax Revenues	14.291	17.727	18.584	20.289	21.805
Cargo Revenues	3.735	2.596	3.450	3.444	3.495
Passenger Revenue Yields (RPK) (y/y)					
Pax Revenues	19%	4%	-3%	0%	1%
Scheduled	23%	3%	-5%	0%	1%
Domestic	25%	-5%	3%	7%	4%
International	22%	4%	-5%	-1%	1%
Cargo Revenues per Ton	2.224	1.565	1.737	1.787	1.787
CASK	7,79	7,78	8,13	8,17	8,18
Fuel	3,21	2,65	2,42	2,10	2,06
Ex-Fuel	4,58	5,13	5,71	6,06	6,12
Jet Fuel Cost (USD/ton)	1144	969	888	800	800

	2022	2023	2024	2025	2026
Sales Revenue	18.426	20.942	22.721	24.517	26.137
Cost of Sales (-)	-14.036	-16.060	-18.410	-20.003	-21.283
GROSS PROFIT	4.390	4.882	4.311	4.514	4.853
OPEX	-1.674	-2.209	-2.273	-2.223	-2.365
NET OPERATING PROFIT	2.716	2.673	2.038	2.292	2.488
OPERATING PROFIT BEFORE	2.779	2.859	2.413	2.424	2.488
EBITDA (THY)	4.947	5.525	5.116	5.249	5.618
EBITDAR (THY)	5.376	6.077	5.767	5.928	6.332
Net Profit	473	3.233	3.642	3.224	3.217
Margins					
Net Operating	14,7%	12,8%	9,0%	9,3%	9,5%
EBITDA (THY)	26,8%	26,4%	22,5%	21,4%	21,5%
EBITDAR (THY)	29,2%	29,0%	25,4%	24,2%	24,2%

# Turkcell <TCELL TI> – Devam Eden Güçlü Büyüme



## AL

Hedef Fiyat TL160.29

Potansiyel Getiri 67%

### Fiyat Bilgileri

Kodu TCELL.TI / TCELL.IS

Kapanış Fiyatı TL95.90

Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) 210,980 / 5,955

Hisse Sayısı (mn) 2200

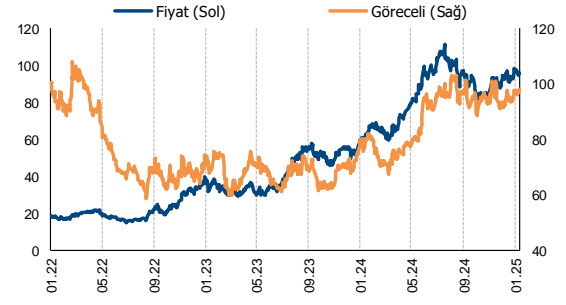
Saklama Oranı %54

3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) 2,169.74 / 62.47

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	0%	4%
3 Aylık	14%	4%
1 Yıllık	59%	28%
Yıl başından itibaren	3%	4%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	8.4	11.9	8.4
FD/VAFÖK (x)	2.7	2.1	3.0
Temettü Verimi	17.9	1.9	3.0

(\*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Eren Erciş

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

**Turkcell için hedef fiyatımızı 160.29TL/hisse ve önerimizi AL olarak güncelliyoruz.** Turkcell'in 2024 yılını, enflasyon üstü fiyatlama becerisi sayesinde, %9 reel gelir büyümesiyle kapatmasını bekliyoruz. Enflasyonun azalmaya başladığı 2024 yılında, yenilenen sözleşmelerin etkisiyle, birim gelirlerini (ARPU) yaklaşık %80 arttırmayı başaran şirketin, 2025 yılında da bu gecikmeli etkiden faydalanmasını bekliyoruz. Turkcell'i (i) sürdürülebilir reel büyüme görünümü (ii) yüksek faiz ortamında düşük net işletme sermaye ihtiyacı ve (iii) değer vaad eden güçlü iştirak portföyü nedenleriyle beğeniyoruz ve 2025 yıl sonu nominal tahminlerimize göre işlem gördüğü 3,0x FD/VAFÖK ve 8,4x F/K çarpanlarını alım için makul buluyoruz.

2024 yılında %7 reel büyüme beklediğimiz Turkcell'in 2025'te %6 büyüyeceğini öngörüyoruz. Bu öngörümüz, şirketin mobil tarafta %52, sabit tarafta ise %45 ARPU büyümesi yakalayacağı, 700 bin net abone kazanacağı (2024T: 800 bin) ve techfin gelirlerinde %35 artış sağlayacağı varsayımlarımıza dayanıyor. Orta ve uzun vadede ise, veri merkezi iş kolu, dijital servis gelirleri ve mobil premium hizmetlerinin de desteğiyle, şirketin enflasyon üstü büyümeye devam etmesini bekliyoruz.

Turkcell'in 2025 yılında operasyonel marjlarını büyük ölçüde korumasını bekliyoruz. 5G yatırımları nedeniyle sektör oyuncularının fiyat rekabetinden imtina edeceğini düşündüğümüz 2025 yılında, şirketin, reel ARPU büyümesinin yanında, kısmen faaliyete geçecek GES yatırımlarının da desteğiyle, marjlarını korumada sıkıntı yaşamayacağını düşünüyoruz. Turkcell'in tamamı 300MW olan GES yatırımının, 54 MW'lık kısmı 1Ç25'te faaliyete geçecek ve enerji ihtiyacının %12'sini karşılayacak. Bunun artan maliyetlere rağmen marjların korunmasında rol oynayacağını düşünüyoruz.

Turkcell'in artan veri merkezi yatırımları, 5G altyapısına dair öncü hazırlıkları ve kule yatırımları şirketin toplam yatırım harcamalarının (operasyonel + lisans) ciroya oranını 2023'te %31'e 2024'te %29'a çıkardı. 2025 yılında yatırım yükünün 5G ihalesi sonrası %36'ya kadar çıkmasını, takip eden yıllarda, bu oranının tedricen düşük %20'li seviyelere inmesini öngörüyoruz. Öte yandan, 2024 yıl sonu 0,7x seviyesinde öngördüğümüz Net Borç/VAFÖK oranının, yüksek yatırım dönemine rağmen 2025 yılında da 1.0x'in altında kalmasını bekliyoruz.



[www.ykyatirim.com.tr](http://www.ykyatirim.com.tr)

[yky\\_arastirma@yapikredi.com.tr](mailto:yky_arastirma@yapikredi.com.tr)

## Turkcell <TCELL TI> – Devam Eden Güçlü Büyüme

Finansal Özet (TLmn)				Finansal Özet (TLmn)			
	TMS29 Uygulanmış*				TMS29 Uygulanmış*		
Gelir Tablosu	2023	2024T	2025T	Bilanço	2023	2024T	2025T
<b>Net Satışlar</b>	<b>102.963</b>	<b>163.061</b>	<b>222.902</b>	<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>102.546</b>	<b>142.983</b>	<b>170.180</b>
Brüt Kar	20.723	36.084	52.403	Nakit ve Nakit Benzerleri	58.849	76.198	84.443
<b>VAFÖK**</b>	<b>47.053</b>	<b>68.262</b>	<b>91.440</b>	Ticari Alacaklar	11.097	20.069	28.732
Faaliyet Gelirleri	13.586	19.649	34.388	Stoklar	541	1.044	1.494
Diğer Geli / Gider	-7.700	1.547	-10.839	Diğer	32.060	45.673	55.511
Vergi Öncesi Kar	5.887	21.196	23.548	<b>Duran Varlıklar</b>	<b>144.537</b>	<b>202.184</b>	<b>221.750</b>
Vergi	4.676	-5.299	-5.887	Maddi Duran Varlıklar	66.650	100.155	108.762
<b>Net Kar</b>	<b>12.554</b>	<b>15.897</b>	<b>17.661</b>	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	58.103	77.426	85.824
<b>Nakit Akış Tablosu</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	Kullanım Hakkı Varlıkları	6.136	7.883	9.907
İşletme Faaliyetlerinden	47.547	70.241	76.092	Diğer	13.647	16.721	17.257
Yatırım Faaliyetlerinden	-26.731	-41.349	-67.721	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>247.083</b>	<b>345.168</b>	<b>391.930</b>
Finansman Faaliyetlerden	-9.733	47.307	-127	<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>57.728</b>	<b>73.627</b>	<b>88.004</b>
Serbest Nakit Akışı	20.816	28.891	8.372	Kısa vadeli Finansal Borçlar	25.436	38.293	44.934
<b>Rasyolar</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	Ticari Borçlar	14.174	17.919	25.654
F/K (x)	8,4	11,9	8,4	Diğer	18.118	17.416	17.416
FD/VAFÖK (x)	2,7	2,1	3,0	<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>67.121</b>	<b>87.180</b>	<b>101.905</b>
Brüt Kar Marjı	20%	22%	24%	Uzun Vadeli Finansal Borçlar	56.367	84.894	99.618
VAFÖK marjı	46%	42%	41%	Diğer	10.754	2.286	2.286
Net Kar Marjı	12%	10%	8%	<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>122.235</b>	<b>184.360</b>	<b>202.021</b>
Özkaynak Karlılığı	10%	9%	9%	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>247.083</b>	<b>345.168</b>	<b>391.930</b>
ROIC	12%	11%	17%				
Satış Büyümesi	-	10%	7%				
VAFÖK Büyümesi	-	0%	5%				
Net Kar Büyümesi	-	-12%	-13%				
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1				
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,7				

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(\*) Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

### Şirket Tanımı

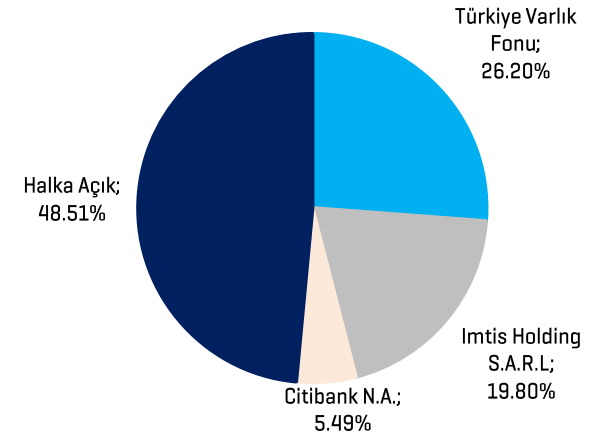
Turkcell, Türkiye'de kurulmuş; yerleşik, entegre iletişim ve teknoloji hizmetleri şirkettir. Müşterilerine mobil ve sabit şebekeleri üzerinden ses, data, TV hizmetleri ve katma değerli bireysel ve kurumsal servisler sunmaktadır. Turkcell Grup şirketleri Türkiye, Belarus ve Kuzey Kıbrıs olmak üzere 3 ülkede faaliyet göstermektedir. Güçlü gelir büyümesi, temel olarak Turkcell Türkiye'nin büyüyen faturalı müşteri tabanı ile güçlü ARPU performansı ve daha yüksek data tüketimi ve dijital servis kullanımı ile desteklenen üst satış çalışmalarının devam etmesi sayesinde gerçekleşti.

### Katalistler:

- Daha yüksek ARPU ile birlikte abone kazanımı
- Daha yüksek veri tüketimi

### Riskler:

- Enflasyonun artış trendine geçmesi
- Beklenenden yüksek rekabetçi fiyatlandırma ortamı



## ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.